

# Рецепты здоровых финансов

**В РАМКАХ X ЕЖЕГОДНОЙ УРАЛЬСКОЙ КОНФЕРЕНЦИИ НАУФОР СОСТОЯЛАСЬ ПЛЕНАРНАЯ ПАНЕЛЬНАЯ ДИСКУССИЯ «РЕГУЛИРОВАНИЕ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ»**

Участники обсудили текущие изменения регулирования (в том числе, переход к принципу пропорциональности) и реакцию рынка на эти перемены; высказались относительно возможного изменения функций финансовых посредников. Также обсуждались границы необходимой защиты инвестора и тема маркетмейкинга на рынке облигаций.

Участники: Владислав Кочетков, президент, председатель Правления ИХ «ФИНАМ»; Роман Лохов, главный исполнительный директор БКС Глобал Маркетс; Сергей Лукьянов, директор инвестиционного департамента ВТБ 24 (ПАО); Валерий Лях, директор департамента противодействия недобросовестным практикам поведения на открытом рынке Банка России; Юрий Минцев, генеральный директор российского брокерского бизнеса АО «Открытие Брокер»; Лариса Селютина, директор департамента рынка ценных бумаг и товарного рынка Банка России; Андрей Шеметов, руководитель департамента глобальных рынков, управляющий директор ЗАО «Сбербанк КИБ».

Модератор — Роман Горюнов, президент НП РТС.

**Роман Горюнов.** Коллеги, мы начинаем сессию «Регулирование профессиональных участников рынка ценных бумаг». Собственно говоря, у нас

здесь присутствует очень представительная компания спикеров, в которой имеются как регуляторы, так и те, кого они регулируют. Я так понимаю, что присутствующие здесь представляют топ-6 ведущих компаний российского фондового рынка. Вот и послушаем, чего бы они хотели от регулятора, а от сотрудников Банка России — как они собираются регулировать рынок.

Я сейчас немного злоупотреблю правом модератора и скажу пару слов по мотивам первой сессии: о том, какие мысли навеяло сказанное там, что наболело. В частности, там имела место полемика по поводу цифр [характеризующих состояние российского рынка]. С моей точки зрения, полемика такого рода должна основываться на понимании, что отечественный рынок ценных бумаг находится в ситуации очень жесткой конкуренции — и это зависит не от количества продуктов на российском рынке, а от мировых событий, от других продук-



тов, других финансовых рынков. В частности, если мы говорим про Россию, то одним из элементов нашего рынка являются американские бумаги. С этой точки зрения тот факт, что индекс S&P-500 вырос за последний год на 20%, мы тоже можем считать достижением российского финансового рынка. На площадке «Санкт-Петербургская биржа» сейчас присутствуют 422 бумаги из индекса «Стандарт Пулз», точнее, присутствует весь индекс, но торгуется 422 бумаги.

Во-вторых, мне кажется, что несколько переоценена необходимость активного повышения финансовой

грамотности российских граждан. У нас вполне грамотное население, которое выбирает наиболее выгодные продукты. Банковский депозит люди выбирают не потому, что ничего не понимают в финансах, а потому, что объективно депозиты еще совсем недавно были выгоднее. Сейчас ситуация меняется, но меняется и акцент на продукты у населения. В августе сайты международных криптобирж посетили три миллиона россиян. Это показывает, что у нас абсолютно не безграмотное население. К сожалению, и эти три миллиона — тоже люди, за которых [профучастникам российского рынка] надо бороться.

Сейчас я предлагаю Ларисе Константиновне выступить с небольшой презентацией, а потом мы побеседуем с коллегами о самом волнительном.

**Лариса Селюгина.** Здравствуйте, коллеги. Начнем традиционно. Мы здесь встречались год назад. Вы тогда говорили, что последние два года шло резкое сокращение профучастников. А я — обещала, что тренд замедлится. Давайте же посмотрим теперь, что изменилось. Динамика ухода профучастников с рынка действительно существенно замедлилась: за 9 месяцев 2017 года ушло 63 участника. За этот же период в прошлом году ушло 164



организации. Помимо замедления, изменились основания ухода. Если еще в третьем квартале 2016 года основу составлял уход за нарушения, то сейчас нарушения — это единичные случаи. Во втором квартале по причине нарушений ушли три компании, в третьем квартале — четыре. Основная причина — отзыв банковской лицензии, поскольку продолжается очищение и оздоровление финансового рынка.

Как и планировал регулятор, в прошлом году были удалены с рынка профучастники, которые занимались недобросовестными практиками. Мы считаем, что это вполне оздоровило отрасль и при этом никак не повлияло на деловую активность. Как уже говорилось, на фоне сокращения количества профучастников увеличиваются обороты.

Например, резко увеличилось количество оборотов по доверительному управлению. Самые свежие цифры говорят именно об этом: произошел рост оборота с 78 млрд рублей до 459 млрд. Даже не знаю почему: может, кто-то из присутствующих прокомментирует этот факт. Причем обороты увеличились и в брокеридже, и в доверительном управлении; среди небанков и даже среди банков.

Банк России, конечно, будет проверять цифры. Но все-таки похоже, что намечается тренд. Теперь регулятора беспокоит, что клиент пошел, но появилась задача его удержать. Поэтому я и смотрю на результаты доверительного управления. Видимо, в этот сегмент стали переходить клиенты банков, у них сократилась доходность по депозитам. Будем теперь смотреть, что там [в доверительном управлении] за инструменты, насколько они безопасны.

Регулятор должен анализировать эти процессы вместе с профучастниками, потому что мы уже сталкивались на рынке с фактом, когда клиентам в рамках ДУ предлагают стандартные инструменты, причем иногда это облигации

компаний той же группы [в которую входит УК]. Это несет определенные риски. Мы должны позаботиться об этом, поэтому регулирование продолжает совершенствоваться.

В этом году приняты новые правила ведения внутреннего учета. Вы уже, наверное, опробовали, как они работают на практике. Сейчас приходит большое количество запросов по этой теме, особенно от банков: потому что существенно расширился предмет отражения операций банков и клиентов во внутреннем учете.

Указание № 4373-У «О требованиях к собственным средствам профессиональных участников рынка ценных бумаг» вступило в силу еще в середине года 2017 года.

Нормативный акт о требованиях к системе управления рисками профучастника находится на регистрации в Минюсте. В законе требование об управлении рисками давно существовало, а сейчас мы выпускаем соответствующий нормативный акт. После того, как он будет принят, мы начнем проверять, каким образом у профучастников функционирует система управления рисками. Акт мне по нраву, он больше о принципах, чем о требованиях. Именно на этом акте регулятор опробует систему мотивированного суждения — вместе с профучастниками и СРО.

Именно через управление рисками регулятор будет оценивать, как выстраиваются взаимоотношения компании с клиентами.

Следует ориентироваться на два норматива: показатель краткосрочной ликвидности и показатель достаточности капитала. Первый норматив уже вступил в силу, профучастники уже начали делать расчеты показателей краткосрочной ликвидности. Второй норматив утвержден комитетом финансового надзора и готовится к рассмотрению на совете директоров Банка России. Требования к заключению сделок с непокрытой позицией — любимая мар-

жинальная торговля — уже приняты в нашем департаменте.

Все сложные акты разрабатываются в рабочих группах Банка России вместе с участниками рынка. Мы открыты к диалогу. Такие сложные акты, как регулирование требований к маржинальной торговле, уже практически находятся на финальной стадии согласования. Александр Арефьев может подробнее рассказать об этом на круглом столе.

Внедрение XBRL уже упоминали. Я так понимаю, что этому вопросу будет посвящена здесь отдельная сессия, там можно будет все обсудить в деталях.

Несколько слов о пропорциональном регулировании. Банк России действительно разработал критерии категоризации, чтобы закрепить статус участников. Мы выбрали самые простые критерии — с тем расчетом, чтобы компании могли сами себя оценить. Приведу данные о том, как на сегодняшний день распределились профучастники по количеству клиентов. Общим итогом [на российском фондовом рынке присутствует] 44 крупных профучастника, 135 средних и 463 малых компании. Если говорить о том, для чего это сделано [категоризация]. Регулятор действительно сейчас пытается завести ее на уровень нормативного акта. Мы не можем просто так взять и определить категорию участника рынка. Чтобы делать пропорциональное регулирование, нужно закрепить [категоризацию] по конкретным параметрам. Сейчас мы попробуем сделать это в нормативном акте по лицензионным требованиям. Он тоже согласован и, надеюсь, пройдет экспертизу минюста, чтобы дальше мы могли все положения опробовать на практике.

На первом этапе, как мы уже обсуждали с рабочей группой, аудит будет вводиться только для крупных компаний. Для депозитариев мы постараемся снизить требования по минимальному количеству работников; для регистраторов — отменить требование по совету директоров, снизить норматив регио-

нального присутствия. Соответственно, в зоне управления рисками определенные требования (например, требования к стресс-тестированию) будут вводиться тоже только для крупных участников; требование по предоставлению отчетности мы планируем сделать дифференцированным.

И дальше будем вводить пропорциональное регулирование, а также осваивать подходы к пропорционально ориентированному риск-надзору. В чем заключается такой риск-надзор. Регулятор, исходя из анализа отчетности, подразделяет участников на 4 зоны, определяет их риск-профиль. Далее, в зависимости от зоны, планируется интенсивность надзора. Например, малые компании находятся в желтой и зеленой зоне; это означает, что они могут вообще обойтись без инспекционных проверок. Запланировано, что инспекционные проверки будут проводиться только для крупных компаний. Если компания не замечена ни в каких плохих практиках, то может спокойно развивать свой бизнес. Конечно, если она станет крупной, то надзор увеличится — потому что клиентов много, а ответственность общая [у регулятора и рынка].

Определены четыре режима надзора: зеленый, желтый, оранжевый и красный. Зеленый и желтый — это спокойные режимы. Желтый режим возникает, если у профучастника реализовался надзорный факт, тогда регулятор проводит дистанционную проверку.

Дистанционные методы проверки в Центральном банке тоже развиваются. Если говорить уже о режиме номер три, то здесь возможно применение таких мер, например, как приостановление деятельности или иные жесткие меры. Эти меры вменяются уже за серьезные нарушения, но они еще не означают уход с рынка. Если будут применены меры по финансовому оздоровлению, то это все может укладываться в третий режим надзора, оранжевый.





Четвертый режим, красный, — это когда прекращается доступ участника на рынок. Свою деятельность мы также стремимся сделать максимально прозрачной и готовы вести с профучастниками диалог о причинах попадания в тот или иной режим надзора.

Далее, кое-что изменилось в плане распределения профучастников. Сократилось присутствие регулятора в регионах: создано три хаба и происходит распределение поднадзорных организаций по этим хабам. Например, объединились Сибирь, Дальний Восток и Урал. Теперь представительство регулятора будет находиться только в Екатеринбурге и охватывать его работа будет большую часть России. Южный и Северо-Западный главки объединились с Волго-Вятским, соответствующее представительство будет находиться в Нижнем Новгороде. По ЦФО ничего особо не изменилось.

Если говорить о том, как теперь изменятся взаимоотношения между профучастниками, работающими в Сибири и на Дальнем Востоке: взаимодействие с регулятором будет происходить через местные отделения.

Ну и СРО. Это новая сущность в регулировании и надзоре, это то, что произошло в последнее время. Мы, по крайней мере, уже понимаем, какое место занимают саморегулируемые организации в общем регулировании. Во-первых, они стали поднадзорными Банка России, мы будем осуществлять за ними надзор по общим стандартам. С другой стороны, они являются надзорными органами за своими членами с точки зрения соблюдения законодательства и внутренних отраслевых стандартов. Они остаются мощным рычагом регулирования и развития рынка.

Если говорить о регулировании профучастников, СРО участвуют в разработках всех концепций и нормативных актов Банка России. Им надо отдать должное. Они и аккумулируют специ-

алистов с рынка, и являются инициаторами поправок.

Я бы хотела еще большего развития. Например, когда регулятор принимает новый нормативный акт, у профучастников сразу возникает множество вопросов. Вы хаотично ими забрасываете регулятора, а ведь вопросы практически типовые. Я хочу отработать в следующем году процедуру, в соответствии с которой эти вопросы направлялись бы в СРО. Это позволит профучастникам больше взаимодействовать и разбираться с проблемами. Базовые стандарты мы до конца года примем.

Работа идет достаточно тяжело, поскольку вы иногда сопротивляетесь возникшим тенденциям. У меня все. **Роман Горюнов.** Спасибо, Лариса Константиновна. Мне кажется, что в результате создания мегарегулятора у нас появился умный, богатый, всесильный регулятор. И это очень положительно, поскольку новые инициативы опережают готовность рынка их принять, но некоторые хотелось бы форсировать, тем не менее. Эту тему здесь сложно обсуждать. Сейчас бы я хотел адресовать коллегам вопрос: что вообще происходит стратегически в индустрии? Мы видим, что в жизни происходит многое: радикально меняется функция посредников, управляющие компании выходят напрямую на биржу, финтех тоже многое меняет. Актуально ли продолжение дискуссии о разделении видов финансовой деятельности — или стоит задуматься, что вскоре уже возникнет некий единый финансовый посредник? И тогда наша сегодняшняя дискуссия не имеет смысла в принципе.

Можно ли получить какую-нибудь оценку от индустрии по поводу сказанного? Что думает по этому поводу инвестиционный департамент «Сбербанка», например? Чувствует ли он себя участником финансового рынка — или вообще уже конкурирует с какими-то иными индустриями, нефинансовыми?

**Владислав Кочетков.** В моем представлении «Сбербанк» — это некоторый параллельный рынок. Он, конечно, присутствует на бирже — но постольку-поскольку. Меня вот как раз Московская биржа беспокоит, которая все активнее конкурирует с брокерами за клиентов, — в частности, за корпоративных клиентов. И я так понимаю, биржа идет к тому, что брокер как прослойка не очень-то ей нужен, ведь она и сама все умеет. У биржи есть сейлзы, у биржи есть маркетплейсы. А брокерам она клиентов может отдавать просто по доброте своей. Брокерам в связи с этим тоже приходится меняться, из посредника они превращаются в генератор сервисов. Например, автоследование — это именно сервис. Который не умеет делать биржа и не хочет делать «Сбербанк». А брокер такой сервис дает и будет давать. Чтобы конкурировать с родной биржей, брокер должен быть быстрее, умнее и технологичнее. Вот в эту сторону мы и движемся.

**Роман Горюнов.** То есть, для вас конкурент — это Московская биржа? Вас не устраивает роль финансового советника? **Владислав Кочетков.** Финансовый советник — это маленькая ниша на самом деле.

**Роман Горюнов.** Имеется в виду финансовый советник с множественными функциями.

**Владислав Кочетков.** Ну это если имеется в виду такой финансовый советник, который еще маржиналку дает клиенту, который позволяет совершать сделки на какие-то наносекунды быстрее, работать не только на Московской бирже, но и на других торговых площадках — в городе Лондон, в городе Нью-Йорк... а также в одной компании, расположенной на Долгоруковской улице в Москве. Брокер — это не просто генератор сервисов. Он должен давать выход не на одну биржу.

**Роман Горюнов.** Ну понятно. Роман Юрьевич, теперь вы.

**Роман Лохов.** Скажу не частные вещи, а глобальные. Естественно, изменения на рынке происходят — и весьма интенсивно в последние пять лет. И налицо большая тенденция, выражающаяся в том, что любой инвестиционный бизнес вынужден все больше усиливать IT-компоненту.

Глобально изменяются способы входа на рынок, способы принятия решений. Люди становятся частью сетей: социальных, телефонных, банковских цифровых сетей. Это означает, что в принципе поменяется сама сфера инвестиционных и финансовых услуг. Поэтому любой инвестбанк, который смотрит хотя бы на пять лет вперед, начал интенсивно внедрять финтех уже года три назад. Блоки, о которых говоришь ты, — эссет-менеджмент, дилерство, инвестбанкинг и так далее — они останутся. Это просто разграничение сфер. Поменяется архитектура рынка.

**Роман Горюнов.** Ну вот был «Финополис». И в рамках пленарной сессии выступали коллеги. Сначала выступал Михаил Осеевский [президент компании «Ростелеком»], он сказал: «У меня хорошая новость для всех: Ростелеком не стал банком». Дальше выступал Олег Тиньков, он сказал: «У меня плохая новость: банк «Тинькофф» решил быть телекомом». Там не было Германа Оскаровича, поэтому я спрошу у Андрея Шеметова: а какие новости у «Сбербанка»? Пусть «Сбербанк» нам всем расскажет, кем он будет через пять лет. А дальше в этом контексте хотелось бы от брокеров услышать соответствующие новости. Вот Влад Кочетков потихонечку биржей становится, а Московская биржа — брокером. Андрей, давай с тебя начнем. Что будет с инвестиционным блоком «Сбербанка»?

**Андрей Шеметов.** Мы сейчас будем утверждать стратегию на 2020 год, 2025 — это уже далеко, планировать на пять лет сложно. Я понимаю Московскую биржу. Сейчас все хотят быть маркетплейсом, таков тренд. На





мобильном телефоне не может быть установлено 20-30 финансовых приложений, это все понимают. Может быть только 2-3 приложения (финансовых), большего количества человек не выдержит. Понятно, что он будет пользоваться тем предложением, которое обеспечит ему максимально удобный сервис по всем сегментам. Платежный, расчетный, брокерский, еще какой-то сервис — любой.

Очевидно, что будет сформировано 2-3 маркетплейса. Это защитная стратегия. Поэтому, если Московская биржа не будет делать собственный маркетплейс, то клиенту станет неинтересно [на ней работать]. Соответственно, для нас задача проста — стать маркетплейсом, дать удобные сервисы, чтобы клиент мог через «Сбербанк» делать все, что ему интересно. Это довольно сложно, потому что нужно интегрировать довольно много систем. А мы видим, что даже Сеть уже не так привлекательна для людей, все уходит в мобильные приложения. Наша конечная цель состоит в том, чтобы в мобильном приложении «Сбербанка» клиент мог сделать все. В том числе, по части брокериджа. Инвестиционный блок видит себя частью всего этого, всей единой системы. Вот это наша конечная цель.

С точки зрения клиентской базы наша задача — за три года привлечь миллион клиентов, но опять же на рынке есть место всем. Наша задача — все же в первую очередь стандартизировать сервис. Но есть грустная новость. Индустрия не умеет и никогда не работала с ритейлом, с массовым клиентом.

**Роман Горюнов.** Я как раз к этому хотел перейти. Но сначала хотел у Сергея спросить. Он вчера единственный из присутствующих был на конференции по криптоиндустрии, а там суть выступлений и послыла со стороны общества заключалась в следующем. Там говорилось так: «Реально посредники

надоели, поскольку никакого дополнительного value они не приносят, создают дополнительные косты, забирают маржу. В принципе они не нужны и если бы не регулятивное ограничение, то мы сами могли бы дойти до своих потребителей»

Так что сидим мы тут, все из себя прекрасные, а нам говорят, что мы не нужны. Давайте сформулируем, для чего мы все-таки нужны.

**Сергей Лукьянов.** Начну с ответа на предыдущий вопрос. Вопрос был, что происходит. Согласно закону о регуляторе, он (хотим ли мы этого или нет) наделен правом и даже обязанностью развивать рынок. Соответственно, регулятор выполняет свои обязанности и рынок развивается.

Первый консультативный доклад Банка России вышел несколько лет назад. Это была новая форма разговора регулятора с рынком, новый посыл и виденье. Согласно этому послылу, вся индустрия начала меняться. Сейчас фактически происходит смена модели. Вся индустрия так или иначе подстраивается под новое виденье (речь идет не только о биржевой деятельности, есть и другие рынки); индустрия сейчас поворачивается лицом к клиентам. Будучи вынуждена соответствовать новым требованиям регулятора — и это, в общем-то, ключевое.

Я согласен с коллегами, госбанки еще фактически не вышли на рынок ритейла. Поэтому новые подходы, маркетплейсы и работа со своей действующей клиентской базой — это и есть наша задача. То есть, надо дать людям востребованные сервисы, как сказал Владислав, и стать удобным, надежным и олицетворяющим текущие рыночные тенденции. Я не согласен с оценкой, что наша индустрия не нужна. Дело в том, что тенденции на рынке менялись, но всегда шла эволюция. Нужна была публичная торговая площадка — появилась биржа. Помимо того, была нужда в появлении регулятора, посредников — и это тоже были

этапы эволюции. Если вдруг теперь эволюция повернет так, что посредники станут не нужны, то мы отомрем и перейдем в другие рода деятельности. Но сама деятельность никуда не денется.

Регулятор и посредники — это фактически эволюционные наработки. В России сейчас довольно много людей увлечено криптовалютами, но достаточно тяжело поставить им текущее предложение, не все этого хотят и не всем это нужно. Это просто волна очередного увлечения, все это мы уже проходили. Но если новые технологии появились, то индустрия начинает их использовать.

**Роман Горюнов.** Спасибо. Хотелось бы, чтобы мы были нужны клиентам именно как индустрия, а не только благодаря регулятивным моментам. Чтобы мы создавали необходимые сервисы.

Давайте теперь перейдем к практической дискуссии вокруг частных инвесторов, их квалификации и т.д. Меня в этой связи волнуют два вопроса. Первый — где грань между доступностью и защитой инвесторов? Второй — должны ли мы вообще защищать инвесторов от самих себя, должны ли мы жестко им что-то запрещать? Юра, давай с тебя начнем.

**Юрий Минцев.** По поводу квалифицированных-неквалифицированных инвесторов у меня ощущение, что мы опять пытаемся изобрести велосипед. MIFID-1 — это прекрасная история, а вот вводить MIFID-2 в России еще рановато. Все изобретено, все правильно сделано. Я бы не пытался тут опять начинать разговоры про новый путь. Та степень защиты, которая прописана, вполне адекватна. На Западе финансовый рынок существует сотни лет, люди там намного чаще наступали на грабли. Давайте просто повторять западные best practice — и все.

**Роман Горюнов.** Есть другое мнение?  
**Владислав Кочетков.** Тут сложная ситуация. Как сотрудник компании-про-

фучастника я согласен, но как человек... Получается, что наркотики употреблять нельзя, но можно водку. Если бы мы жили в идеальном мире, то это отлично работало. Но ведь такого мира нет. Поэтому некие здоровые ограничения обязательно должны быть на уровне продаж.

**Роман Горюнов.** Надо ли одновременно контролировать и тех, и тех инвесторов?

**Владислав Кочетков.** Это некая симметричная практика.

**Роман Горюнов.** Ну так давайте создадим продукты, которые одним инвесторам продавать можно, а другим нельзя.

**Владислав Кочетков.** Пока что есть бизнес по продаже черных ящиков — и бороться надо вот с этим. Я все-таки поддерживаю Банк России.

**Роман Горюнов.** То есть ты эти ограничения готов наложить и на свой кипрский бизнес?

**Владислав Кочетков.** Нет у нас никакого кипрского бизнеса, это наш международный партнер. *(Оживление в зале).*

**Роман Горюнов.** ОК. Готов ли твой международный партнер придерживаться тех стандартов и рекомендаций, которые вырабатывает НАУФОР?

**Владислав Кочетков.** Наш партнер тоже платит за клиента, и стоимость растет. Поэтому он заинтересован в долгоживущем и успешном клиенте.

**Роман Горюнов.** Главное, чтобы он выполнял то, что предложит НАУФОР.

**Владислав Кочетков.** Ну как говорится, у него свой НАУФОР есть. Но тем не менее, да — он тоже заинтересован, чтобы клиент был счастлив. Баланс скорее в сторону клиента.

**Юрий Минцев.** Хотелось бы сказать, что в MIFID последнее слово тоже за клиентом. Но понятно, что если мы оставим все как есть, то будут продавцы, которые убедят клиента покупать криптовалюты, брать 18-е или 180-е плечи — и будут получать согласие клиента.

**Роман Горюнов.** Ну это недобросовестная практика, за нее брокера надо наказывать.





Нужна здоровая комбинация правил регулирования, адаптированная под страну. МиФид работает только в Европе, но не в США. Ничего нового в России не будет, нужен разумный компромисс. В России деятельность группы компаний контролируется четырьмя регуляторами — и у всех регуляторов подходы различаются. Регулировать нужно всех, просто в регулировании нужна здравая логика.

**Юрий Минцев.** Хорошо, прилепили ярлык «недобросовестная практика». И что дальше делать?

**Роман Горюнов.** Для ответа на этот вопрос существует регулятор.

**Юрий Минцев.** Тут мы переходим к ситуации с мотивированным суждением. Вот ты сказал, что это недобросовестная практика? А почему это недобросовестная практика? Когда клиента убеждают купить криптовалюту, взяв третье плечо, то где конкретно тут недобросовестная практика? и как ее определять и пресекать?

**Роман Горюнов.** Если СРО определит инструменты, рекомендованные для продажи неквалам, а брокер будет убеждать неквалифицированного клиента купить бумагу за пределами этих рекомендаций, то это и будет недобросовестной практикой.

**Юрий Минцев.** Вот появилось определение «недобросовестная практика», дальше что?

**Роман Горюнов.** Дальше регулятор или СРО должен это проконтролировать.

**Юрий Минцев.** Это не закон, это понятие.

**Роман Горюнов.** Стандарты НАУФОР — тоже не закон, необязательно же все регулировать только законом. Если индустрия сама придумала какие-то ограничения, то она сама должна с ними согласиться, сама должна соблюдать их все.

Что касается мотивированного суждения, то в ситуации, которую мы обсуждаем, действительно применяется один из пунктов мотивированного суж-

дения. Но главное, чтобы при появлении механизма мотивированного суждения было взамен предложено что-то вроде снижения регуляторной нагрузки.

**Лариса Селютина.** Из нормативно-правового акта, может, и будет что-то убрано, но только когда заработает инструмент мотивированного суждения. Пока мы только в начале пути, но и сейчас регулятор пытается создать механизмы, посредством которых профучастник может влиять на регулирование.

Брокерская компания является членом СРО, базовый стандарт — это для нее тот же нормативный акт. И в принципе профучастник участвует и в разработке стандарта СРО, и в разработке нормативных актов Банка России. Вам грех жаловаться, это нельзя даже сравнить с банковской отраслью, где нет такой возможности.

Если вас волнует разграничение инвесторов на квалов-неквалов, то эта тема идет тяжело ровно потому, что вы принимаете участие в разработке. Вы упираетесь везде, где видите опасность. Мы не можем двигаться, ищем компромисс. Но механизм уже есть — это заслуга и регулятора, и СРО. В обозримом будущем заработает механизм вынесения мотивированного суждения, заработают комитеты по стандартам. Чем меньше нормативных актов, тем легче и сотрудникам регулятора, в том числе.

**Роман Горюнов.** Я согласен, что дискуссия идет и мнение рынка учитывается. Но вот есть, например, такая тема — допуск на российский рынок [западных] индексных фондов. Мы это обсуждали, никто не был против, но ничего нигде не происходит уже год. Хотя изменить ситуацию могла бы всего одна строчка в подзаконном акте. Если ли на рынке кто-нибудь, выступающий против торговли международными индексными фондами?

**Юрий Минцев.** Запуск любого финансового инструмента — это все-таки бизнес. Желать можно чего угодно, но не факт, что желаемое произойдет. Это

непростая вещь. Международные ITF стопроцентно запускаются, и это придет к дискуссии, пассивно или активно будут управляться инвестированные в них деньги. И доля пассивного управления вырастет в России, как и везде, — это к бабушке не ходи. Когда это произойдет? Я думаю, что года через два. Во всяком случае, «Открытие» точно будет это делать.

**Роман Горюнов.** Вы не можете ничего делать, потому что та самая одна строчка в подзаконном акте еще не написана.

**Лариса Селютина.** Роман, да ничего не мешает на самом деле. Ты же сам был приверженцем инвестиций в криптовалюты. Регулирование там нет ведь, а криптовалюты есть. Посмотрим, чем это увлечение закончится. Если надо будет, то создадим соответствующее регулирование. По индексным фондам я ничего не чувствую. Если реально все стоит из-за одной строчки, то Алексею Тимофееву нужно просто быть активнее, прийти в ЦБ со списком компаний, желающих заниматься этим — и в три месяца вся нормативная база будет принята. Только это надо будет обновать, а то будет как с темой клиентского брокера.

**Юрий Минцев.** Я согласен, да. На круглом столе обсудим, чем стоит заниматься регулятору, а чем нет.

**Роман Горюнов.** Давайте перейдем к еще одной теме. Тут у нас присутствует Валерий Лях, и я хотел бы с ним обсудить такой момент: на текущий момент ситуация в контексте правоприменения против практики инсайда слегка непрозрачна для участников рынка. То есть, имеются базовые требования, но что является кейсом, за что наказывают и отбирают лицензию — совершенно непонятно. Идея заключается в том, чтобы ЦБ сделал эту процедуру прозрачной, публично объясняя кейсы: за что именно он наказывает. Просто ведь иногда прозрачностью занимается клиент, а страдает профучастник. Усиление

транспарентности и прозрачности востребовано — или нет?

**Валерий Лях.** Вопрос действительно в том, готов ли к этому рынок или нет. И готов ли рынок к тому, что эта практика может быть обсуждаема всеми, что потом это будет влиять на деловую репутацию. Я немножко вернусь к мотивированному суждению. По моему, неправильно говорить о нем как оп предмете торга. Тут вопрос в том, что мотивированное суждение — это некий инструментарий для введения новых историй быстрее, не оглядываясь на регулирование. Чтобы можно было использовать новую возможность для привлечения клиентской базы немедленно.

**Роман Горюнов.** Готов ли кто-то прокомментировать сказанное?

**Владислав Кочетков.** Ну прозрачные правила игры несколько веселее непрозрачных. В моем представлении, в последнее время Валерий и его команда создали атмосферу страха, которая конвертировалась в то, что сотрудники компании спрашивают перед запуском продукта, а можно ли это делать. Вот у нас был один крутой продукт, совместный с Санкт-Петербургской биржей, связанный с дроблением еврооблигаций, его покупали на Питерской бирже. Но мы спросили у ЦБ, можем ли мы быть маркетмейкерами по еврооблигациям, — и нам сказали «нельзя», потому что будет искусственный объем. «Финам» может их продавать через режим переговорных сделок, а бирже нельзя, потому что вы в стакане будете объем рисовать. Это прозрачное правило, но для меня совершенно непонятное.

Может, правила сделать более общими и рамочными? То же самое и про маркетмейкеров. Ко мне приходит компания-эмитент с просьбой обеспечить маркетмейкерство [по ее бумагам], я иду к регулятору, мне говорят «никакого маркетмейкерства, ты рисуешь объем». Приходит эмитент с [предложе-

нием выпустить] коммерческие облигации, мне говорят «никаких коммерческих облигаций». То есть, о бондизации для малого и среднего бизнеса речи вообще не идет.

**Роман Горюнов.** Валерий, разговор по маркетмейкерам действительно назрел.

**Юрий Минцев.** Да, но это проблема, в зоне которой просто нужно определить правила: да и нет. И мне кажется, что биржа не сильно вовлечена в эту проблему. Если же понимать регулятора буквально, то быть маркетмейкером для клиента — это нельзя.

**Роман Горюнов.** Ну так давай регулятору напрямую скажем, чего нам хотелось бы.

**Юрий Минцев.** Ну ты же сам говоришь, что бизнес должен быть первым. Биржа эту проблему хоть раз поднимала?

**Роман Горюнов.** Да что ты на биржу сразу наезжаешь?

**Юрий Минцев.** Потому что бизнес — это первичная история.

**Анна Кузнецова.** Московская биржа в эту тему вовлечена, подготовила несколько запросов в Банк России, провела несколько встреч. Последняя была во вторник. Надеемся на скорое решение.

**Валерий Лях.** С маркетмейкерством вопрос делится на две части. Первая — это облигации, облигационный рынок и облигации небольших компаний. Здесь сейчас вопросов больше, чем ответов. И даже формальное изменение закона не поможет прямо сразу, потому что очень много критериев, которые нормальны для рынка облигаций, попадают под требования закона. Это, в общем-то, достаточно старая проблема, с которой мы потихоньку пытаемся справляться. Но мы не можем работать без предложений от рынка в части, как можно формализовать этот процесс, чтобы его не ограничивало действие закона. Если рынок будет обращаться с этой проблемой к регулятору, то мы готовы разговаривать. Потому что вторая проблема — это взаимоотношения маркетмейкеров с физическими лицами.



Рынок сейчас обсуждает эту проблему с Банком России.

Центробанк подготовил предложения в закон об манипулировании. Первая часть этих предложений касается изменения формулировок по деятельности маркетмейкера. Сейчас она вся формально является легальной. Регулятор выводит из неё те сделки, которые являются введением инвесторов и регуляторов в заблуждение; а также сделки по предварительной договоренности с целью ввести в заблуждение. Мы продвигаемся в направлении того, чтобы утвердить статус физлиц как маркетмейкеров; чтобы этот бизнес получил легальную плоскость.

**Анна Кузнецова.** Можно сделать комментарий? Вы знаете, в 2007 году облигации обращались на Московской бирже в сегменте мидкэп, там были облигации не маленьких, но средних эмитентов. И если в целом по рынку в 2008 уровень дефолта был 3%, то в этом сегменте — 30%. Поэтому в этой зоне наша активность должна быть ответственной. В этом сегменте есть проблема с инвесторами.

По-хорошему, инвестировать в такие инструменты может только физлицо, поскольку остальные инвесторы с ними очень осторожны. В мире в этой части подходы давно отработаны: либо бонды высокорейтинговых эмитентов, либо клиенты, обладающие квалификацией. Больше того, у Московской биржи есть физические лица, которые сознательно покупают высокорисковые бумаги. В предефолтной ситуации есть лица, которые сознательно покупают такие облигации очень дешево. Но физлица должны отдавать себе трезвый отчет, что они делают и зачем.

**Роман Горюнов.** Здесь ситуация не настолько бинарна. Вот у нас [на площадке НП РТС] был случай размещения облигаций Хабаровского аэропорта и племенного завода «Комсомолец», но облигации покупали люди, которые физически знают собственника; вообще его в городе

Хабаровск знают все. Эта информация уместна именно в контексте разговора о развитии рынка компаний средней и маленькой капитализации. Мы сейчас говорим про увеличение количества продуктов на этом рынке, но в то же время усиленно мешаем им появляться.

**Справка.** *Дочерняя компания ОАО «Хабаровский аэропорт» — ООО «Авиатерминал» — стала первым эмитентом инвестиционной системы «Восход». Облигационный заем компании был размещен в день старта новой площадки, 2 сентября 2016 года. Инвестиционная система «Восход» — совместный проект Ассоциации «НП РТС» и АО «Фонд развития Дальнего Востока и Байкальского региона». Облигационный заем выпущен под обеспечение материнской компании эмитента — ОАО «Хабаровский аэропорт», объемом 100 млн руб., номиналом 100 руб. каждая ценная бумага. Срок обращения — один год (до 1 сентября 2017 года) при ставке доходности 15% годовых. Структурой эмиссии предусмотрены ежеквартальные купонные выплаты. Организатором размещения облигаций выступила финансовая группа БКС.*

**Роман Лохов.** Я вообще считаю, что маркетмейкерство и облигационная тема — это самая важная тема, которую надо обсуждать везде, потому что облигации — это один из основных драйверов роста финансового рынка России.

Нельзя требовать от экономики, имеющей рейтинг triple C, чтобы в ней было много эмитентов с рейтингами AA. Россия — не Германия. Любая облигация, как и любой инструмент вообще, должна быть адаптирована под страну. Нужно срочно разработать матрицу критериев. Дальше существуют совершенно четкие цели.

Здоровая экономика должна иметь здоровый финансовый рынок.

Вот идет бондизация. Нужно, чтобы на фондовом рынке появлялось больше ценных бумаг отечественных предприятий. Многое сейчас для этого сделано.

Мы 10 лет говорили на подобных мероприятиях, что в стране нет длинных денег. Теперь они появились. После того, как появились ИИС и убрали налог на купоны, вся ритейловая составляющая инвестиционного бизнеса — это потенциальные клиенты [рынка облигаций]. Если помножить это на дигитализацию процессов, то вы получаете миллионы потенциальных клиентов.

Три миллиона новых клиентов за три года — это просто космос. Если в процесс включатся все эти Телекомы, то на фондовом рынке появятся миллионы новых инвесторов. Их надо защищать, безусловно! Но защита должна быть ориентирована на страну: должен быть рейтинг [у размещаемых бумаг] плюс аудит [эмитента] плюс еще что-то. В нашей стране недостаточно только рейтингования.

Возьмем как пример работу нашей компании. Размещение бондов российских эмитентов — наша стратегия. Вот мы зашли в сегмент мид кэп — и разместили бондов таких компаний общим счетом на 2 млрд рублей.

Двести миллиардов — это не объем розничных продаж!

Но есть вопрос дополнительных критериев [вменяемых эмитенту]. Это может быть, например, обязательство иметь один бизнес. Или условие, что эмитент должен был пережить два кризиса. Или его должны знать все в Хабаровске, например. А что касается маркетинга, то это обязательная составляющая. Нужно отрегулировать этот инструмент и вводить его в строй. Сейчас как раз многие компании уходят от банковских кредитов [как инструмента привлечения ресурсов]. Нам надо срочно решать имеющиеся проблемы развития рынка облигаций — и push будет необыкновенный.

**Роман Горюнов.** С этим я согласен. Но тема бондов несколько более широка, поскольку большинство продуктов не живет без маркетинга: они не

слишком ликвидны и другим способом обеспечить им ликвидность нельзя.

**Валерий Лях.** Возвращаюсь к первому вопросу: готов ли рынок к тому, чтобы в сегменте облигаций действовал механизм мотивированного суждения? и хочет ли рынок, чтобы подобные кейсы были публичными? Нужно ли ему это.

**Юрий Минцев.** Они не просто готовы. Сейчас все знают, что банки — главные враги малого бизнеса. Банковская индустрия несколько больше, чем небанковская, но на уровне профучастников фондового рынка это противостояние тоже существует. К нам приходят жулики, мы их блокируем, а потом нас ругают в социальных сетях. Поэтому прозрачность нам нужна даже еще больше.

Нужна публичность кейсов, связанных с ПОД/ФТ: чтобы люди понимали, чем им это грозит.

**Роман Горюнов.** Хорошо. Может быть, будут вопросы из зала?

**Владислав Кочетков.** Мне пишут в Watsapp сотрудники «Финама», что не раскрыта тема обращения еврооблигаций на питерской бирже, остальные спрашивают про регуляторный арбитраж. Есть и еще вопрос. Брокеров регулируют хорошо, а вот как регулируются те же самые страховые компании с их «черными ящиками» — продуктами для страхования жизни?

**Роман Горюнов.** Давайте, может быть, еще про страхование инвестиций поговорим. Я так понял, в первом чтении соответствующий законопроект индустрию не очень удовлетворяет.

Есть мнение, что страхование должно распространяться не только на случай мошенничества. Можно ли получить комментарий по этому поводу?

**Сергей Лукьянов.** Пословица утверждает, что ложка хороша к обеду. Проблему с регулированием маркетинга нужно решать сейчас. Именно сейчас, а не через год или два! Со страхованием индивидуальных инвестиционных счетов — то же самое. Вопрос стал активно подниматься года два или три назад,

когда банки придумали новый продукт, который называется страхованием депозита на сумму 1,4 млн рублей. Следует заметить, что крупные банки от этого тоже страдают, а вот для некрупных — это новый продукт. Розничные клиенты идут в банки с инвестициями объемом миллион четыреста рублей, им неважно, какой банк, — главное, чтобы была большая ставка, поскольку такой объем инвестиций защищен полностью. Вот тогда была сверхактуальная тема, чтобы сделать на фондовом рынке такое же страхование. Сейчас волна уже немножко спадает, но если начать процедуру страхования индивидуальных инвестиционных счетов, то это снимет многие вопросы у клиентов. Особенно тогда, когда мы ждем именно взрывного роста ИИС. Действительно, когда крупные банки тоже выйдут в сегмент ритейла, то случится колоссальный рост. Поэтому инвестору понадобится защита, поскольку инвестор может голосовать ногами.

**Роман Горюнов.** А почему ты решил, что волна спадает?

**Владислав Кочетков.** Просто Сергей перешел в госбанк и перестал чувствовать остроту вопроса.

**Сергей Лукьянов.** Я как раз считаю, что процесс очень важный и что госбанки тоже должны участвовать в нем. Индустрии нужно дать страхование. Будет ли это АСВ или возможен другой механизм — это уже вторая часть дискуссии. Если страхование будет сделано сейчас, то давайте сделаем такой механизм, который работает у банков. Это понятный для населения механизм.

**Владислав Кочетков.** А возможен ли альтернативный вариант? Добровольное страхование может иметь место? Просто понятно, что бремя страхования будет переложено на клиента, поскольку брокер и так зарабатывает немного. При этом никто не готов страховать брокера.

**Юрий Минцев.** Ну вы опять пытаетесь изобрести велосипед. В США уже все сделано и работает. Зачем каждый раз придумывать собственный путь-то?

**Роман Горюнов.** Нам все-таки тяжело общаться с регулятором в формате «посмотрите, как это работает в Америке». Ни разу это пока не сработывало.

**Юрий Минцев.** А что, наш рынок не похож на американский по структуре? Очень похож.

**Роман Горюнов.** Ну так что в итоге: по какой модели делать страхование инвестиций в ценные бумаги? Как это называть?

**Юрий Минцев.** Да неважно, как это назвать. Но брокера должны платить взносы в систему, а клиенты должны брокерам эти взносы компенсировать. И никуда от такой модели нельзя деться. В США уже все сделано.

**Роман Лохов.** Еще есть вопрос, что именно страховать. В США определенные вещи очень жестко зарегулированы. Есть ситуации, в которых неважно, банкрот компания или нет, деньги ритейловых клиентов все равно сохраняются.

**Юрий Минцев.** На американском срочном рынке деньги просто пропадают. Все очень просто, счета частных клиентов всеми частными брокерами застрахованы на определенную сумму. Зачем еще что-то придумывать?

**Роман Горюнов.** В любом случае, некоторые институты на российском рынке устроены иначе. Поэтому даже работающие механизмы в любом случае придется адаптировать к российским реалиям. Кроме того, придется назначить ответственным за реализацию кого-то, помимо Алексея Тимофеева.

Тут еще намечалась жаркая дискуссия относительно структурных продуктов. Вот мы поговорили о том, что нужно их сделать. А дальше тема с их регулированием самоликвидировалась.

**Лариса Селютина.** Я не могу комментировать эту ситуацию. Наш департамент отвечает за надзор. А развитие инструментов — это ответственность департамента развития, и я реально не знаю, что происходит со структурными продуктами.

**Анна Кузнецова.** В какой инстанции сейчас находится соответствующий законопроект, я не знаю. Но сам документ читала, там все нормально.

**Юрий Минцев.** На мой взгляд, этот законопроект требует широкого обсуждения с участниками рынка.

**Анна Кузнецова.** На Московской бирже было небольшое обсуждение. Текст законопроекта нам дал ЦБ, его читали сотрудники биржи и заинтересованные участники рынка, которые давали консолидированные комментарии. Это проект Елены Чайковской.

**Юрий Минцев.** Если говорить с точки зрения защиты инвесторов. Поскольку в российском правовом поле не существует структурных нот (кроме инструментов со 100% защитой капитала), то мы отстаем довольно сильно. Из-за того, что рынка де-юре не существует, то статистике по нему не считают. Но реально там обороты очень большие. И опять же, здесь тоже придумывать особо ничего не надо. В Европе структурные продукты выпускают с огромной скоростью: как «Сапсан» ездит.

**Владислав Кочетков.** Действительно, существует некий теневой рынок. Думаю, что его объемы могут и превышать объемы средств на брокерских счетах.

**Андрей Шеметов.** Здесь я целиком на стороне регулятора. Надо действовать очень аккуратно, не надо торопиться. У нас еще нет ритейла, а вы уже хотите пачками выпускать структурные ноты. Все страны, на рынках которых обращаются структурные ноты, прошли через жесткие дефолты. Давайте сначала научим людей работать с простыми продуктами.

**Юрий Минцев.** Ты меня не слышишь. Люди делают эти операции вне биржи; объемы этих операций — сотни миллиардов.

**Роман Горюнов.** Это как с криптовалютой. Мы делаем вид, что этого нет, а это есть. И плодится в огромных количествах. Причем в «Сбербанке» это тоже есть.

**Роман Лохов.** Почему структурный продукт в любой дискуссии ассоциируется с увеличенным риском? Это абсолютно неправильная базовая трактовка. Этот продукт далеко не всегда генерирует увеличенные риски.

**Андрей Шеметов.** У меня вопрос к регулятору. Это очень важный вопрос, без его решения практически невозможно жить дальше. Может регулятор помочь нам убрать валютную переоценку? Чтобы люди из валютных депозитов переходили в валютные облигации.

**Роман Горюнов.** Мы сто раз это уже обсуждали. И регулятор нам сказал, что путь наш лежит на Ильинку. А не на Неглинную. Поэтому здесь я вопрос не поднимаю. И мы на Неглинку направились уже.

**Юрий Минцев.** Я считаю, что направляться в минфин участникам фондового рынка нужно вместе с регулятором.

**Лариса Селютина.** Коллеги! Я совсем недавно вам рассказала о существующих механизмах взаимодействия. И работают они хорошо. У профучастников есть саморегулируемые организации, у регулятора есть профильные комитеты. Сформулируйте четко свои предложения. Сформулируйте аргументы любыми путями — через биржевые структуры, через «Сбербанк». Готовьте проект закона. Я готова с вами идти всюду — и на Ильинку, и на Неглинку. Давайте нормальную аргументацию — и вам дадут аргументированный ответ.

**Роман Горюнов.** Хорошо, коллеги. У зала дополнительных вопросов не появилось? Тогда хотел бы поблагодарить всех за участие. Регулятора — не только за участие в этой дискуссии, но и вообще за его работу. Спасибо Алексею Тимофееву как главе НАУФОР. Спасибо, до новых встреч. □