

# Рост в себя

**8 АПРЕЛЯ 2016 ГОДА В МОСКВЕ СОСТОЯЛАСЬ КОНФЕРЕНЦИЯ НАУФОР «УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ 2016», В ФОКУСЕ КОТОРОЙ БЫЛИ ВОПРОСЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ УПРАВЛЯЮЩИХ КОМПАНИЙ И ДОВЕРИТЕЛЬНЫХ УПРАВЛЯЮЩИХ**

Прошлый год внес существенный вклад в развитие индустрии управления активами. Во-первых, стартовала возможность полноценно производить финансовые операции в формате онлайн. Во-вторых, к инвестированию на индивидуальные инвестиционные счета уже привлечены первые клиенты.

**Алексей Тимофеев.** Добрый день, коллеги. Мы рады приветствовать вас на нашей конференции, которую, не сомневаюсь, сделаем теперь традиционной. Как все конференции, которые проводит НАУФОР, она является частью нашей работы. Это способ не только дать знать о том, что думает регулятор, но также обменяться с рынком соображениями, а затем воспользоваться ими в дальнейшей работе.

Механизм обратной связи для нас очень важен.

В этом смысле нынешняя конференция является экспериментом, потому что в ней мы объединяем несколько форматов. Во-первых, собираемся уделить больше внимания специализированным депозитариям; кроме того, хотим попробовать организовать полноценную дискуссию управляющих активами. Также мы пригласили к участию в конференции негосударственные пенсионные фонды, попытаемся организовать полноценную дискуссию и с ними.

Объединив, таким образом, всех участников процесса управления активами — управляющие компании, индивидуальных управляющих, спецдепозитарии, негосударственные пенсионные фонды, брокеров. Потому что НАУФОР уже является саморегулируемой организацией для части названных структур, и надеюсь, станет ею для всех них.

Позвольте начать конференцию и представить спикеров. Андрей Жуйков из «Региона», Владимир Кириллов из ТКБ, Ирина Кривошеева из «Альфы капитал», Филипп Габуня — Центральный банк, Екатерина Печенкина из «Инфинитума», Владимир Потапов из «ВТБ Управление активами».

Начнем с того, что поговорим на общие темы. Позвольте, я предложу свое очень короткое видение индустрии.

Индустрия управления активами, как ни странно, имеет довольно крупные размеры. Под ее управлением находится не менее 5 триллио-



нов рублей, если иметь в виду, в том числе, активы негосударственных пенсионных фондов. 2 триллиона 300 миллиардов рублей сосредоточены в паевых инвестиционных фондах, закрытых и открытых. Не меньше 120 миллиардов рублей находится на счетах индивидуальных доверительных управляющих — это активы только физических лиц. С другой стороны, это по-прежнему индустрия по преимуществу закрытых фондов: в них находится примерно 75% активов. В открытых фондах — около 117 миллиардов рублей. Это ничтожная в доле российско-го ВВП сумма, которая говорит о том, что розничная индустрия по-прежнему

не так значительна, как нам того хотелось бы. И какой ей следует быть, если мы надеемся на развитие финансового рынка.

Хотел бы предложить участникам согласиться или не согласиться с моей оценкой и сказать, в какой степени описанное положение является результатом рыночных факторов и в какой степени — следствием факторов институциональных. Что является препятствием для развития индустрии? Что следовало бы сделать в ближайшее время для того, чтобы мы могли рассчитывать на ее развитие? **Ирина Кривошеева.** Буквально несколько слайдов в подтверждение тех мыслей, которые прозвучали.

Всегда хочется хронологически привязываться к каким-то датам или событиям, чтобы останавливаться и смотреть на историческую перспективу — что было сделано, что не было, что еще предстоит.

Индустрия управления активами по-разному отсчитывает свой возраст. Но если отталкиваться от действующего законодательства (тем самым от даты регистрации первых управляющих компаний и получения ими лицензий), то текущий год — год 20-летия отрасли управления активами. Если посмотреть спокойным отстраненным взглядом, то за эти 20 лет отрасль продемонстрировала удивительную живучесть. Несмотря



на кризисы и сложности, постоянно появлялись те или иные драйверы роста, которые способствовали развитию отдельных участников рынка. Например, 2007 год — бурное развитие розничных паевых инвестиционных фондов (в том числе закрытых ПИФов), появление военной ипотеки.

Нам кажется, что и прошлый год внес существенный вклад в развитие индустрии. Доминировали две темы — во-первых, стартовала возможность полноценно производить финансовые операции в формате онлайн с помощью портала госуслуг. То есть сделан существенный шаг вперед с точки зрения технологичности отрасли. Вторая тема — старт индивидуальных инвестиционных счетов, по которым к настоящему времени уже привлечены первые клиенты. Если оперировать данными рейтингового агентства «Эксперт РА», то цифры по ИИС такие: 3,2 триллиона рублей привлечено в прошлом году, 4,3 трлн — в этом. Так или иначе, рост составил более 30%. Где мы еще видим, чтобы та или иная отрасль демонстрировала такую динамику роста?

Конечно, сегменты внутри рынка вели себя неоднородно. Основным драйвером роста стало получение средств от негосударственных пенсионных фондов. Все-таки на рынок пришло 550 миллиардов рублей — ДУ юридических лиц, военная ипотека. В то же время были и точечные негативные события, например, расформирование ряда фондов — из-за этого с рынка ушло 12 миллиардов.

Три направления, работающие с физическими лицами — индивидуальное доверительное управление, розничные паевые инвестиционные фонды и теперь еще индивидуальные инвестиционные счета, — демонстрировали в 2015 году достаточно уверенную динамику. Она была чуть хуже в первом

полугодии (на фоне высоких ставок по депозитам) и существенно лучше во втором полугодии. Мы действительно столкнулись с рекордными показателями притока средств как в сегмент розничных паевых инвестиционных фондов, так и в индивидуальное доверительное управление.

Рынок жив и демонстрирует новые точки роста. В то же время формат его работы меняется. В частности, происходит расширение границ конкуренции. Если раньше мы долго и часто анализировали показатели конкурирующих управляющих, то сейчас на рынке управления активами сложилась относительная специализация: одна УК хороша в ЗПИФах, другая — в индивидуальном доверительном управлении, третья — в розничном бизнесе. Мы стали чаще конкурировать с брокерскими компаниями. И конечно, не стоит забывать о мелких и средних банках, которые в течение прошлого года привлекали клиентов повышенными ставками на депозиты.

На этом поле также появляются новые игроки: это, в широком смысле слова, электронные платформы. Эта новая волна участников может технологично завоевать сердца наших клиентов уже в 2017-м.

Кто же бенефициары новой реальности и каковы основные вызовы, над которыми стоит работать?

Сейчас меняются правила по налогообложению. Очень много сложностей у клиентов-физиков. Мы считаем, что все-таки будет идти определенный возврат капиталов физических лиц в нашу страну. И это тоже определенный драйвер роста и развития нашей индустрии.

Идет снижение ставок по депозитам, ослабление привлекательности вложений в недвижимость. Если посмотреть на статистику, то сейчас доля вложений в недвижимость до-

стигает 84% от суммарного благосостояния состоятельных клиентов, тогда как доля инвестиций — 0,01%. Этот баланс нужно смещать в сторону инвестиций.

Какими инструментами и методами мы можем воспользоваться и что у нас есть уже сейчас? Благодаря хорошим решениям со стороны регулятора и их продвижению со стороны саморегулируемых организаций у нас есть хорошие продукты: индивидуальные инвестиционные счета, паевые инвестиционные фонды, индивидуальное доверительное управление. Есть что предлагать клиентам. Есть понятные каналы продаж: и через взаимодействие с крупными банками, и через сформировавшиеся каналы онлайн-продаж. А еще у нас есть настрой. И поддержка регулятора, уверенность, что участников рынка он действительно слышит.

На этом фоне надо довести до конца технологичные новации. Каждому участнику надо наращивать технологичность своих услуг. Модифицировать формы продуктов, предлагаемых клиентам, в контексте закона о паевых инвестиционных фондах. Время пришло, и рынок готов к появлению новых категорий сервисов, которые удобны и понятны клиентам — физическим лицам.

Я убеждена, что все в наших руках. Значит, мы должны быть активнее в продвижении. Давайте привлекать людей, доносить до них преимущества наших продуктов. Давайте проводить рекламные кампании ярко, красиво. И это будет залогом дальнейшего развития индустрии в целом.

**Владимир Потапов.** Индустрия действительно жива. Есть компании, которые прошли через несколько кризисов и понимают, как находить баланс риска и доходности. В этом плане регулятор нам должен помогать. Сами управляющие компании до сих пор не пришли к единому мнению о методике оценки

результатов нашего труда. Что такое доходность по ДУ, как составлять композит — здесь мы до сих пор не пришли к единому мнению.

Много сделано, но много еще нужно сделать.

Если мы говорим про ритейл, то продукты ПИФа — с точки зрения каналов дистрибуции — до сих пор не конкурентны сравнительно с другими продуктами. До 2008 года все говорили «дивиденды не нужны, все деньги нужно реинвестировать в рост». Сейчас все сдвинулось в другую сторону — нужны дивиденды и кэш.

С точки зрения движения предпочтений от депозитов в сторону инвестиций такая же история — зачем брать дорогие депозиты, если можно зарабатывать на комиссионном доходе. При этом преференции, которые есть у одних продуктов сравнительно с другими, безусловно, влияют на общую ситуацию.

Конечно, дистанционные каналы продаж — это классно. Мы участвуем в соответствующем проекте и очень надеемся его продвинуть. Но год назад, когда мне принесли этот проект, я сказал: нужно, чтобы ПИФ можно было купить в три клика. Мне ответили, что в три клика никак нельзя, можно только в 12. Но покупка через 12 кликов — это невозможно, это не работает. Почему в Китае можно купить за два клика, а в России — 12? Ничто не изменится, пока во всех звеньях не поймут, что парадигма поменялась — и теперь инвестирование сбережений является базой стабильности отечественной экономики и залогом ее дальнейшего развития.

Да, в индустрии был рост за счет пенсионных денег. Не знаю, сколько он еще продлится. Надеемся, что продлится, поскольку очевидно, что пенсионная система важна и необходима. Но понятно, что за последние пару лет сложилась неординарная ситуация. Сейчас, надеюсь, она поменяется, и человек, выбирающий





пенсионный фонд, будет понимать, в какие именно активы вкладываются его деньги. А значит, и наш бизнес можно будет строить на более длинную перспективу.

Второй сегмент — ритейл. Пока ключевой канал дистрибуции здесь — банки. Если рядом с фондом есть крупная инвестиционная группа и она понимает, что инвестиционный продукт важен, тогда все идет хорошо. Если крупной инвестиционной группы нет, тогда и шансов нет. А если крупная инвестиционная группа есть, но не понимает, что инвестиционный продукт важен, то все идет ни шатко ни валко.

Все потому, что не до конца очевидны предпочтения инвестиционного продукта в конкуренции с продуктами внутри группы. Наверно, можно рассказывать про разницу в доходностях по сегменту российских евробондов или корзины бондов emerging markets против долларового депозита, но за счет многих других издержек эта разница часто просто нивелируется.

Сегмент ДУ — очень интересный и растущий. Ирина выразилась аккуратно, а если до конца называть вещи своими именами, то процесс деофшоризации, глобального передела сегмента private banking, тренд на сохранение все большего количества сбережений внутри страны продолжится. И этот сегмент очень интересен и может быть для управляющих компаний точкой роста. В нашей управляющей компании по этому сегменту мы видим довольно серьезный приток с начала года.

Никто не говорит про управление международными деньгами. Лично я считаю, что здесь нужна профессиональная команда, своего рода спецназ, а дальше этот спецназ может обслуживать различные группы клиентов. Через какие каналы продаж этот продукт продается, уже дело техники. Не вижу, честно говоря, возможности силами УК обслу-

живать сеть из 100 тысяч розничных клиентов или клиентов private banking. Поэтому мы ориентируемся исключительно на создание «спецназа», а дальше будем работать с партнерами.

Про международный сегмент не надо забывать. Я недавно вернулся из Америки. Что бы ни говорили, а интерес к российскому рынку там есть. Доля американских инвесторов на российском рынке в прошлом году выросла. Они видят возможности, которые у нас есть, доходности, которые у нас есть. Поэтому я думаю, что этот сегмент тоже будет расти, особенно на фоне глобального исхода инвесторов с рынков развивающихся стран последние три-четыре года.

Завершая, скажу, что индустрия жива. В целом она идет вперед.

Мы все понимаем, что основа доверительного управления — это выстроенные отношения, но в конце концов риск — дело клиента. Мне кажется, всем очевидно, что процент комиссионного дохода, заработанный на рынке доверительного управления, во всем мире оценивается намного дороже, чем процент, заработанный на кредитном риске.

**Алексей Тимофеев.** Я бы хотел уточнить. Ира говорила про некую тенденцию роста интереса инвестиций во внутренние инструменты, а Владимир говорил о международном элементе. Достаточно ли внутри страны инструментов для приложения сил управляющих? Не кажется ли вам, что сейчас самая большая тема — это набор инструментов, в которые могут быть инвестированы активы?

Ира, что ты имела в виду, когда говорила о росте интереса к инвестициям во внутренние инструменты? А Владимир, может быть, пояснит, что он имеет в виду, когда говорит о международных инвестициях?

**Ирина Кривошеева.** Инструменты есть, но вопрос несколько в другом. В той же оптимизации налогообложения, если мы говорим о валютной составляющей. В

Казахстане 80% депозитов физических лиц размещены именно в долларах. У нас в стране, по последним данным, в долларах уже 60%. То есть отрасль должна предложить инструменты не только в рублях, но еще и в валюте. И как только мы начинаем это предлагать, тут же сталкиваемся с несовершенством налогообложения, а именно налогообложения валютной переоценки. Конечно, клиенты готовы платить абсолютно справедливые 13% налога. Но если они вкладывают 100 долларов, которые потом превращаются в 70, то совершенно несправедливо, чтобы клиент, который и так реально потерял, был еще вынужден платить достаточно серьезный налог. Эта несправедливость вызывает бурю негодования, а значит, и голосование «против» со стороны состоятельных клиентов — физических лиц. Российские игроки конкурируют не только между собой, но и с иностранными провайдерами — UBS, Credit Suisse, Julius Bär, которые очень активно борются за наших клиентов. Поэтому дело не в том, чтобы появилось сто еврооблигаций новых эмитентов. Есть достаточно качественные эмитенты, уже проверенные временем. Важно, чтобы инструментарий был правильно структурирован и доступен для клиентов, исходя из их потребностей. Моя точка зрения такова — стоит еще немножечко кое-что подправить, и мир открыт!

**Владимир Потапов.** Про международных инвесторов я говорил в разрезе того, что мы управляем деньгами одного из крупнейших нероссийских суверенных фондов в мире. Они инвестируют в отечественный рынок. Для управляющих компаний (во всяком случае, для нашей) это большой фокус в работе.

А с Ириной я абсолютно согласен: 80% активов лежит в долларовых депозитах. В прошлом году вокруг валютной переоценки было много проблем. Либо ресурсы будут и дальше уходить

в «схемы», а крупные игроки не хотят и не будут этим заниматься, либо надо это клиентам объяснять.

**Алексей Тимофеев.** У меня предположение, что рублевых инструментов не хватает, и возможность инвестирования в валютные активы должна быть реабилитирована.

**Владимир Потапов.** Рублевых инструментов хватает. У нас очень живой и качественный рынок рублевых облигаций более чем на 200 миллиардов долларов. И долларовых инструментов хватает: это еще 180 миллиардов долларов. Вообще российский рынок облигаций с точки зрения и глубины, и величины — один из самых интересных. Его объем сейчас — больше 400 миллиардов долларов, на нем обращается более 500 выпусков. Но налицо ситуация, когда 80% клиентов, условно говоря, имеет долларовый депозит, — и по нему нет ни налога, ни валютной переоценки. В этой ситуации при покупке облигаций у того же банка, где уже лежит депозит, человек, по идее, не должен платить налог, если происходит изменение курсовой стоимости этих облигаций. А он платит. Это останавливает инвесторов.

**Алексей Тимофеев.** На наш запрос, можно ли вносить валюту в оплату паев, мы получили письмо Центрального банка, который горячо поддержал эту идею, но предположил, что нужно поправить закон. Некоторые мои коллеги сказали: «О, отлично, теперь дело пойдет!»

Филипп, дело пойдет?

**Филипп Габуня.** Конечно, пойдет. Вопрос куда? Я коротко прокомментирую валютную составляющую. Безусловно, арбитраж — это неправомерно, и от него надо уходить. В какую сторону и куда — это предмет дискуссий. Мне очень сложно что-то сказать дополнительно, потому что это выходит далеко за пределы участка, за который я отвечаю, но несправедливая конкуренция между валютными депозитами и

другими инструментами — это действительно перекос, от которого надо уйти.

Мне очень нравится тон дискуссии, который задала Ирина. Я думал, мы опять будем обсуждать, что все очень плохо. Со своей стороны мы декларировали курс (и идем по нему, может быть не так быстро, как хотелось бы) на максимальное снятие всех издержек и искусственных барьеров. В частности, о покупке за 12 кликов. Раньше активы вообще было нельзя купить онлайн, а сейчас можно — за 12 кликов. В итоге дойдем до одного клика — и будет лучше, чем в Китае.

Мне кажется, что ценность, которую привнес Центральный банк, состоит в смене парадигмы «регулятор лучше знает, что нужно». Все нормативные акты ЦБ сейчас готовит в сотрудничестве с рынком. В том числе, из-за этого процесс растягивается во времени. Но я уверен, что это плюс. Все равно рынок лучше чувствует клиента и его потребности. Мне кажется, в этой части Банк России максимально снимает все препяны. В России действительно существует большой рынок рублевых инструментов, которыми можно пользоваться. С другой стороны, регулятор уже заявлял в «Основных направлениях» о всевозможном усилении программы бондизации и вообще фондового рынка как такового. Среда *esst management* растет и будет расти неизбежно. И очень здорово, что разговор сейчас идет о том, какой продукт предложить, как сделать сервис удобнее и качественнее.

Думаю, что ландшафт доверительного управления будет в какой-то степени меняться. Центральный банк будет со своей стороны подавливать, чтобы эта компетенция была очень качественной. На рынке будет несколько меньше игроков. По факту эта доля и сейчас не так велика, но у них присутствует стопроцентная возможность давать больший доход, чем могут предлагать банки.





**Алексей Тимофеев.** Сейчас к дискуссии присоединится Андрей Жуйков, а затем Владимир Кириллов.

**Андрей Жуйков.** Если позволите, я немного позанимаюсь самокритикой. Здесь сказали, что розничные инвесторы обладают значительными активами. Остается вопрос, создает ли индустрия управления активами какую-то добавочную стоимость для этих людей. Я взял три простейших продукта — ПИФы акций, облигаций и евробондов, откинул 2008 и 2009 годы как годы сильных волатильных движений и посмотрел объемы активов открытых фондов из топ-5 для каждого из названных видов.

Вывод очевиден. Да, фонды обыгрывают бенчмарк, но за шесть лет все они отстают от инфляции.

ПИФы евробондов стали популярны последние два года. В 2014–2015 году рост их активов (рублевый) составил от 40 до 50%. Но если пересчитать стоимость активов в долларах, то при девальвации 70% получается минус 20 (с учетом НДФЛ) в 2014 году и небольшой плюс в 2015-м. Суммарно по результатам двух лет получается минус. То есть в рублях показатели замечательные, а в валюте абсолютно неконкурентные сравнительно с показателями валютных депозитов.

Помимо эффективности управления, давайте посмотрим на издержки, которые присутствуют у фондов из топ-5. Какие издержки существуют? Это комиссия управляющей компании, комиссия спецдепа, стоимость аудита плюс прочие расходы. Понятно, что прочие расходы не всегда случаются, но все-таки итоговые цифры впечатляют: в целом издержки составляют 4,5% по фондам акций, около 4% по фондам облигаций и чуть меньше 4% по фондам евробондов. Если сюда еще добавить скидки-надбавки (у всех они разные и сложные), то это еще 2,5–3% расходов.

Что же получается? Чтобы банально заработать клиенту 10% годовых, мы потратим на издержки от 70 до 90 рублей из 100 рублей прибыли (в зависимости от типа фонда). Иными словами, мы живем в реалиях, когда единственный способ существования индустрии — продажи через агентские сети. Лучше всего выглядят продажи через агентские сети банков. Но посмотрим на это со стороны банка. Банк с маржой (разница между депозитом и кредитом) менее 3% — это, как правило, нежизнеспособный банк. У банкиров сложилось впечатление, что продавать что-либо с маржой меньше 2–3% не имеет никакого смысла, это идет вразрез с их депозитно-кредитной политикой. Где-то рядом у них лежит инвестиционное страхование жизни, по которому они получают еще большую маржу. Мы говорим, что у нас розничный инвестор безграмотный. А может быть, он просто умеет считать? Он поиграл в эти игры, и вроде бы фонд для него даже заработал, но на выходе получилось гораздо меньше, чем дают депозиты.

Количество неудовлетворенных клиентов неминуемо будет высоким при таком уровне издержек и таком состоянии рынка, который не позволяет зарабатывать высокую маржу.

Какие я вижу выходы? Мы должны меняться вместе с теми возможностями, которые нам сейчас дает регулятор, законодательство.

Замечательный выход — сделки через портал госуслуг. Если мы получим возможность делать операцию в три клика, а также привяжем все транзакции к банковской карте, то, возможно, уйдет необходимость работать через большие агентские сети, через банки. Управляющие будут уменьшать свои операционные издержки. По факту сейчас большая управляющая компания — это от силы пять управляющих и 50 человек бэк-офиса. Реально в управ-

ляющей компании, которая работает и с институционалами, и с розницей, бэк-офис — это огромный субъект. Поэтому, кроме изменения подхода к нашему клиенту, мы должны меняться сами, иначе возможности, которые сейчас открываются, ни к чему не приведут.

**Ирина Кривошеева.** Очень интересно. Я никогда не видела такого анализа по издержкам. Конечно, я на 100% согласна, что нужно меняться и совершенствоваться. При этом мне кажется, что изменения идут семимильными шагами. Банки, которые смотрят только на маржинальность, теряют и клиентов, и рынок.

Могу сказать, что в последние полгода при общении с коллегами из того же «Альфа банка» очень важным стало обсуждение потребностей клиента. То, что вчера сводилось, условно говоря, к оценкам маржинальности и эффективности, сейчас перешло в совершенно другие категории: в оценки удовлетворенности клиента, оценки средних сроков его жизни. КPI выставляется на средний срок сотрудничества клиента с банком. Банки меняются, здесь есть определенная перспектива.

Я никогда не могла для себя понять, почему паевые инвестиционные фонды по доходности все время сравнивают с годовыми срочными депозитами [а не с текущими]. По ПИФам все-таки ликвидность каждодневная — их ежедневно можно и продать, и купить. А текущие счета банков дают доходности в районе 3–4%. Притом Андрей Жуйков здесь только что говорил: доходность по облигационным фондам составляет около 10%. И правильно ли вообще рассчитывать на сказочные доходности ПИФов?

Мы провели глубинные исследования потребностей наших клиентов. Оказалось, что потребность доходности стоит у них чуть ли не на пятом месте. А на первом месте — надежность, понятность, прозрачность, удобность, тех-

нологичность, ликвидность. Мне было очень интересно посмотреть на данные фонда Vanguard, который тоже проводит подобные исследования. Они говорят, что их задача — качественно обеспечить предоставляемую услугу. «Мы не в ответе за весь мировой рынок, мы лишь должны сделать лучшее из возможного», считают они.

Полностью согласна с тем, что надо меняться, но и мир вокруг тоже меняется.

**Алексей Тимофеев.** Мне кажется, Владимир Потапов тоже говорил об изменениях отношения банков к инвестиционным продуктам. Правда ли, что мы будем свидетелями этих изменений? До сих пор инвестиционные продукты, предлагаемые в составе продуктов банковской группы, проигрывали традиционным банковским продуктам.

**Ирина Кривошеева.** Надо доносить до клиентов сведения о преимуществах инвестиционных решений, исходя из потребностей клиента.

Опять-таки по нашим исследованиям клиенты, которые удовлетворены инвестиционным решением, остаются с банком дольше, они относятся к банку как к комплексному партнеру. Если клиенту, который, условно, пользуется карточками и размещает деньги на депозитах одного банка, позволить также использовать услуги других инвестиционных провайдеров, то вероятность его потерять очень велика. Я говорю о ситуации, когда отдел private banking этого банка не сам предлагает те или иные сервисы, а дает клиенту выйти на сторону. Нужно бороться за партнера. Мы должны убеждать топ-менеджмент банков, что наши продукты интересны, именно если исходить из потребностей клиента. А не для того, чтобы увеличить маржинальность банка.

**Алексей Тимофеев.** Ирина — молодец. Делайте как Ирина!

Владимир, твоя очередь.

**Владимир Кириллов.** Я очень большой пессимист относительно прошедшего этапа развития рынка и очень осторожный оптимист относительно того, как мы будем развиваться дальше. Если говорить о прошедшем периоде, то я считаю, что до появления новой команды ЦБ, которая сейчас занимается регулированием, мы потеряли лет десять. Слава богу, сейчас процесс отладки регулирования идет, и поэтому я — осторожный оптимист.

За прошедшие годы, особенно за период 2008–2009 годов доверие [к индустрии] было подорвано кардинально. К ПИФам — за счет того, что все продавали клиентам продукты с высокой доходностью, в первую очередь акции, и мы знаем, что с этими акциями потом стало. Команды, которые работали в тот момент на рынке доверительного управления, к сожалению, полностью подорвали доверие крупных клиентов, и это доверие очень сложно восстанавливать.

Каковы основные драйверы развития сейчас? Первое — это регулирование. Спасибо регулятору, потому что здесь произошло огромное количество изменений, которые позволяют компаниям сокращать расходы и быть гибкими в процессе создания новых продуктов и новых возможностей для клиентов.

Одним из основных драйверов является, конечно, доходность. И что бы здесь ни говорили, какие бы опросы ни проводились, но люди по-прежнему выбирают банки, банки благополучно банкротятся, а люди продолжают держать деньги в банках, несмотря ни на что. В российском менталитете банки по-прежнему представляют ту структуру, которой можно доверять. То есть если банкротятся даже банки, то тем более нельзя нести деньги в управляющие компании, ПИФы, в ДУ.

Доверию не способствует и то, что сегодня происходит с пенсионными





фондами. Постоянная неопределенность с точки зрения законодательства подрывает доверие к индустрии коллективных инвестиций в целом.

Не должно быть иллюзий, здесь пойдет долгая позиционная работа. И выманивание денег из депозитов станет возможным, когда доходность по банковским депозитам будет очень низкой. В свете падения уровней инфляции и банковских ставок по депозитам в ближайшие годы, думаю, у нас откроется окно возможностей. Но даже в этом случае нужно, чтобы в течение нескольких лет доходность по тем же бондам, по акциям превышала доходность по банковским депозитам. Чтобы маржа у банков снизилась до уровня, когда их заинтересует возможность продавать инвестиционные продукты.

Рынок меняется, появляются новые возможности дистрибуции, унификации платформ, на которых идет продажа паевых фондов. НРД создает единую платформу продаж, наподобие Fund Settle. Грядут изменения в Налоговом кодексе — ждем не дождемся изменений в приказ 09-7-пзн, чтобы можно было четко определять, от чьего имени (номинального держателя или по брокерскому договору) было внесено поручение. Для нас это огромные возможности, которые необходимо будет использовать в ближайшие годы.

Сложная позиционная борьба по выманиванию денег из депозитов с помощью ИИСов, с помощью удобной дистрибуции — это все еще только будет. Сегодня необходимо думать о сокращении собственных расходов. И здесь регулятор, с одной стороны, нам очень помогает, с другой стороны, то, что сейчас происходит в отчетности, значительно увеличивает расходы всех участников рынка. Надеюсь, рано или поздно это закончится, исчезнут все ошибки, и наш бэк-офис сможет спать спокойно. По моим оценкам, на Западе

штат управляющей компании с объемом активов порядка 5 миллиардов долларов составляет примерно 30 человек. Каждый присутствующий в зале может прикинуть, сколько человек работает у них. По моим оценкам, мы в три раза менее эффективны. Стало быть, в три раза можем сократить свои издержки. Для этого необходимо делать аутсорсинг. Необходимо идти по пути унификации стандартов, шаблонов, протоколов, которыми мы обмениваемся как с регулятором, так и с участниками рынка. Все можно унифицировать и [тем самым] сокращать издержки.

Беспокоит также то, что произошло с ПОД/ФТ. В каждой управляющей компании теперь появилось два сотрудника, которые отвечают за это направление. Но давайте внимательно прочитаем 115-ФЗ и поймем, что на самом деле в управляющей компании нет клиентских операций, как это понимается в 115-ФЗ. Единственная возможность клиентских операций — если люди будут вносить деньги в кассу. Кто из здесь присутствующих в последние годы принимал деньги в кассу от клиентов ДУ или от пайщиков? Мы все отдаем деньги через банки, которые и так являются агентами ПОД/ФТ. Все операции с акциями проходят через регистратора, который отчитывается перед Росфинмониторингом. В таком случае соблюдение норм «отмывочного» законодательства — это избыточное регулирование на управляющие компании. Мы должны объединиться в этом вопросе и доказать Росфинмониторингу, что нам незачем этим заниматься.

Второй вопрос, который сейчас беспокоит, это слепое копирование банковского регулирования. Вышел проект Банка России по поводу создания внутренних аудиторов управляющих компаний. Это зачем нужно? Мы сейчас говорим о снижении требований к капиталу и появлении на рынке новых гибких

игроков, которые смогут построить интересную стратегию. В такой компании, например, будет работать 10–15 человек. Им тоже нужно внутреннего аудитора посадить? Надо уходить от избыточного регулирования, и в этом вопросе мы как индустрия должны объединиться.

Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Владимир, все-таки суммарно издержки, связанные с регулятивной нагрузкой, растут в последнее время или сокращаются?

**Владимир Кириллов.** Пока что растут. **Алексей Тимофеев.** Просто ты начал с того, что поблагодарил регулятора за снижение издержек, а закончил убедительным доказательством их роста. Я не знаю, согласны ли с этим все остальные участники...

*(Голоса из зала.)* Согласны!

**Алексей Тимофеев.** Очень логично сейчас передать слово Екатерине. Спецдепозитарий — не единственный институт, на оказание услуг аутсорсинга которого можно было бы положиться. Но «Инфинитум» очень далеко ушел вперед в этом направлении и может поделиться своими мыслями о снижении издержек управляющих компаний.

**Екатерина Печенкина.** Мы действительно продвинулись в аутсорсинге. Сейчас оказываем услугу по ведению учета паевых инвестиционных фондов, консалтингу функций внутреннего контроля. Реально это все можно делать на базе инфраструктурных институтов — специализированных депозитариев, аудиторских компаний и так далее.

Однако хотелось бы обратить внимание на следующее — отсутствие стандартизации на рынке приводит к тому, что учетно-отчетная деятельность будет очень дорогой в любом случае: и если ее ведет сама управляющая компания, и если она отдана на аутсорсинг.

При введении новых правил расчета СЧА паевого инвестиционного фон-

да на свет появилась масса вариантов. Управляющие компании в этой ситуации проявили безграничные способности к творчеству. Даже аудиторы не предполагали, что справедливую стоимость депозита можно оценивать 28 методами. При этом хочется отметить, что все они правильные.

Следует учесть, что регулятор дал индустрии абсолютную свободу в выборе методов оценки — и в этом был прав. Соответственно, индустрия сама должна определить закрытый перечень вариантов возможных методов оценки и используемых алгоритмов. Здесь большую роль могли бы сыграть саморегулируемые организации. Они начинали эту работу, но она, к сожалению, пока не привела к результату. Сама индустрия должна договориться, что существует закрытый перечень вариантов оценок, алгоритмов, форматов обмена информацией. Только тогда можно будет снизить издержки, как бы ни осуществлялась соответствующая деятельность — или за счет аутсорсинга, или в самих управляющих компаниях. Пока аутсорсер будет реализовывать чьи-то творческие фантазии, он будет очень дорогим и неэффективным для управляющей компании. Любые сокращения издержек возможны только за счет стандартизации, алгоритмизации, единых форматов обмена документами.

Это может и должен сделать рынок — через утверждение стандартов СРО. Скажем так, за счет обязательно-принудительного выполнения членами СРО стандартов, заданных саморегулируемыми организациями. Вот тогда будет снижение издержек и в управляющих компаниях, и в пенсионных фондах. Тогда можно будет говорить о полноценной технологии STP, об обмене формализованными электронными документами, а не 156 вариантах отчета брокера или 30 вариантах оценки депозитов. Про облигации я вообще молчу.

Поэтому наша задача — использовать те возможности, которые дает регулятор, но тем не менее ограничить себя в творчестве с точки зрения документооборота, финансового учета и отчетности.

**Владимир Потапов.** Вы считаете, что издержки — самая большая проблема индустрии? Я так не считаю. Есть за столом хоть одна управляющая компания, которая закончила прошлый год в минусе? Нет такой. Поделите значения зарплат сотрудников на стоимость доллара к рублю, посмотрите, сколько сейчас стоит персонал в нашей индустрии. Мы имеем огромное конкурентное преимущество по стоимости труда по сравнению с другими управляющими компаниями в мире.

Мы говорим, что хотим повысить доверие к индустрии, а с другой стороны, жалуемся, что повышаются регулятивные компоненты. Но если вы хотите заниматься управлением для неквалифицированных инвесторов, будьте добры иметь соответствующую инфраструктуру. Если вы хотите заниматься управлением для квалифицированных инвесторов, то, наверно, можно говорить также об аутсорсинге. Так там и нет вопроса о дорогой дистрибуции. ПИФ дорогой, потому что дистрибуция дорогая, а не потому, что там издержки сумасшедшие с точки зрения администрирования. Будет дистрибуция дешевле — будет и возможность сделать ПИФ дешевле.

Правильно Владимир сказал, что банки требуют плату за продажу этого продукта. Потому что продукт сам по себе пока не является конкурентным. Разве фонд для квалинвесторов с новыми правилами является конкурентным?

Мне кажется, не надо акцентировать внимание на той проблеме, которая не является ключевой для развития индустрии. Если мы говорим про институт, скажем так, маленьких бутиковых управляющих компаний, так и нужно тогда заниматься управлением для квалифи-



цированных инвесторов. Я абсолютно за то, чтобы квалинвесторов можно было передавать на аутсорсинг. А вот управление для неквалифицированных инвесторов — совсем другая история.

Доходность, безусловно, важна, но не надо сравнивать яблоки с апельсинами. Давайте тогда скажем, что есть один бенчмарк — инфляция. Отлично. Если бенчмарк — инфляция, то уже есть прекрасные инструменты. Есть ОФЗ с привязкой к инфляции, есть невероятное количество выпусков бумаг с неплохой маржой, которые привязаны к инфляции. Поставьте управляющим инфляцию в качестве бенчмарка — и поверьте мне, мы ее обгоним. Посчитайте, что произошло за пять лет со значением ВВП в валюте и сравните эти цифры с поведением рынка акций.

Можно взять другую статистику. Рынок облигаций на долгосрочном периоде опережает депозиты. Я уже не говорю про инвестирование на долгосрочном периоде в акции.

Если мы всегда будем говорить, что управляющий, который инвестирует в акции, должен гарантировать как минимум превышение доходности над инфляцией, то уж точно далеко не уйдем. Если мы начнем обучать клиентов, что в их портфеле должны быть ликвидные средства, недвижимость, акции, сырье, что корзина должна быть диверсифицированной, это отлично. Поэтому и нужно двигаться в сторону образования инвестора. Странно говорить, что у нас есть единый бенчмарк в виде инфляции. Давайте посмотрим на людей, которые купили акции в 1999 году. Если они в них досидели, то сейчас имеют в пять–шесть раз больше относительно их стоимости.

**Владимир Кириллов.** Володя, ты все-таки исходишь из того, что у вас крупная управляющая компания, и возможен другой подход к издержкам. Поверь мне, что у компании с активами до 100 мил-

лиардов, которая начинает работать с розничным бизнесом, издержки на бэк-офис вырастают многократно. Там будет сидеть стадион сотрудников, обслуживающий сто тысяч пайщиков. Ни у кого, конечно, пока близко такой возможности не было, но если она появится, будет просто стадион персонала. Это никому не нужно. Мы должны подумать, как этого избежать.

Кстати, по поводу количества управляющих. Мы знаем, например, компанию Prosperity capital. Это западная компания, управляющая российскими акциями. В их штате состоит восемь человек — пять аналитиков, трое управляющих. Не обязательно иметь большое количество людей на небольшом российском рынке.

Хотелось бы, чтобы в обсуждениях не забылось, что мы говорим не только про аутсорсинг внутреннего учета. Сам аутсорсинг внутреннего учета мало что даст управляющим компаниям. Мы говорим про аутсорсинг в более широком смысле: внутренний учет, налоговый учет, бухгалтерский учет. Про возможность передать на аутсорсинг эти зоны, если компания хочет. Но чтобы спецдеп, который забирает эти функции, подписывал отчетность и несет ответственность.

Сегодня мы точно так же несем ответственность за брокеров, банки, и при этом они сами подписывают отчетность, у них есть собственное регулирование. Пусть точно так же это происходит и здесь — УК выбрала спецдеп, убедилась в том, что у них есть принцип четырех глаз, после этого спецдеп полностью отвечают за функцию, которую управляющие полностью им отдали.

Тогда мы как управляющие в первую очередь сосредоточимся на качестве инвестиционного управления, на создании новых продуктов. Это будет выгодно для рынка, для регулятора, потому что можно будет сократить издержки, соз-

дать новые рабочие места, — новый, по сути, бизнес.

**Алексей Тимофеев.** Мне кажется, нет спора. На место двух специалистов ПОД/ФТ можно нанять еще одного аналитика.

Хочу передать слово Филиппу Габуня, которого все сидящие здесь меньше, чем кого бы то ни было еще, могут упрекнуть в дополнительных издержках на индустрию.

Я услышал обеспокоенность вот чем. Мы видим противоречивый сигнал со стороны Центрального банка. Одни департаменты занимаются упрощением и либерализацией инвестиционной деятельности. А другие департаменты создают дополнительные требования, которые в значительной степени компенсируют заслуги и достижения первых. Нам надо, чтобы Центральный банк продемонстрировал видение, как будет выглядеть та или иная индустрия с институциональной точки зрения. Тогда мы бы видели, случайно или неслучайно то, что делается департаментом коллективных инвестиций, случайно или неслучайно другие департаменты возлагают все большие и большие требования на финансовые институты. И где граница, где это закончится. Если бы мы это видели, то, может быть, беспокоились бы меньше и лучше понимали, как организовать бизнес в долгосрочной перспективе.

Все сказанное в очень небольшой степени касается Филиппа. Могу подтвердить, что мы работаем в очень тесном контакте сразу по нескольким ключевым для индустрии направлениям.

Будут снижаться требования к собственным средствам; требования к составу и структуре активов — все это дело департамента, который возглавляет Филипп.

**Филипп Габуня.** Спасибо на добром слове. Мы, безусловно, за то, чтобы убрать издержки, которые не добавляют ничего ни клиенту, ни рынку. Но я,

например, убежден, что если участник рынка предлагает услугу доверительного управления, то должен быть в состоянии ее оказать. Поэтому я не исключаю, что требования к наличию качественно подготовленного персонала, к наличию соответствующей аналитики (не в штуках, а к качеству) будут возрастать.

Один из элементов доверия к рынку со стороны потребителя — это отсутствие недобросовестных практик и участников, которые под видом доверительного управления занимаются непонятно чем. Есть случаи, когда клиент приходит положить 6 миллионов рублей на депозит, а ему втюхивают позицию «поторговать», и он потом оказывается должен 15 миллионов. Вот этого быть не должно. Это разрушает. В этой части я буду поддерживать решения, при которых издержки будут возрастать, в том числе возможность репортинга.

Теперь о ПОД/ФТ. Тема очень сложная. Я бы не сказал на 100%, что управляющая компания не может быть (и по факту не бывает) замешана в каких-то историях, связанных с выводом активов, с легализацией доходов, полученных преступным путем, или еще чем-то подобным. Но это не значит, что не надо оптимизировать нагрузку, если это возможно. Коллеги, которые этим занимаются [в других департаментах ЦБ], идут навстречу. В части идентификации все равно какие-то движения произошли. Я уверен, что эту дискуссию можно открывать, и действительно [на направлении ПОД/ФТ] нужны не два человека, а «полчеловека». Это можно обсуждать, и в этом смысле Банк России всегда открыт.

Мы всегда общаемся с профучастниками и СРО на предмет того, чтобы они показывали, где возникают лишние издержки.

Что касается аутсорсинга и креативного подхода, то мне кажется, здесь действительно индустрии надо самой





определился. Единственно, думаю, есть смысл посмотреть, как кастоди живут за границей, где все давно сидят на IFRS. Я не слышал, чтобы у них были общие стандарты. Может быть, это происходит за счет масштаба рынка, но как-то там без стандартизации работают.

О передаче на аутсорсинг с ответственностью. Мне кажется, здесь отечественным игрокам не совсем корректно сравнивать свою практику с западной по двум причинам. Если мы берем Соединенные Штаты, там все-таки фонд — это акционерный фонд. Есть администратор фонда, который несет ответственность перед акционером (в нашем случае пайщиком). Все обязанности по расчету СЧА (в нашем случае по предоставлению отчетности для раскрытия информации) в отношении этого пайщика лежат на нем. Управляющий имеет возможность заниматься только и исключительно эссет-менеджментом. Но тем не менее во всех американских практиках ответственность несет тот, кто работает с клиентами. На этой позиции я буду стоять жестко. Потому что ставлю себя на место пайщика и не хочу оказаться в ситуации, когда я купил пай конкретного ПИФа, а потом для него неправильно посчитали СЧА, и управляющий говорит мне, что это не его проблемы. Это доверия к рынку не создаст.

Вместе с тем, как я понимаю, регуляторно сейчас нет проблемы передачи на аутсорсинг определенных функций. В том числе сокращения бэк-офиса по части именно отчетности ПИФов. Остается проблема бухучета и налоговая. К сожалению, обе эти зоны выходят за пределы [компетенций] ЦБ. Бухучет по ПИФ вообще не ведется, это касается только собственных средств управляющих компаний. По поводу налогового учета мы готовы вместе с индустрией пообщаться с налоговыми органами, чтобы получить возможность как-то

передавать налоговый учет [на аутсорсинг]. Но и здесь не очень понимаю, как можно свою ответственность скинуть куда-то набок.

Ключевая задача, которую себе ставил регулятор, — перестать думать за индустрию. Скорее, мы должны следить за тем, чтобы участник оказывал качественные услуги и был в состоянии их оказывать. А если он не в состоянии их оказывать, то его просто не должно быть на рынке. И мы должны перестать ограничивать возможности управляющих на предоставление услуг.

К чему мы сейчас пришли? С 1 января вступили в силу новые требования к СЧА. Было много страхов, что предоставленные им свободы чрезмерны. Но вроде мир не рухнул. Я считаю, что если каждый участник имеет возможность правильно взаимодействовать с клиентом, то это замечательно.

Сейчас мы заканчиваем обсуждение положения о составе и структуре активов. И хотя концепция документа изначально была всем понятна, обсуждение заняло почти год. Сейчас остались только технические правки.

К чему мы приходим? Раньше все категории активов были поименованы в нормативном акте, и если кто-то хотел придумать новое, надо было бы каждый раз править акт, а затем идти в Минюст с регистрацией. Сейчас мы надеемся, что останется три категории активов: финансовые инструменты, недвижимость и комбинация первых двух. Комбинированный фонд предназначен только для квалифицированных инвесторов. Инвестиции в фонды недвижимости различаются для квалов и неквалов. Для неквалов есть определенные ограничения — [разрешена как объект инвестиций] жилая недвижимость, завершенная коммерческая недвижимость, есть минимальный лимит по стоимости пая и требования к оценщику. Фонды финансовых инструментов также раз-

делены на фонды для квалов и неквалов. Квалифицированному инвестору разрешены любые финансовые инструменты. Неквалифицированному — только торгуемые на бирже, с набором концентрационных ограничений.

Также ЦБ вводит требования по 5%-ной «подушке» ликвидности, которая должна держаться в открытом фонде и в ликвидных инструментах. Сумма «подушки» может возрасти в зависимости от поведения рынка, ее следует поддерживать на одном уровне. Я знаю, что эта тема вызывала обеспокоенность отрасли. Но иного решения на данном этапе мы предложить не можем. В западной практике регулятор оценивает политику ликвидности участника, и, исходя из этой оценки, разрешает заключать определенные операции. Не знаю, готовы ли вы оказать такое доверие российскому регулятору. Но даже если вы готовы, то пока не готов брать на себя такую ответственность Центральный банк. Акт содержит некоторое количество ограничений. Несмотря на это, нам кажется, что документ дает участнику очень большое количество возможностей предлагать и неквалифицированному, и квалифицированному инвестору удобный набор продуктов.

Мы постараемся быстро акт принять и направить его в Министерство юстиции для регистрации.

Изначально наше управление видело перед собой четыре очень серьезные темы. Первая — новый порядок расчета стоимости СЧА. Сейчас эта задача уже решена. (Кроме спецдепов, никто не пострадал.)

О втором акте я только что говорил.

Следующий в очереди — это пресловутый 09-45, который ограничивает риски. Так как мы закончили дискуссию по составу и структуре активов, то в ближайшее время выйдем с концепцией. Пока не могу раскрыть всех деталей, но скажу, что мы движемся в сторону очень

простого регулирования, которое будет сводиться к ограничению уровня плеча.

Последняя большая тема — это типовые правила доверительного управления и все, что с ними связано. В отношении всего сказанного раньше у нас есть понимание, что зарегулированность очевидна, и от нее нужно уходить. В случае с типовыми правилами не все так просто. Требования, безусловно, должны быть. Дискуссия ведется на тему, должны ли существовать именно типовые правила. В отношении квалифицированных инвесторов мы склоняемся к тому, что можно ограничиться определенным набором требований. В отношении неквалифицированных инвесторов все сложнее. Есть соображение, что часть этих вопросов следует обсуждать с рынком.

Если мы пройдем оставшиеся итерации, то все возможности для развития, о которых сегодня упоминалось, у управляющих появятся. Будет относительно низкая инфляция, снизятся ставки по депозитам, это совпадет с движением капиталов в сторону Российской Федерации, и сюда же добавится правильное регуляторное поле. И я верю, что индустрия выстрелит. Сегодняшняя дискуссия внушает мне большой оптимизм.

**Алексей Тимофеев.** На последней встрече в Центральном банке, которая была посвящена составу и структуре активов паевых инвестиционных фондов, Владимир Чистюхин призывал нас читать этот нормативный документ нашим общим. Легко с этим соглашусь, потому что глубина консультаций, которые мы вели по этому документу (да и по поводу правил расчета собственных средств), была настолько велика, что мы тоже считаем эти документы общими с Центральным банком.

Что касается типовых правил, больше используйте СРО. Давайте поручим это саморегулируемым организациям. Мы

готовы это сделать на уровне наших стандартов.

Отличная новость — возможность отказа от регистрации правил паевых инвестиционных фондов, предназначенных для квалифицированных инвесторов. Это здорово упрощает жизнь этой части индустрии.

Уважаемые коллеги, хотел бы предложить отреагировать на выступление Филиппа.

**Ирина Кривошеева.** Не думаю, что регулятор сильно нуждается в нашей поддержке, потому что озвучены четкие позиции, и регулятор им следует. Последние годы нашу индустрию отличает открытый диалог.

В контексте типовых правил хотела бы сказать, что действительно отдельные игроки готовы к тому, чтобы были перспективы эмиссий. И это нужно, потому что нам нужна динамика в контексте происходящих технологических новаций. В оплате паев появляется эквайринг. Но мы не можем указать карточку клиента в заявке, которая является приложением к правилам, потому что должны указать расчетный счет со всеми ИНН и БИК. Не можем двинуться в сторону эквайринга по продаже паевых инвестиционных фондов в онлайн только из-за этого. Здесь хотелось бы попросить о большей гибкости по отношению к клиентам.

Спасибо.

**Владимир Потапов.** У меня буквально сорвали с языка слово «диалог». То, что мы видим последнее время, является огромным шагом вперед. Регулятор понимает, что нужно индустрии и как сделать ее конкурентоспособной и интересной не только внутри страны. Сейчас регулятор делает шаги в абсолютно правильном направлении.

И еще. Когда что-то задевает, об этом надо говорить. Был приведен пример одной уважаемой компании, в которой работает всего лишь восемь сотрудни-

ков. Однако эта уважаемая компания имеет монопродукт и моноклиента. Они управляют только акциями и только квалифицированных западных инвесторов. Я с трудом представляю у них широкую линейку продуктов. Мы же управляем акциями, облигациями, венчурными фондами, недвижимостью, структурными продуктами, землями. Давайте мы уж сами определимся, моноигрока строим — или нет.

Мы много работаем с международным рынком. В своей практике я не видел дешевых управляющих компаний, которые имеют возможность продавать ритейл-продукты европейским ритейл-инвесторам. Более того, были попытки создания и нашими управляющими компаниями таких историй. Дешевых не бывает! На западных рынках тоже есть регулирование, там есть персональная ответственность директоров вплоть до уголовной, там есть дорожные страховки для этих директоров.

А в целом — классный форум! НАУФОР и всем участникам огромное спасибо за возможность собраться и поговорить о проблемах. И большое спасибо регулятору.

**Алексей Тимофеев.** Лучше, чем это сделал Владимир, я даже как модератор не смог бы сделать. Разрешите от имени участников поблагодарить спикеров, а от имени тех, кто выступал — публику за внимание. Спасибо вам большое. □