

# Инструменты без защиты

На конференции «Российский рынок структурных продуктов» состоялась панельная дискуссия «Совершенствование регулирования рынка структурных продуктов»

Участники: Павел Васильев (Sberbank CIB); Эдвард Голосов (БКС Капитал); Максим Данилов (ВСС); Анна Кузнецова (Московская биржа); Елена Курицына (Банк России); Алексей Тимофеев (НАУФОР).

Модератор: Кирилл Пестов (Московская биржа).  
**Кирилл Пестов.** Доброе утро, уважаемые коллеги. Предлагаю начать наш «круглый стол», который посвящен совершенствованию регулирования рынка структурных продуктов. Меня зовут Кирилл Пестов, я возглавляю департамент развития бизнеса «Московской биржи». Начну с представления сегодняшних спикеров. Рядом со мной сидит Анна Кузнецова — член правления, управляющий директор по фондовому рынку «Московской биржи», Елена Курицына — директор департамента корпоративных отношений Банка России, Алексей Тимофеев — президент НАУФОР, Павел Васильев — руководитель отдела инвестиционных и секьюритизационных продуктов Сбербанка, дальше сидит Максим Данилов, который является вице-президентом Всероссийского союза страховщиков, и Эдвард Голосов — член правления, заместитель президента, председателя

правления по инвестиционному и страховому бизнесу финансовой группы БКС.

Сразу организационный вопрос. В конце нашей дискуссии предусмотрено время для вопросов, поэтому просьба дать выступающим высказаться без помех, интересующие вопросы вы сможете задать в финале.

Первое слово хотел бы предоставить Анне Кузнецовой, чтобы она рассказала об истории вопроса, о том, как структурные облигации вообще появились в нашем, скажем так, правовом пространстве. И немножко, может быть, об истории инструментов в целом на российском рынке.

**Анна Кузнецова.** Добрый день, уважаемые участники. Рада, что мы очередной раз проводим конференцию, посвященную структурным продуктам. Само явление на нашем рынке присутствует давно, но мы его мало обсуждаем. Сложно найти, например, в топ-10 банков или в топ-10 брокеров группу, которая не предлагает своим клиентам продукты такого рода. Но, как правило, эти продукты — не публичные, раскрытие информации по ним не назывешь иначе как сдержанным.



Продукты, по известной мне практике, могут быть трех типов. Тип первый — правило, от ведущих международных банков. Тип второй — продукты, которые продаются упакованными в доверительное управление: либо индивидуальное ДУ, либо, так скажем, коллективные ДУ-продукты. Тип третий — брокерские счета.

Теперь о публичности вопроса. По свидетельству нашей биржевой 25-летней коллективной памяти, первый структурный продукт появился на рынке в 2009 году. Это была облигация с выплатой купона, привязанная к индексу РТС. Выпущена она была компанией «Тройка Инвест» с поручительством от «Тройки Диалог». Иными словами,

первое публичное упоминание структурного продукта произошло в 2009 году.

После этого первого дебютного выпуска был небольшой перерыв, затем стали появляться продукты уже в более широком диапазоне. Их структура могла иметь отношение и к золоту, и к палладию, и к ценным бумагам, и к депозитарным распискам «Газпрома». В общем, продуктов было достаточно много, и они выпускались не одним банком. Вот, опять же, по моей памяти, больше всего таких инструментов выпускал Росбанк.

В принципе, наверное, структурным продуктом можно (с какой-то долей допущения) считать и ОФЗ, привязанные к инфляции. Хотя это немного другой продукт.

В чем состоит сложность этого продукта? В мире, по большому счету, эти продукты тоже не публичны, даже если облигация имеет листинг на бирже и обращение на ОТС. Как видим, спрос на эти продукты в России генерируется в основном со стороны одной категории инвесторов — физических лиц. В мире спрос возникает не только у физических лиц, но также и у юридических лиц — институциональных инвесторов. Конечно же, получить релевантные оценки объемов структурных продуктов, а также пропорций клиентской базы достаточно сложно, потому что продукт не публичен. Соответственно, не публичны итоги торгов, а уж тем более, не публична клиентская база.





Следующим этапом развития рынка структурных продуктов были структурные ноты, выпущенные компанией БКС по иностранному праву. Они представляли достаточно широкую линейку продуктов с привязкой к акциям международных компаний — например, Google, Facebook, Nokia, GP Morgan Chase. Основной спрос на эти инструменты (по крайней мере, по биржевым сделкам) идет со стороны физических лиц, плюс немножечко от нерезидентов.

Соответственно, что поменялось сегодня? Сегодня в российском праве появилась возможность (точнее, она появится в октябре) выпустить облигацию без полной защиты капитала.

По большому счету, ранее это было невозможно, если говорить о выпуске именно в российском праве. Поэтому Московская биржа надеется, что в линейке наших интересных продуктов в ближайший год произойдет пополнение. Соответственно для того, чтобы такая возможность появилась, Центральный банк в тесном сотрудничестве с индустрией подготовил закон о структурных облигациях.

Конечно, как у нас обычно бывает, любая инициатива не может ограничиться лишь законодательным актом. Потребуется дополнительно некоторое количество подзаконных актов и, вероятно, также пояснения относительно того, как действовать в части налогообложения нового продукта. Но, в любом случае, в рыночном пространстве открывается новая страничка.

Последнее по времени, но не по важности. Как мне кажется, несмотря на то что основной спрос на данные продукты мы видим со стороны физических лиц, но в нашем регулировании этот продукт является доступным только для квалифицированных инвесторов. Конечно, по биржевым данным мы не можем составить исчерпывающее суждение о квалифицированных инвесторах. Российские участники предлагают своим клиентам иностранные структурные продукты

— это один, в общем-то, из основных продуктов на рынке сегодня. И эти продукты можно предлагать также квалифицированным инвесторам. Просто квалифицированные инвесторы, в принципе, не обязательно являются инвесторами классическими и работают на бирже. Поэтому, по нашим биржевым данным, у этого продукта есть фактор, серьезно сдерживающий его развитие. Поскольку, если сейчас на бирже в целом зарегистрировано 2,3 млн клиентов, то квалифицированных инвесторов — всего лишь 49 тысяч. Это говорит о том, что перед тем, как начать предлагать этот продукт широкой аудитории, нужно сначала квалифицировать саму эту аудиторию. И, насколько мне известно, вопрос о доступности структурных продуктов для институциональных инвесторов, об их возможности приобретать такие продукты — пока не дискутировался. Думаю, что на этих двух направлениях будет происходить развитие.

Ну, и совсем последнее. Мы ожидаем, что в этом продукте будут появляться выпуски несколько меньшего объема, чем в среднем по рынку. К примеру, Московская биржа как-то измеряла средний объем выпуска [«традиционного» биржевого инструмента]: оказалось, что он равен приблизительно 4,6 млрд рублей. По данным 2018 года мы посчитали средний объем выпуска дебиантанта (компания, которая впервые выходила на публичный рынок) — это 1,8 млрд рублей. Соответственно, о чем говорят эти цифры? Они говорят о двух вещах: либо о том, для компаний какого размера рынок открыт — только для крупных или для средних и мелких тоже; либо о том, что рынок развивается и средний выпуск растет. То есть эти цифры можно интерпретировать по-разному. Но в нашем понимании, объемы предстоящих выпусков структурных инструментов без защиты капитала, наверное, первое время будут несколько меньше, чем средние объемы выпуска более привычных ценных бумаг.

Это, как представляется, требует от Московской биржи реакции в части тарифов. Сейчас появятся две новых тарифных модели, предполагающие понижение тарифов, во-первых, для малых выпусков, во-вторых, для ситуаций, когда у одной компании (или банка) таких выпусков становится много — от 50. Соответственно, биржа делает для этих моделей новые, пониженные пакетные тарифы. Я рассчитываю, что эти тарифы вступят в силу с начала следующего года.

Небольшое уточнение. Конечно же, я несправедливо забыла упомянуть структурные ноты Сбербанка с полной защитой капитала, которые выпускаются, начиная с конца 2016 года. Если я правильно помню, было восемь выпусков. Да?

Из зала. Уже больше.

Кирилл Пестов. Анна, большое спасибо. Сейчас хотел бы передать слово Елене Курицыной. Елена, ваш департамент проделал очень большую работу в плане принятия столь нужного и Московской бирже, и рынку законопроекта. Но, я так понимаю, еще остается в работе несколько подзаконных актов, которые необходимо принять, чтобы законодательство заработало в полной мере. Могли бы вы как-то прокомментировать, каковы ближайшие планы регулятора, каковы шаги вот именно по дальнейшему развитию нормативной базы?

Елена Курицына. Доброе утро, коллеги. Спасибо большое за возможность выступить на уже ставшей ежегодной традиционной конференции. Надеюсь, это точно не последняя конференция для профессионалов, потому что действительно мы только в начале большого пути.

Кирилл сказал о совершенствовании регулирования выпуска структурных облигаций. На самом деле, сейчас пока еще речь не о совершенствовании, а только о самом первом шаге, — о том, чтобы это регулирование в России появилось.

Как сказала Анна, действительно в России до последнего времени вообще не было возможности выпускать бонды без полной защиты капитала. И пока ее все еще не существует, эта возможность появится лишь 16 октября.

Надо сказать, что и регулятор, и законодотворцы были достаточно осторожны в отношении принятия такого законодательства. Эмитентами продуктов такого рода может быть достаточно ограниченный круг субъектов, — по крайней мере, на текущий момент. Ими могут быть профессиональные участники рынка ценных бумаг, кредитные организации и специализированные финансовые общества. Естественно, такую достаточно осторожную позицию можно понять. Мы прекрасно понимали, что эти продукты, как нам сейчас подтвердила Анна Васильевна, уже существуют на рынке. Но существуют в виде либо договорных продуктов, либо в виде иностранных финансовых инструментов, допущенных к продажам на территории России. Они достаточно сложны для понимания, они, скажем так, требуют чуть большего вовлечения инвестора в понимание продукта, нежели облигации федерального займа. Особенно если речь идет об облигациях с буквой «Н».

При этом, конечно, следует понимать, в каком состоянии сейчас находится инвесторская база. Уже только ленивый, наверное, в 2018 году не сказал о том, что финансовый рынок сейчас находится на достаточно важном, переломном этапе, когда появляется новый инвестор, когда люди вынуждены задумываться о том, куда же им выходить из депозитов, Минфин проделал большую работу в плане повышения финансовой грамотности. Он, например, приучил людей к тому, что бывают облигации. Очень многие люди, которые сначала купили ОФЗ-Н, вслед за этим купили просто ОФЗ, а вслед за этим — уже корпоративные облигации. Это очень здорово, и





мы можем только приветствовать этот процесс.

Но мы должны понимать, что доходности и по ОФЗ, и по корпоративным облигациям в какой-то момент времени все равно перестанут удовлетворять интересам инвесторов. И, безусловно, их взоры обратятся на структурные облигации, которые способны предложить гораздо большую доходность. И как раз здесь, все-таки, необходим определенный баланс между жадной инвестора к повышенной доходности и пониманием того, что инвестор все-таки до конца не осознает все риски, которые заложены в таких инструментах. Это вынуждает регулятора подходить к предполагаемому регулированию с очень большой степенью осторожности.

Одним из основных моментов, которые нам предстоит установить в нормативных актах, являются критерии структурных облигаций. Критерии, которым эти ценные бумаги должны соответствовать для того, чтобы быть допущенными для приобретения неквалифицированными инвесторами.

В Банке России создана рабочая группа, которая как раз должна — путем долгих обсуждений и поиска компромисса — найти правильные ответы на этот непростой вопрос. Эта рабочая группа состоит из сотрудников Банка России и представителей рынка. Мы рассчитываем, что в результате ее работы появится какой-то относительно сбалансированный подход. Который (как минимум на первом этапе) поможет сформулировать какие-то нормативы и критерии. Который даст возможность предлагать широкому кругу инвесторов хотя бы [какие-то виды структурных инструментов].

Вчера была первая встреча. Основную часть времени мы обсуждали самые очевидные, самые понятные вещи: насколько неполной может быть защита капитала, насколько мы готовы поставить инвестора в ситуацию, когда он вместо денег получает физический актив? Какой

именно это может быть физический актив? Может ли это быть физический актив, который инвестор может потом продать на бирже — или это может быть вообще все что угодно из перечня активов, которые инвестор имеет право купить в принципе. Кроме того, допустим, инвестор имеет право купить конкретный инструмент. Но хочет ли он его покупать? Это тоже важный вопрос, на который мы должны найти ответ.

Мы только в самом начале дискуссии. Очень многое здесь еще предстоит обсудить и решить.

Здесь я хочу сделать шаг назад.

И сказать, что вне зависимости от этих критериев, 16 октября мы начнем жить в некой новой реальности. Начиная с 16 октября, Банк России будет готов регистрировать эмиссионные документы, касающиеся выпуска структурных облигаций, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

И нужно понимать, что будут возникать вопросы относительно готовности инфраструктуры [к появлению этих инструментов]. Нам кажется, что протестировать, как система будет работать, можно и нужно как раз на ценных бумагах, которые будут размещаться среди квалифицированных инвесторов. На ценных бумагах, которые будут размещаться среди людей, которые примерно понимают, чего можно ожидать от приобретения таких бумаг, где они могут потерять [свои инвестиции]. И если уж таким инвесторам будет поставлен физический актив, то он будет поставлен в защищенном формате, по защищенным каналам. И квалифицированный инвестор будет понимать, что с этим активом ему делать дальше.

Поэтому, на наш взгляд, не стоит говорить о том, что сейчас все завязано на принятие нормативного акта о критериях для неквалифицированных инвесторов. У рынка очень много других задач. Которые рынок должен коллегиально — с участием брокеров,

эмитентов, структураторов, Биржи, НРД, депозитарной системы — решить. Понять, как все это будет работать на практике. Вслед за этим уже можно будет масштабировать систему и на ценные бумаги для неквалифицированных инвесторов.

Безусловно, существует ряд нормативных актов, которые требуют определенной адаптации в связи происходящими изменениями (о чем говорил Кирилл). Проекты эти уже подготовлены, больше того, они уже были представлены на публичное обсуждение в соответствии с принятыми процедурами. Имеются в виду изменения, внесенные в стандарты эмиссии, которые чуть-чуть расширяют и уточняют содержание решения о выпуске, которые описывают, как и что должно быть дополнительно описано в отношении структурных облигаций.

Еще один важный момент — изменения в Положении о квалификации иностранных финансовых инструментов. Была очень долгая дискуссия в прошлом году, когда регулятор делал новое Положение в связи с тем, что международная организация, устанавливающая правила присвоения международных идентификационных кодов ICIN, меняла эти правила. И в нормативном акте Центрального банка тоже нужно было переделать нумерацию и кодировку. Чтобы участники рынка могли в автоматическом режиме, достаточно просто и легко, квалифицировать иностранные финансовые инструменты в качестве ценных бумаг и, соответственно, допускать их к обращению. Сейчас, с принятием закона, мы уже имеем возможность квалифицировать структурные ценные бумаги, выпущенные по иностранному праву, именно как структурные продукты в российской юрисдикции. Что тоже, я думаю, даст определенную понятность и прозрачность и на стороне предложения, и на стороне приобретения этих продуктов.

На текущий момент это все, что хотелось бы сказать. Будет полезно услышать мнение рынка. Спасибо.

**Кирилл Пестов.** Елена, большое спасибо за выступление. Сейчас я хотел бы предоставить слово Алексею Тимофееву, который стоял, в общем-то, у истоков данного законопроекта.

Начиналась эта работа несколько лет назад. Алексей принимал в ней непосредственное участие. Сейчас мы получили готовый продукт, но понимаем, что требуется его определенная доработка — в плане, в первую очередь, наверное, возможности допуска к данному продукту неквалифицированных инвесторов.

Алексей, я знаю, что в рамках вашей СРО есть рабочая группа как раз по выработке критериев для допуска некавалов к данным продуктам. Может быть, вы могли бы рассказать подробнее, как ведется работа, в каком направлении развиваются мысли у СРО и непосредственно участников рынка?

**Алексей Тимофеев.** Кирилл, спасибо большое. Дорогие друзья, уважаемые коллеги, разрешите вас приветствовать от имени организаторов этой конференции, нашей СРО как соорганизатора. Очень приятно видеть, какой интерес вызвала в индустрии предложенная нами тема. О деталях, о которых просил рассказать Кирилл, я попрошу рассказать Павла, который возглавил рабочую группу по подготовке предложений для Центрального банка от Национальной ассоциации участников фондового рынка. Коснусь их лишь самым общим образом.

А начну с того, что скажу: для нас обсуждение структурных облигаций является отличным поводом для обсуждения гораздо более широкого круга вопросов.

Не зря в этой панели участвуют представители разных индустрий. И страховщики, и фонтовики (еще, наверное, банкиров следовало бы позвать) — все мы, так или иначе, струк-

турируем финансовые продукты. Идет ли речь о кредитных нотах (CLN), идет ли речь о структурных депозитах. Мы считаем, что полисы инвестиционного страхования жизни также являются видом структурного продукта. Все эти инструменты сложны для понимания, для оценки рисков, которые с ними связаны. Все они требуют относительно общего подхода для того, чтобы исключить регуляторный арбитраж в регулировании этих (хоть и предлагаемых разными финансовыми институтами, но очень схожих) финансовых продуктов.

Для нас это также повод поговорить о концепции защиты интересов и квалифицированных, и неквалифицированных инвесторов. Для нас это повод поговорить о роли Центрального банка как регулятора, а также о роли саморегулируемой организации. Мы понимаем, что дискуссия по поводу одного из видов структурных продуктов (а именно структурных облигаций) станет основой для дальнейшего обсуждения формата предложения структурных продуктов вообще. А, стало быть, на нас сейчас лежит очень большая ответственность в поиске правильного решения того, какие из структурных облигаций могут быть адресованы неквалифицированным инвесторам. Потому что впоследствии эти критерии могут быть использованы для определения доступности прочих структурных продуктов.

У структурных облигаций (как вида структурных продуктов) есть своя специфика. Эта специфика заключается в том, что не все вопросы могут быть решены путем регулирования правил продаж. В значительной степени вопросы решаются еще и посредством установления требований к эмитентам — производителем этих продуктов.

Но и здесь следует найти правильный баланс между нормами, прописанными в нормативных актах Центрального банка, и нормами,





выработанными саморегулируемыми организациями. Мы считаем, что саморегулируемые организации в первую очередь должны регулировать процесс продаж, процесс предложения таких продуктов. Называю вещи своими именами. С декабря текущего года эта деятельность будет называться инвестиционным консультированием и подчиняться общим правилам закона о рынке ценных бумаг. Правила этой деятельности должны быть по возможности общими. Выработка этих правил — задача саморегулируемых организаций.

Елена помнит, что в какой-то момент были сомнения относительно того, можно ли в принципе допустить неквалифицированных инвесторов к приобретению структурных инструментов. Это была одна из наиболее ярких дискуссий. Задачей НАУФОР было доказать Центральному банку (спасибо, что регулятор с этим подходом согласился): структурные продукты бывают разные. Бывают хорошие, бывают плохие. Точно так же, как бывают хорошие или плохие облигации. Поэтому задачи, которые мы решаем, защищая интересы неквалифицированных инвесторов, в том и в другом случае одни и те же. И регулировать мы их должны одинаково. И да, такая возможность появилась.

Пусть от нас просят выработки критериев для определения доступности [конкретных инструментов конкретным категориям инвесторов]. Но пусть эти критерии будут как можно более общими — с тем, чтобы большая часть требований к тому, какие именно инструменты должны быть доступны неквалифицированным инвесторам, была сформулирована на базе (или в рамках) стандартов саморегулируемых организаций.

В мире нет никаких критериев, которые бы исключали доступность структурных инструментов. Но основная нагрузка в любом случае ложится на

правила инвестиционного профилирования. Инвестиционное профилирование является универсальным решением для предложения разных инструментов разным группам инвесторов. И мы хотели бы, чтобы в конечном итоге это было бы так же (или почти так же) и в России. Идет ли речь о структурных облигациях, идет ли речь о других структурных продуктах.

Чтобы решения о доступности со-вершались более или менее одинаково, главным образом на основе инвестиционного профилирования. Чтобы, с одной стороны, достигалось как можно более широкое участие в операциях на этом рынке розничных, в том числе неквалифицированных инвесторов. И чтобы, с другой стороны, им обеспечивался необходимый комфорт, а также тот уровень защиты, на который они вправе рассчитывать.

**Кирилл Пестов.** Алексей, большое спасибо. Мне кажется, вы подняли очень важную тему. Сейчас мы, наверное, реально начинаем вырабатывать общие подходы к тому, какими инструментами могут пользоваться неквалифицированные инвесторы. В том числе, возникает вопрос о продаже структурных продуктов, в том числе несекьюритизированных, самому широкому кругу инвесторов.

Сейчас я хотел бы предоставить слово Эдварду Голосову, который подготовил несколько слайдов по международной практике, чтобы рассказать, как это происходит в зарубежных юрисдикциях с развитым законодательством. Думаю, что-то полезное можно оттуда почерпнуть. Прошу вас, Эдвард.

**Эдвард Голосов.** Спасибо, Кирилл. Прежде всего, спасибо Центральному банку, Московской бирже, НАУФОР за это, как мне кажется, замечательное и полезное мероприятие, за эту конференцию. Есть возможность обсудить с коллегами по цеху насущные проблемы.

Что касается самого закона, который начнет работать с середины октября... Когда началась зарождаться и обсуж-

даться сама идея закона, когда появились его первые редакции, все были очень довольны. Наконец-то в России появляется возможность сделать структурные продукты в поле нормального российского права. Уже не надо полагаться на какие-то, может быть, и существующие законодательства, но в рамках которых инструмент немножко, скажем так, не узаконен. Где мало требований к раскрытию информации, нет стандартов и так далее.

На мою долю выдалась непростая работа — посмотреть, как это делается в западных юрисдикциях. Сравнить западный опыт с российскими тенденциями, — может быть, не текущим даже регулированием, а тенденциями. И, может быть, сделать несколько наблюдений. Заранее хочу сказать, что, когда пытаешься что-то суммировать в одном-двух слайдах, то всегда приходится упрощать.

Как все знают, компания БКС выросла на ритейловых, низкоквалифицированных клиентах. Для нас всегда была актуальной задача предложить качественный продукт, прежде всего, клиентам с небольшими деньгами. Чтобы у них были возможности не хуже, чем у других категорий. А в перспективе — как у иностранных инвесторов.

В Европе (и других развитых юрисдикциях), если суммировать очень коротко, регулирование происходит, скорее, на основе принципов. Стартовая позиция такая: они не запрещают конкретные продукты для конкретных категорий, всем разрешено все. Но есть дополнительные требования.

Когда в России происходят внутренние дискуссии на эту тему, то зачастую люди говорят: «Давайте сейчас обсуждать, что именно можно предлагать клиенту; а как предлагать, мы будем обсуждать потом». В развитых юрисдикциях к этому подходят по-другому. Там эти два вопроса — как и что — связаны, там их не разделяют. Я сейчас проиллюстрирую, что это означает. Во-первых, там есть

общие принципы: действовать честно, справедливо и т.д.

Там говорят: «Вы можете продавать все при условии, что продаете правильно». Возможна ситуация, когда у человека нет финансового советника, когда он фактически сам принимает решения. Никто не оценивает, насколько ему подходит данный продукт, человек покупает на свой страх и риск. Мы проводили эксперименты: к примеру, в Лондоне звонили ритейловым брокерам и узнавали, можно ли купить очень рискованный продукт, структурированный, с ценой от 3 тысяч фунтов. Оказалось, что через интернет можно купить даже на меньшие суммы.

Но если говорить конкретно, то, во-первых, продажа начинается с теста. В финансовую компанию приходит ритейловый (в нашем эквиваленте — неквалифицированный) инвестор, с ним (или с ней) проводится анкетирование. На основании этой анкеты присваиваются баллы, — к примеру, от 1 до 12. В зависимости от количества баллов могут быть доступны разные категории продуктов.

Теперь вопрос: в чем основная разница [между российским и западным подходом], на которой мы все время делаем акцент? Допустим, в Евросоюзе нет деления «квалифицированный – неквалифицированный», там есть понятие «профессиональный клиент», «ритейловый клиент». Так вот, если происходит продажа ритейловому клиенту, то действуют дополнительные требования по защите прав и интересов инвестора. Они, прежде всего, основаны на требованиях по раскрытию информации. Подчеркиваю: эти требования актуальны именно для ритейла.

[Раскрытие регулируется] рекомендациями директивы MiFid 2. Именно этим занимается так называемая директива PRIIPs (Package Retail Investment Insurance Products). В соответствии с этой директивой нужно готовить документ информационного раскрытия,

который все участники рынка должны делать примерно одинаково. Он небольшой, но подробный и стандартизированный, что дает возможность клиенту сравнить продукты от разных провайдеров. Причем раскрытие информации происходит как при продаже, так и в течение жизни продукта.

Теперь, если сравнивать (очень осторожно говорю) с тем, как к этому пытаются подойти в России, — то здесь подход базируется, скорее, на нормах. Есть некоторое желание запретить продажу некоторых сложных продуктов, например, неквалифицированным инвесторам. Конечно, это более безопасная опция, она дает больше контроля. Но, с другой стороны, давайте подумаем также и о минусах.

Во-первых, такой подход все-таки ставит неквалифицированных инвесторов в невыгодное положение по сравнению с квалифицированными. Во-вторых, возникает очень много соблазнов у провайдеров. А, как мы знаем, когда возникают соблазны, то зачастую люди пытаются нарушать правила. Если будет очень большая разница между продуктами, доступными квалифицированным инвесторам, и продуктами, доступными некалам, то часть игроков немедленно начнет делать арбитраж.

Третий минус тоже очевиден. Формальный запрет на конкретные операции не значит, что человек реально не сможет эти запретные вещи купить. Есть интернет, есть иностранные провайдеры. И если деятельность российских провайдеров будет под жестким контролем, то она вытеснится в серую, слабо регулируемую зону. Люди будут говорить: «Смотри, через, условно, London Investment Company, которая зарегистрирована в Белизе, я могу купить продукт, который нельзя купить в России. Давай-ка я куплю!»

Инвесторы часто предпочитают покупать структурные продукты не в России, а в иностранных юрисдикциях. Человек сейчас совершенно законно может от-

крыть счет в иностранном брокере или в иностранной управляющей компании и что-то купить. Причем, речь идет о действующем законодательстве, даже не беря во внимание законодательство, которое вступит в силу в середине октября.

Почему люди предпочитают иностранные юрисдикции?

В свое время НАУФОР, собрав данные со всего рынка, сделал очень полезный анализ. Были выделены основные отличия [российского правового поля]. Во-первых, есть запрет на использование понятия дефолта в качестве условия по производным финансовым инструментам. В частности, это касается неквалифицированных инвесторов, инвестировавших в активы, которые не допущены к торгам на российской бирже. Основная категория таких активов — это, к примеру, ETFы. В мире существует много интересных биржевых индексов, обычно эти индексы доступны через ETF, структурные продукты на эти индексы тоже доступны через ETF. А российский рынок ETF не развит, залистинговать западные ETFы на российской бирже сейчас трудно или невозможно. Поэтому базовые активы становятся недоступны неквалифицированным инвесторам. Далее, существует запрет на расчеты по производным финансовым инструментам в иностранной валюте.

Что я хотел сказать? Запретов [в российском правовом поле] вроде не так много, но, несмотря на это, многие инвесторы все равно предпочитают приобретать продукты в западных юрисдикциях. В чем здесь проблема? Допустим, мы сейчас запустим этот закон, — еще раз повторяю, очень полезный. Но у этого вопроса есть своя цена.

Сейчас мы решим, как регулировать, скажем, структурные продукты для некавалов в рамках структурных облигаций. Далее, скорее всего, распространим этот опыт на все структурные продукты. То есть, еще сильнее зажмем рынок. Если это случится, то у людей появится еще

больше соблазна и желания работать не на российском рынке, а через западных провайдеров. И по факту рынок станет еще менее регулируемым. Тот положительный опыт, который появился, в каком-то смысле будет убит.

Еще одну вещь хотел сказать. Часто, когда мы (как в профессиональной, так и в клиентской среде) начинаем разговаривать о неквалифицированных инвесторах, то слышим: «Ну вы же понимаете, 80-летняя бабушка едва выживает на жалкую пенсию, невероятными усилиями скопила 100 тысяч рублей, почему же вы хотите продать ей эти ужасные и опасные продукты?» Возникает образ дряхлой старушки, которой хочется своих денег дать, лишь бы все у нее было хорошо. На основании этого эмоционального образа люди начинают делать предположения о принципах регулирования. Я всегда спрашиваю: «Почему вы решили, что представитель группы неквалифицированных инвесторов в России — непонятливая бабушка? Вы смотрели статистику?». Обычный ответ: «Это и так понятно».

Так вот, мы проанализировали состав клиентов БКС, которые работают со структурными продуктами. Это достаточно хорошая выборка, десятки тысяч людей. Мы отдельно проанализировали квалифицированных и неквалифицированных инвесторов. Получился портрет неквалифицированного инвестора, с которым в реальности мы имеем дело.

Во-первых, риск-профиль. БКС работает с риск-профилями уже несколько лет. Риск-профилирование — это, наверное, лучшая практика.

Основной вопрос риск-профиля звучит так: какие убытки клиент готов понести на горизонте инвестирования, например, в один год. Оказалось, что только 7% наших неквалифицированных инвесторов сказали, что не готовы понести никаких убытков: им нужна полная защита. Только 7%. Но если мы запустим продукт, который можно продавать некавалам только с полной

защитой, — то 93% инвесторов мы его предложить не сможем.

Соответственно, второй риск-профиль — умеренно консервативный, эти инвесторы готовы к потерям в объеме до 5%. Таких в нашей базе 20%. Соответственно, 20% инвесторов мы сможем предложить рискованный продукт, а 80% — не сможем.

Вы понимаете, как это работает? Когда клиента риск-профилируют, тут есть две стороны медали: его спрашивают, какой убыток он готов понести. Но нужно еще говорить, что если ты готов понести убыток, то ожидаемый доход может быть выше.

За счет того, что клиент готов понести определенный убыток, структуратор может создать продукт с более высоким доходом. Допустим, мы говорим о 90-процентной защите. Эти деньги вкладываются, если говорить простыми словами, в какой-то опцион, который позволяет дополнительно получить доход, если идея срывается. То есть ожидаемый доход будет выше. Конечно, это зависит от качества инвестиционной идеи, заложенной в продукт, но математика работает именно так.

Но по факту, если человек говорит: «Я готов принять на себя убыток, но я ожидаю и хочу более высокого дохода», то мы не сможем предложить ему такой продукт.

Теперь возраст инвестора: соответственно, квалифицированного и неквалифицированного. Мы видим, что люди в возрасте 60 лет и выше составляют только 23% от общего числа неквалифицированных инвесторов. Средний возраст — от 40 до 50 лет — составляет 25% от общей базы. То есть, средний неквалифицированный инвестор — это человек 45-50 лет. Все-таки не 80-летняя бабушка, да?

Дальше смотрим на образование и доход. Специализированное экономическое, финансовое образование имеет 45% неквалифицированных инвесторов. Другое высшее образование (не

экономическое и не финансовое, а, допустим, гуманитарное, техническое и т.д.) имеют 30-34%. Получается, что 45% + 34% — это 79%. То есть, 79% от общего числа неквалифицированных инвесторов — люди с высшим образованием, которым в среднем 45-50 лет. Снова никак не 80-летняя малограмотная бабушка!

Руководители предприятий, руководители подразделений составляют приблизительно 30% от общего числа и некавалов, и квалов. Примерно одинаковая по численности группа. Но среди некавалов 57% — люди экономически очень активные, это не люди предпенсииного и пенсионного возраста.

Теперь распределение по доходу. К средней категории — зарабатывают от 80 до 250 тысяч рублей в месяц — относится 42% некавалов. Свыше 250 тысяч рублей в месяц — зарабатывают 33%. То есть, 70-75% неквалифицированных инвесторов имеют доход от 80 тысяч рублей и выше. Это 1200-1300 долларов в месяц. Даже по западным меркам совершенно нормальный и почетный доход.

Инвестиционный опыт. Интересно, что среди квалов гораздо больше людей имеют опыт инвестирования через брокерский счет и даже в сложные продукты. Среди некавалов несколько большее количество (14% против 19%) имеют опыт инвестирования в паевые фонды и продукты доверительного управления.

Но если сложить три строчки в левой таблице (инвестировал через брокерский счет в сложные продукты, инвестировал через брокерский счет и просто инвестировал в какие-то финансовые продукты), то получится  $8 + 34 + 19 = 61\%$ . Иными словами, 61% неквалифицированных инвесторов имеют опыт инвестирования. Опять-таки, не вырисовывается за этим 80-летняя бабушка, которая ничего не знает и не понимает.

Объем потенциальных инвестиций. 49% некавалов готовы инвестировать от 300 тысяч до 1 млн рублей. Совершенно нормальная сумма. Такому человеку хо-

чется предложить интересный инвестиционный продукт, с потенциалом. Более того, это — наша задача

То есть, подытоживая, что я, собственно, этими слайдами хотел показать. Мне кажется, когда мы думаем о том, каким требованиям должны удовлетворять продукты для неквалифицированных инвесторов, то лучше держать перед глазами статистически правильную картинку — про какого инвестора мы говорим и какова, соответственно, наша задача.

А второе соображение такое. Многие говорят: давайте попробуем. Но пробовали мы 8-10 лет назад, когда только запускали структурные продукты в России. Сейчас рынок живет, продукты предлагаются. Мы начинаем далеко не с нуля.

В 2015 году Московская биржа помогла нам запустить структурированные облигации, залистинговать их. Уже несколько лет мы их предлагаем, накопилась практика. И, может быть, более правильный подход — не думать, что мы начинаем с нуля, а посмотреть на реально существующую практику, проанализировать, что работает, что не работает. То, что не работает, можно зарегулировать сильнее. А то, что работает, лучше было бы оставить как есть.

Последний слайд возвращает нас к теме западного регулирования. Здесь подробно изображено, из чего оно состоит, приведены требования к принципу исполнения поручения, к обработке, раскрытию информации и т.д. Думаю, такая детальная информация вряд ли будет интересна всем присутствующим. Но если возникнут вопросы, то постараюсь ответить. Спасибо.

**Кирилл Пестов.** Эдвард, большое спасибо, очень интересная презентация. Думаю, если что, то в кулуарах можно будет с вами обсудить. Да, Анна, говорите.

**Анна Кузнецова.** Эдвард, на моей памяти за последнее время это был самый детальный разбор клиента в разбивке

квал/неквал и инструментов, которые он использует. Я думаю, что такая статистика могла бы положить начало профессиональной дискуссии по вопросу, какой инвесторской категории структурный инструмент должен быть (или может быть) доступен.

Правильно ли я поняла из прозвучавших цифр, что в итоге между текущими требованиями по квалификации и интересом клиентов к структурным инструментам имеется некоторый гэп? то есть, вы говорите, что инвесторы, которые интересуются продуктом, готовы вложить в него, условно, до 1 млн рублей. А квалификационное требование к инвесторам в этот инструмент составляет сейчас 6 млн рублей, правильно? **Эдвард Голосов.** Да, все правильно.

Если я верно понял ваш вопрос, то, мне кажется, можно даже сослаться на ту статистику, которую вы приводили. Что на биржевой площадке работает 2 или 3 млн клиентов — и только 50 тысяч из них квалифицированные инвесторы. То есть, вот эти 6 млн рублей, говоря другими словами — это очень высокий порог, чересчур высокий порог. Может быть, 6 млн — это неправильный уровень отсечки, понимаете?

Мы очень высоко задираем планку, неправильно отсекаем. При анализе различий между квалифицированными и неквалифицированными инвесторами видно, что там по очень многим параметрам нет большой разницы даже в плане опыта, в плане образования, остальных вещей. Может быть, правильно как бы понизить эту планку до более репрезентативного уровня. Не очевидно, что 6 млн рублей — правильная цифра.

**Кирилл Пестов.** Елена хотела прокомментировать. **Елена Курицына.** Да, я хотела поблагодарить Эдварда за прекрасную презентацию.

Мне кажется, мы уже начали дискуссии по другому вопросу. Убеждён, что мои коллеги из службы по защите прав потребителей будут неоднократно





и широко обсуждать тему категоризации инвесторов. Законопроект подготовлен. Насколько мне известно, они готовы и в ближайшее время будут начинать его обсуждение. Потому что, в принципе, все те вопросы, о которых вы говорите, которые посвящены именно риск-профилированию клиента, — будут положены в формат определения категории инвестора. А дальше будет вопрос — какие, соответственно, продукты ему можно предлагать.

Мы сейчас пока еще до той стадии чуть-чуть не дошли, но, в принципе, обсуждение уже начали. Спасибо. Кирилл Пестов. Спасибо большое. И вот мы плавно нырнули в широкую тематику, в обсуждение структурных продуктов и инвесторов, которым они могут быть доступны. Я бы хотел, наверное, сейчас вернуть дискуссию к теме именно структурных облигаций — в связи с тем, что вышли поправки в закон о рынке ценных бумаг, которые вступают в силу 16 октября. И дальше можно будет выпускать облигации с неполной защитой капитала. Я бы хотел вот сейчас слово передать Павлу Васильеву.

Павел, вы тоже стояли у истоков разработки этого законодательства. Вы представляете одного из крупнейших, наверное, на текущий момент эмитентов секьюритизированных структурных продуктов в России. На ваш взгляд, какие чаяния бизнеса удалось отразить в текущем законе, а какие — не совсем удалось?

И, может быть, вы также сможете осветить практический вопрос. Ваша компания сейчас активно выпускает структурные облигации с полной защитой капитала в рамках текущего законодательства. Наверняка вы планируете в ближайшее время начать выпускать эти инструменты и по новому законодательству. На ваш взгляд, с чем может столкнуться в этом процессе эмитент? Какие подводные камни существуют, на что стоит обратить внимание и какие вопро-

сы закрыть с точки зрения нормативно-регуляторной базы?

Павел Васильев. Добрый день, коллеги! В следующей панели я даже еще чуть интереснее и подробнее погружу вас в жизненный цикл структурного продукта с точки зрения эмитента. Но пока немножко расскажу о том, что уже делает Сбербанк. Ни в коем случае не желаем себя рекламировать. Просто так получилось, что мы стали, наверное, первым эмитентом, который именно в российском праве вывел продукты в виде ценных бумаг на индустриальную основу.

Примерно два года назад я выступал на такой же конференции и говорил, что у нас появилась программа и что мы планируем первый выпуск. Тогда нам самим было непонятно, как это будет работать. Идея была, технология вроде тоже была, но рынок... Мы совершенно не понимали, что именно будут покупать наши клиенты, как мы будем размещать, как будем рождавать идею. Сейчас мы делаем один выпуск не реже, чем раз в две недели. А в следующем году будем предлагать выпуски, я думаю, с частотой уже несколько раз в неделю. Пока речь идет именно о продуктах с полной защитой капитала, которые представляют собой биржевые облигации.

И здесь я должен сказать спасибо Московской бирже, которая смогла подстроиться под нас. У нас очень много ритейловых клиентов. И, как правильно было сказано ранее, наш основной потребитель структурных продуктов — наши обеспеченные клиенты, которым мы предлагаем альтернативу банковским депозитам, прежде всего, в виде биржевых облигаций.

Я, кстати, хочу сказать, что продукт изначально назывался «биржевые структурные облигации». Может быть, кому-то попадалась на глаза аббревиатура БСО. Но потом был принят закон об изменениях в 39-й ФЗ, в котором сказано, что структурные облигации — это совсем другой продукт. Это продукт, который предусматривает право эмитента

не выплачивать номинал или его часть. Нам даже пришлось провести внутреннюю кампанию по изменению наименования инструмента и обучению наших клиентских менеджеров для того, чтобы продукт, ранее называемый структурной облигацией, больше не назывался таковым. Сейчас этот инструмент имеет название — инвестиционные облигации Сбербанка. А структурные облигации — это то, что мы надеемся выпускать со вступлением в силу закона.

Поделюсь интересным наблюдением. Средний выпуск продукта в формате (тогда еще) биржевых облигаций в 2017 году имел объем на уровне около 350 млн рублей. В 2018-м году, с наращиванием спроса, объем, как ни странно, не снизился, а, скорее, наоборот, вырос. Мы сейчас видим, что объем среднего размещения превышает 700 млн рублей. И, конечно, когда появятся структурные облигации, мы ожидаем, что этот средний тикет сначала снизится. Но по мере повышения знакомства людей с новым продуктом, по мере появления success story, когда люди действительно заработают больше, чем они могли бы заработать на депозите, мы ожидаем, что средний тикет опять начнет расти.

Структурные облигации. Действительно, биржа и регулятор очень много сделали на более чем двухгодичном отрезке. Закон достаточно долго дебатировался, и, честно скажу, с первой редакции до момента уже принятия поправок претерпел сильные изменения. Но, на наш взгляд, продукт получился работающим. Практика, конечно, покажет, как смогут его использовать эмитенты, как его смогут использовать производители продуктов и получится ли у них достойная альтернатива существующим сейчас на рынке иностранным продуктам. Но наше ощущение таково, что работать закон может. Конечно, дьявол кроется в деталях, как всегда, и есть ряд вещей, которые нас в законе смущают. Я просто делюсь с вами нашими наблюдениями. Если кто-то из вас задумывает-

ся о том, чтобы эти продукты создавать, продавать клиентам или даже покупать, то на некоторые моменты стоит обратить внимание.

Закон действительно предусматривает в роли эмитентов кредитные организации, профучастников либо специализированные финансовые организации. И в этом перечне кредитные организации как эмитенты будут стоять в несколько привилегированном положении, потому что им разрешается выпускать структурные облигации без залога. Для профучастников и СФО требуется залог, при этом нам пока непонятно, какие требования к этому залого, соразмерности его с обязательствами эмитента по структурным облигациям будут предъявляться.

Наверное, не открою вам тайну мадридского двора, если скажу, что профессиональные эмитенты на этом рынке обычно используют динамическое хеджирование своих обязательств по такого рода продуктам. А это значит, что хедж может меняться за один день, и даже несколько раз в день. Как в этом случае будет работать и может ли работать залог для тех эмитентов, которые не являются кредитными организациями, нам пока не очень понятно.

Сбербанк уже начал работу по подготовке эмиссионной документации для программы структурных облигаций. И первое, с чем мы столкнулись, это с тем, что, если опять же эмитентом является профессиональный участник (не кредитная организация) или СФО, то для них в моменте невозможно создать программу структурных облигаций. Программы облигаций в настоящий момент не могут существовать с залоговым обеспечением.

Опять же, рынок уже привык к тому, что вначале создается рамочная программа и из нее уже делают выпуски. Для некредитных организаций, к сожалению, эти возможности в моменте недоступны. Это ограничение должно быть снято изменениями в законода-

тельство, которые облегчают эмиссию облигаций вообще и структурных облигаций тоже. Но, вот Елена Игоревна не даст соврать, понимания, когда эти изменения вступят в силу, наверное, ни у кого сейчас нет.

Неквалифицированные инвесторы. Да, Сбербанк как крупнейший российский банк хотел бы предлагать структурные продукты нашим клиентам, которые не являются квалифицированными инвесторами. И мы, в общем-то, видим свою миссию в том, чтобы людей, в том числе, обучать тому, что у них существуют альтернативы, помимо депозита. Сейчас многие уже хотя бы слышали о том, что такое облигации, а некоторые даже инвестировали в них. Но структурные облигации без защиты капитала — это продукт, который, мы думаем, будет интересен нашим неквалифицированным ритейл-клиентам. Соответственно, отсутствие критериев в этой области нас, конечно, останавливает. Хотя опять же мы благодарны регулятору, который очень восприимчив к предложениям рынка.

И, наверное, скажу за Алексея Тимофеева, что мы в НАУФОР ведем с участниками рынка очень профессиональную дискуссию. Поэтому, если какие-то члены НАУФОР захотят присоединиться к этой дискуссии, я думаю, преград не будет. Потому что площадка НАУФОР — это правильное место, правильный форум для обсуждения тех критериев, которые потом представляются на суд регулятора.

Институционалы. Инвесторы-институционалы. Казалось бы, это те квалифицированные инвесторы, которым само провидение велело покупать такого рода продукты. И действительно, мы знаем, что сейчас и страховщики, и пенсионные фонды приобретают структурные инструменты, — но западных эмитентов. Они используют эти инструменты для хеджирования своих обязательств по страховым выплатам, по пенсионным выплатам.

Сбербанк проводил с российскими институциональными квалифицированными инвесторами беседы относительно их потенциальной заинтересованности в приобретении структурных облигаций, когда таковые будут доступны (это уже можно с 16 октября, не дожидаясь критериев для неквалов). Ответ пока был такой: «Ребята, мы работаем через спецдепозитарии, а они не знают, что такое структурные облигации. В правилах формирования инвестиционных портфелей такого термина нет. Поэтому мы не видим себя покупателями, пока не будут предоставлены хотя бы разъяснения нашего регулятора, уважаемого Банка России, о том, что для целей соответствия критериям формирования инвестпортфелей структурные облигации приравниваются к тому-то... или чем-то отличаются от обычных облигаций».

Не секрет, что в свое время регулятор, — видимо, желая противодействовать негативным практикам на рынке — ввел для негосударственных пенсионных фондов ограничение в 10% от инвестиционного портфеля на облигации с плавающим доходом, с защитой капитала и инструменты со встроенным кредитным риском (с кредитным риском третьего лица, конечно, — не эмитента). Допущение было сделано лишь для продуктов, которые имеют в себе в виде базового актива процентные ставки и показатель инфляции. Таких продуктов на российском рынке очень мало, и мы не ожидаем, что они вообще будут популярны в обозримом будущем.

Почему именно 10%, регулятор до сих пор членораздельно не ответил. Понимаем, что причиной стало желание ограничить негативные рыночные практики. Но в реальности это ограничение выливается в то, что лимит действует для всех НПФ. Которые, еще раз подчеркну, являются потенциальными потребителями структурных облигаций российских эмитентов. Поэтому продать им структурные облигации, даже когда это будет разрешено путем введения

соответствующего термина в правила по формированию инвестпортфелей, будет просто невозможно в силу экономического ограничения. Они не смогут съесть больше, хотя, может быть, и хотели бы.

В общем-то, наверное, это то, с чем мы уже столкнулись, работая над эмиссионной документацией по структурным облигациям. Тем не менее, мы совершенно не опускаем руки — и ни в коем случае их не опустим.

Мы работаем с Московской биржей, которая очень гибко реагирует на запросы эмитентов. Вот Анна Кузнецова сказала про новый тариф. Он, конечно, не то чтобы полностью нас устраивал (желание эмитентов как можно меньше платить за инфраструктуру очевидно). Но я хочу сказать, что это желание, в общем-то, перекладывается в намерение и возможность сделать хороший и более экономически интересный продукт для инвесторов прежде всего. Любые снижения тарифа на этом пути мы, конечно, поддерживаем. Ожидаем и дальнейших шагов от Биржи в этом направлении.

Ну, а регулятору мы действительно благодарны за то, что диалог с участниками рынка ведется в очень уважительном ключе. Мы абсолютно понимаем, что регулятору зачастую не хватает знаний и опыта. И, в общем, мы, Эдвард, будем и дальше здесь работать, никуда не уходя с этого рынка, потому что это наш общий рынок и нам в нем жить. Спасибо большое.

**Кирилл Пестов.** Павел, большое спасибо. Здорово, что ты затронул тему именно институциональных инвесторов, потому что сегодня у нас диалог крутился больше вокруг частного клиента. Поэтому я сейчас хотел бы передать слово Максиму Данилову. Он является представителем большой индустрии страховщиков. Чтобы он прокомментировал, как выглядит индустрия структурных продуктов, возможности продажи, инвестирования, с какими сложностями, может быть,

сталкиваются страховщики в этом плане. Было бы очень интересно послушать. **Максим Данилов.** Если мы говорим о продажах, то соглашусь с мнением, что как-то слишком плохо мы думаем о нашем неквалифицированном частном инвесторе. Вот простые цифры: Центральный банк каждый месяц публикует статистику по жалобам и обращениям. Если мы откроем раздел «Страхование», то увидим, что на страхование жизни (а в него инкорпорированы все структурные продукты) приходится порядка 5% всех жалоб. Понятно, дальнейшей детализации нету, но очевидно, что большая часть из этих 5% приходится на кредитное страхование жизни. В итоге мы приходим к некому экспертному заключению, что жалобы на ИСЖ составляют порядка 1% от всех жалоб на страховые продукты, а это где-то 400-500 штук в месяц. Где-то порядка 50 тысяч в год. Притом тот же Сбербанк в этом году продаст порядка, наверное, 100 тысяч договоров инвестиционного страхования жизни. Вот примерно так-то выглядят цифры.

Мы понимаем, что работает некий негативный пиар. Что возникает какая-то странная реакция, сильно искажающая реальную практику работы с этими продуктами в широком ритейле. При этом совершенно очевидно, что есть запрос и регулятора, и крупных компаний на то, чтобы все-таки строить лояльные отношения с клиентом.

Наше СРО участвует во всех рабочих группах НАУФОР по гармонизации базовых стандартов, и я думаю, что и остаток этого негатива мы все-таки снизим. И мы тоже больше поддерживаем позицию, предполагающую не плодить излишний патернализм. Потому что при патерналистском подходе у нас не будет ни действительно образованного, финансово грамотного потребителя, ни хорошего, нормального рынка ценных бумаг. Это с точки зрения продаж.

А вот как институциональный инвестор скажу следующее. Вообще уже

назрела история о том, чтобы вообще разделить регулирование инвестиционной деятельности страховщиков жизни и страховщиков нежизни. Совершенно очевидно, что это разные инвестиционные профили. А у нас почему-то до сих пор Центральный банк пытается привести нормативы в отношении всего рынка страхования. Совершенно очевидно, что у страховщика нежизни первична ликвидность короткая, потому что короткие резервы. Тогда как страховщики жизни — это полноценные инвесторы, они готовы инвестировать, готовы жертвовать ликвидностью ради доходности. И поэтому мы пытаемся с регулятором обсуждать, в том числе, по расширению спектра деривативов, которые страховая компания может использовать в своей деятельности. И обсуждать возможности на рынок прямых инвестиций, в государственно-частное партнерство. Но пока надзор по этому поводу все-таки находится в какой-то выжидательной позиции. Если профессиональное сообщество поможет, мы станем более серьезным инвестором. Ну, как-то так.

**Кирилл Пестов.** Спасибо большое. А существуют ли у страховых компаний какие-то проблемы с точки зрения инвестирования именно в структурные облигации, в какие-то другие структурные продукты? И какие продукты сейчас пользуются наибольшим спросом? **Максим Данилов.** Наша нормативная база не готова сейчас нам позволить покупать структурные облигации. Надо просто банально дорабатывать указание 4297, про инвестирование. Вот, собственно, и все. Тут банально существует разрыв, гэп между тем, где мы находимся, и тем, что нам позволено. Банальный диссонанс, его надо просто поправить. **Павел Васильев.** Елена, вы у нас сегодня единственный представитель регулятора, поэтому все вопросы автоматически адресуются, конечно, вам. Очень вам за это, как всегда, благодарны. Наверное, в защиту регулятора скажу, что в рамках

деятельности рабочей группе при Банке России хедлайн-тематика — это именно разработка критериев для возможности предложения структурных облигаций неквалам.

Но мы понимаем, что всегда можно поднять более широкие вопросы. И мы уже попросили Елену Игоревну и ее коллег ретранслировать соответствующим подразделениям, надзирающим за страховыми организациями и регулирующим их деятельность, вот такую боль. Ретранслировать опасение относительно недоработанности регуляторной базы для структурных облигаций. Не думаю, что Елена Игоревна должна отдуваться за весь Банк России, но...

**Елена Курицына.** Ну, тут действительно, если сидишь один, то кто будет разбираться, где ты в штатном расписании. Место работы — Центральный банк, на этом всё. Спасибо большое, Павел, за то, что побыли моим личным адвокатом.

На самом деле, действительно, очень многие вопросы, которые сегодня обсуждались, адресованы Службе по защите прав потребителей в первую очередь. Очень многие вопросы, которые сегодня обсуждались в последней части, адресуются моим коллегам из надзорных подразделений. Вчера мы начали обсуждать еще важную тему того, как выпуск структурных облигаций из баланса кредитных организаций (и, соответственно, стоящие против этого хеджирующие сделки) будут отражаться в банковском регулировании. Будет ли какое-то специальное регулирование? Или наши коллеги из банковского надзора считают, что всего и так достаточно, никаких изменений не потребуются. Мы эту внутреннюю работу начнем, но, к сожалению, вынуждена констатировать, что сейчас у меня ответа на эти вопросы нет. Эти вопросы должны быть адресованы правильным людям, которые будут на них отвечать уже с точки зрения своих компетенций и своих целей и задач.

**Кирилл Пестов.** Большое спасибо, Елена. Алексей, ваша организация представляет





большой класс именно институциональных инвесторов. Наверняка у вас тоже запланировала какая-то работа в направлении, скажем так, улучшения законодательства для того, чтобы институциональные инвесторы могли инвестировать какие-то страховые и пенсионные деньги, в том числе, в структурные продукты. Может быть, анонсируете что-то?

**Алексей Тимофеев.** Это действительно так, определенная работа запланирована. Думаю, что рабочая группа, которая создана в НАУФОР, станет базой для обсуждения очень широкого круга тем.

Сейчас злобой дня является определение критериев доступа неквалифицированных инвесторов к структурным инструментам. И, может быть, какие-то эмиссионные вопросы. А далее посмотрим, заслуживает ли тема большей институционализации. Если будет тематика (а она, видимо, есть), то рабочая группа превратится в комитет. Может быть, мы объединим усилия с нашими коллегами.

Я как раз хотел анонсировать то, что будет следующей задачей рабочей группы Национальной ассоциации участников фондового рынка. Это — механизмы продаж, категоризации инструментов, категоризации риск-профилей. Также, может быть, процедура верификации этих инструментов в соответствии со стандартами НАУФОР как саморегулируемой организации.

Всем этим как раз и будет заниматься названная рабочая группа. Заниматься этим она будет вместе с нашими коллегами из ВСС, которые в этом смысле пошли даже несколько дальше НАУФОР, разработав стандарт (или, точнее сказать, общие черты) регулирования процесса предложения. В части инвестиционного страхования жизни эта работа сделана. Дальнейшая работа, коль скоро это инструменты очень сходны по своей природе, будет вестись совместно. И мы, НАУФОР и ВСС, будем думать о том, как усилить эту работу, как объ-

единить большее количество заинтересованных организаций.

И да, хотелось бы, чтобы Павел, если ему не станет скучно, продолжил свою работу в качестве руководителя этой группы. Я очень надеюсь на то, что он сможет подхватить тему за темой.

**Кирилл Пестов.** Большое спасибо. К сожалению, время нашей дискуссии подошло к концу. Мы сегодня подняли очень много важных, больших тем. Конечно, все в полтора часа не уместить. И, как обещал, буквально пять минут отвожу на вопросы спикерам, если кто-то хочет их задать. Сразу предупрежу, что, наверное, всех мы не сможем пообщаться со спикерами в кулуарах. Итак, вопросы есть?

Вопрос из зала. Добрый день, коллеги. Спасибо за дискуссию. Подскажите, пожалуйста, правильно я услышала, что сейчас страховщикам не разрешено пока выпускать структурные облигации? **Максим Данилов.** Что значит выпускать? Мы покупатели. Просто страховое инвестиционное законодательство не понимает, что такое структурная облигация и нет отдельного норматива. Тут вопрос только методологический.

**Павел Васильев.** Страховщики не эмитенты. У них есть прекрасный продукт (ну, прекрасный ли, можно спорить, но продукт) — инвестиционное страхование жизни. Которое, в общем-то, и является структурным продуктом плюс страхование жизни в одном пакете.

Они — потребители, они должны покупать продукты, которые выпускают банки, профессиональные участники фондового рынка (потенциально — и специализированное финансовое общество) как хедж этих своих обязательств. **Кирилл Пестов.** Еще вопросы будут?

**Вадим Дьяченко.** Вадим Дьяченко, Минфин. Анна Васильевна Кузнецова упомянула наши облигации ОФЗ, привязанные к инфляции. Хотелось бы понять, как именно вы к ним относитесь? Это первый вопрос.

Второй вопрос к страховщикам — насколько вообще интересны эти инструменты вам? Спасибо.

**Анна Кузнецова.** Я к ним отношусь отлично, как и ко всем остальным выпускам ОФЗ. Но там тело привязано к инфляции, ну и теоретически, если вдруг будет дефляция, то могут быть вопросы с погашением основной суммы. Пока этого не предвидится. А так — прекрасный выпуск.

В моем понимании, он должен быть интересен институциональным инвесторам, — может быть, даже в первую очередь пенсионным фондам. И мне кажется, в какой-то момент времени они к нему интерес и проявляли. Но на фоне понижающейся инфляции они находили другие, более привлекательные инструменты.

**Кирилл Пестов.** Коллеги, еще вопросы будут?

**Сергей Седов.** Добрый день, Сергей Седов, компания «Петербург Капитал». У меня вопрос к Елене по поводу эмитентов. Интересуют специализированные финансовые общества. В законе никак не прописана конкретика по этому обществу: какие требования предъявляет регулятор, планируете ли вы расписать, что это за форма, кто им может стать?

**Елена Курицына.** Ну, вообще в законе «О рынке ценных бумаг» (не в изменениях, а в базовом законе «О рынке ценных бумаг») это понятие уже есть. Более того, уже есть сами эти общества. Поэтому если рынок идентифицирует потребность что-то здесь уточнить, то давайте это обсуждать, потому что на этапе подготовки законопроекта участники...

**Сергей Седов.** Но СФО там участвуют как эмитенты акционерных фондов?

**Елена Курицына.** Нет, это не связано с акционерными фондами. Специализированные финансовые общества — это SPV, которые введены в российском праве, не помню точно, кажется, в 2014 году. Началось это еще

с ипотечных ценных бумаг, был специальный ипотечный закон. А потом в законе о рынке ценных бумаг появились СФО.

**Павел Васильев.** Я могу сказать, что мы используем формат специализированного финансового общества в своей деятельности именно для выделения конкретных активов. И, соответственно, выпуска облигаций, которые обеспечены этими активами и платежи по которым финансируются денежными потоками по этим активам. Мы, честно говоря, не видим никаких проблем для использования СФО в качестве эмитента структурных облигаций, — с учетом тех моментов, которые я упомянул (залог и требования к нему). Но это специфика не СФО, это именно специфика продукта. СФО — прекрасно работающая вещь, SPV в российском праве — это один из хороших примеров того, как западные лучшие практики переезжают на российский рынок и начинают на нем хорошо работать. Реестр управляющих компаний есть у Банка России, инфраструктура вокруг этих компаний существует, бухгалтерские организации, представители владельцев облигаций — все, в общем, по нашей практике работает нормально.

**Кирилл Пестов.** Коллеги, последний вопрос, и будем завершать.

**Из зала.** Коллеги, здравствуйте. У меня точечный вопрос по проекту стандартов эмиссии структурных продуктов и раскрытию ключевых условий выпуска. В проекте указывается, что ключевые условия должны быть раскрыты Центральному банку России не позднее, чем за один день до начала размещения. Если ключевые условия Банк России по каким-то причинам не устроят, то какие могут быть последствия для эмитента? Спасибо.

**Елена Курицына.** Спасибо большое за вопрос. Мы исходили из того, что саму формулу (то есть привязку к тем изменениям, тем событиям или тем факторам, которые являются основой

для структурирования продукта) участники рынка показывают регулятору на этапе регистрации решения. А когда профучастник уже начинает предлагать продукт к приобретению, то регулятор видит лишь конкретные цифровые значения по этим обстоятельствам. И, строго говоря, у Банка России на этом этапе не будет возможности сказать, что ему эти цифровые значения нравятся или не нравятся. На этом этапе мы можем лишь сказать, что участник рынка эти значения установил, и теперь его задача их правильно, корректно и в полном объеме довести до того субъекта, которому это предлагается.

**Кирилл Пестов.** Большое спасибо. Хочу еще раз поблагодарить всех спикеров за то, что приняли участие в обсуждении. Думаю, дискуссия всем понравилась. Всего хорошего. □