

Не разочаровать!

В рамках ежегодной конференции «Российский фондовый рынок 2019» состоялся диалог Председателя Центрального банка Российской Федерации Эльвиры Набиуллиной и Олега Вьюгина. Обсуждались вопросы защиты инвесторов от рисков, связанных с развитием фондового рынка

Фотографии Павел Перов

Олег Вьюгин. Уважаемые участники, как и планировалось, сейчас состоится беседа с Председателем Центрального банка Российской Федерации Эльвирой Сахипзадовной Набиуллиной. Вопросы, которые мне хотелось бы обсудить, во многом вытекают из того, что мы сегодня слышали от наших спикеров на панельной дискуссии. Хотя мне, конечно, хотелось бы задать еще один вопрос, который здесь не звучал.

На конференции довольно много времени было уделено позитивному событию — изменению отношения граждан к фондовому рынку. Мне хотелось бы эту тему продолжить с Эльвирой Сахипзадовной и услышать ее мнение на те же вопросы, которые я здесь уже задавал: действительно ли этот сдвиг является серьезным (не краткосрочным), что еще нужно сделать и какие риски возникают? Потому что мы вовлекаем в инвестиции на фондовом рынке граждан,

в том числе, с не очень большими деньгами. А фондовый рынок — это не депозит, который гарантирован государством через АСВ. Давайте на эту тему поговорим. Пожалуйста, Эльвира Сахипзадовна.

Эльвира Набиуллина. Добрый день! Прежде всего, приветствую всех участников конференции НАУФОР. Рада поговорить на темы развития фондового рынка. Регулятор всегда видел его большой нереализованный потенциал. В силу исторических обстоятельств в России доминирующую роль играет банковский рынок. Однако доминирующую роль он имеет во многих странах, но, тем не менее, там развивается и фондовый рынок.

Мы действительно видим сдвиг в отношении населения. Хотелось бы надеяться, что он не краткосрочный. Количество людей, которые зарабатывают на фондовом рынке, растет, причем растет значи-



мыми темпами. Этот сдвиг обусловили несколько факторов.

Прежде всего, низкая инфляция и снижение реальных ставок привели к тому, что банковские депозиты стали менее привлекательны. Люди успели привыкнуть к высоким доходам по депозитам и стали смотреть на альтернативы банковским вкладам. Эти альтернативы, кстати, предлагаются тоже банками: мы видим, что именно банки были активны в обеспечении этого сдвига.

Второй важный фактор — на фондовом рынке не было значимых дефолтов, которые могли бы напугать инвесторов. Важно, чтобы эта тенденция продолжалась.

Появились низкорисковые инструменты, которые интересны для розничного инвестора: я, прежде всего, говорю о государственных ценных бумагах. На наш взгляд, нормально, когда спрос движется от простого к сложному. Пока у отечественных инвесторов нет аппетита к каким-то структурным, сложным инструментам, но для нашего состояния рынка это нормально.

Конечно, сыграли свою роль и решения в области налогообложения. Вокруг них было много споров, но, как мне кажется, сама жизнь показывает, что были приняты правильные решения, которые позволили рынку развиваться.

Мы видим и дальнейший потенциал фондового рынка. Если проанализировать структуру денежных накоплений российских граждан, то инструменты финансового рынка занимают там приблизительно 15%, и эта доля удвоилась за 6 лет. (В Германии — 24%, во Франции, насколько я помню, — 30%, в США — больше 50%). Есть потенциал как минимум удвоить эту цифру, тогда мы выйдем на уровень Франции.

Это значит, что, если сейчас на рынке работает около 2 млн человек, то может работать 4 млн, а может быть, даже и больше.

Мои коллеги из Центрального банка в свое время проводили анализ, сколько



в стране имеется активных пользователей банковских депозитов, активных вкладчиков. Года два назад таких было 12 млн человек. Вот от этой цифры мы можем «плясать», определяя, сколько может быть клиентов на фондовом рынке. Понятно, не все даже из активных держателей банковских счетов смогут стать клиентами фондового рынка, но даже если будет половина, то это — большой потенциал развития. Факторы, которые обеспечили этот сдвиг, сохраняются, и в ближайшие годы мы собираемся создавать условия, чтобы его обеспечить.

Олег Вьюгин. Рано или поздно, но Центральный банк, видимо, снизит

базовую ставку. На мой взгляд, это произойдет достаточно скоро. Что случится потом? Доходность инструментов с фиксированной доходностью будет не такой прекрасной, как этого хочется российским гражданам. Можно ожидать, что люди пойдут в акции, есть такое ощущение. Акции — более рискованный инструмент. В связи с этим вопрос такой: все-таки насколько правильно сейчас регулятор оценивает перспективу этих рисков, насколько мы будем способны защитить инвесторов, особенно неквалифицированных, от этих рисков?

Эльвира Набиуллина. Изначально вы задали более общий вопрос: что про-

исходит с рисками при таком бурном развитии рынка? Серьезное развитие рынка часто сопряжено с некоторыми рисками. Мы эти риски видим. Один из них вы назвали.

Но я бы назвала более общий риск. На фондовый рынок пришел розничный инвестор, важно его не разочаровать. Отрасль во многом сейчас ориентирована на краткосрочные выгоды и на достаточно большую маржинальность. В погоне за краткосрочной прибылью (а мы видели, к сожалению, массовое распространение мисселинга на ряде сегментов рынка, прежде всего речь идет об инвестиционном страховании жизни) действия профучаст-

ников могут оттолкнуть розничных инвесторов. И, конечно, важно, чтобы этого не произошло. Потому вопросы защиты инвесторов от такого рода рисков — рисков, связанных с развитием сектора, будут в приоритете внимания регулятора.

Это касается и акций. Мы считаем, что переход к более сложным продуктам должен идти постепенно. Здесь очень важно разделение инвесторов — на неквалифицированных и квалифицированных. Идет много споров на эту тему, у отрасли есть озабоченность. Регулятор, тем не менее, считает важным это сделать, в том числе для того, чтобы обеспечить долгосрочную привлекательность рынка для розничных инвесторов.

Точно так же у нас было много споров (они продолжают идти) относительно инвестиционного консультирования. Закон был принят, сейчас мы ожидаем, что саморегулируемые организации отработают свои стандарты, чтобы дальше уточнить нюансы. На наш взгляд, это тоже очень важно для того, чтобы сохранить доверие к растущему рынку.

Следующий момент — раскрытие информации. Надо раскрывать информацию инвесторам! Конечно, с другой стороны, регулятор подкрепляет это действиями по развитию финансовой грамотности, будет развивать поведенческий надзор, введена процедура контрольной закупки. Все это для того, чтобы у инвесторов была защита от рисков.

Конечно, встает вопрос: где проходит граница разумной защиты инвесторов. Многие сравнивают фондовый рынок с банковской сферой, где уровень защиты вкладчиков достаточно высок. Но на финансовом рынке мы еще только должны будем нащупать этот уровень защиты инвесторов. Для нас важно, чтобы не было разочарований и чтобы переход к продуктам с более высоким риском происходил

постепенно, чтобы инвесторы понимали риски. Если я ответила на ваш вопрос.

Олег Вьюгин. Мне кажется, что в вопросах защиты инвестора Центральный банк должен быть очень требовательным и достаточно жестким, — именно заботясь о перспективах рынка. Я хорошо помню, что кризис 2008 года принес огромное разочарование людям, которые не продуманно брали рыночные риски, потому что им никто ничего не говорил о рисках и никто их от рисков не защищал. Это один аспект.

Второй аспект (который, кстати, обсуждался на панельной дискуссии) заключается в том, что обязанность создавать защиту от рисков ложится также и на самих посредников, которые предлагают конкретные продукты конкретным людям.

Эльвира Набиуллина. Могу только согласиться. Мне кажется, отрасли еще предстоит пройти путь от ориентации на клиента, который только что появился, — к ориентации на долгосрочного клиента. Это значит, что клиент должен быть как минимум не разочарован, это в интересах самой отрасли. Может быть, еще непонятно, насколько тенденция прихода массового инвестора на фондовый рынок будет длинной. Но есть все основы для того, чтобы она была длинной, и важно работать с клиентом для долгосрочной перспективы. Конечно, и на отрасль, и на саморегулируемые организации ложится очень многое. Регулятор рассчитывает на диалог с самими участниками рынка, в котором можно будет выстраивать механизмы защиты. И не видеть в них чрезмерную регуляторную нагрузку. Регулирование — необходимо для отрасли, чтобы она развивалась.

Олег Вьюгин. О регуляторной нагрузке мы поговорим чуть попозже. А сейчас я бы хотел вернуться к другому вопросу. Как вы считаете, в части

стимулирования притока розничных инвесторов на фондовый рынок — что недоделано, что надо сделать?

В частности, тут достаточно много говорили про второй тип ИИСов (не знаю, правильно ли я их называю), про категоризацию инвесторов. Нельзя ли на этом остановиться несколько подробнее?

Эльвира Набиуллина. Нужно доделать то, что мы недоделали. Хочу подчеркнуть, что регулятор будет действовать здесь обязательно в диалоге с отраслью. Мы стараемся это делать, в том числе, выпуская консультационные доклады, проводя встречи. В ближайшее время все-таки нужно принять на законодательном уровне категоризацию инвесторов. Это необходимый элемент для обеспечения доверия на рынке и противодействия разочарованию.

Знаю, что сегодня поднимался вопрос про ИИСы первого и второго типа. Мы видим, что для отрасли ИИСы первого типа более интересны, — наверное, обеспечивают более высокую маржинальность. Но должны развиваться и ИИСы второго типа, где инвестор более долгосрочный. Нужно найти баланс. Никто не говорит о том, что нужно отказываться (во всяком случае, позиция Центрального банка такова) от ИИСов первого типа, надо, чтобы они остались привлекательными. Но мы хотели бы, чтобы ИИСы второго типа были более интересными. ИИСы второго типа — более долгосрочная бизнес-модель.

Регулятор сейчас видит, что для отрасли ИИСы первого типа более привлекательны, потому что дают большую маржу в краткосрочном периоде. Надо посмотреть, как из этого равновесия постепенно выходить, для того чтобы и отрасли, и инвестору были интересны ИИСы второго типа.

Олег Вьюгин. Да, это правильно, я с этим согласен. Спасибо.

Теперь комплекс вопросов, связанных с регуляторной нагрузкой. Действительно, есть проблема: крупный посредник имеет возможность потратить ресурсы на то, чтобы соответствовать требованиям надзора, отчетности, проводить проверки, которые осуществляет Центральный банк. У маленького (или относительно меньшего) посредника удельные затраты на такие действия (регуляторные и надзорные) существенно выше. И это, конечно, делает конкуренцию несправедливой в каком-то смысле. Сейчас НАУФОР любит приводить цифры, что это приводит к сокращению количества посредников на рынке, к концентрации капитала и клиентской базы у крупных посредников и т.д.

Я хотел бы услышать, что по этому поводу думает Центральный банк. **Эльвира Набиуллина.** Спасибо. Действительно, вопрос острый, обсуждается достаточно активно. При этом мы не считаем, что целесообразно (в плане развития рынка) снижать общий уровень требований. Эти требования все-таки обусловлены необходимостью защиты потребителей, необходимостью управления рисками. А снижать надо — издержки в выполнении этих требований. Поэтому мы будем смотреть на снижение регуляторной нагрузки именно в этой части.

Безусловно, на фондовом рынке имеет место концентрация, как и во многих других частях финансового рынка. Здесь (я уже об этом упоминала) свою роль сыграл тот фактор, что первыми продвигать продукты финансового рынка начали банки, крупные банки, пользуясь наличием клиентской базы. Наличие клиентской базы они переводили в маржу на новых участках. Но очень важно (как для регулятора, так и для рынка), чтобы на этом рынке могли справедливо

конкурировать участники разного размера и разного типа (банковские и небанковские). Поэтому мы здесь также придерживаемся принципа постепенного внедрения пропорционального регулирования. Мы, может быть, чуть быстрее продвинулись в регулировании банковском. Но на фондовом рынке также недавно были введены изменения, которые, например, брокеров делят на три группы (крупные, средние и малые). И регулятор собирается дифференцировать требования по ним. Например, требование необходимости организации внутреннего аудита или наличия в штате определенного количества квалифицированных специалистов будет действовать для крупных участников рынка. Но важно сохранить адекватный уровень защиты потребителей. Не должно быть так, что если профучастник маленький, то ему можно не защищать права потребителей.

Кстати, о проверках. Мы тоже считаем, что малые компании не нужно проверять регулярно: проверять их следует, если возникают либо жалобы, либо отклонения в отчетности. То есть, проверки должны быть вызваны определенными триггерами.

Продолжая говорить о развитии регулирования: есть темы, которые мы должны обсудить дополнительно. В том числе, вопрос сегрегации активов. Внутри Центрального банка идет обсуждение эффективности сегрегации: насколько она работает/не работает. Мы видим, что она работает для учета, да и то не везде. А вот в небанковской сфере сегрегация не работает; не работает на уровне клиринговой организации: клиринговая организация видит общий пул активов, и, соответственно, для нее возникают риски. Есть плюсы, есть минусы, есть зарубежный опыт. Регулятор должен будет обсудить все это с рынком. Но, на наш взгляд, про-

цедуру сегрегации активов клиента от собственных активов профучастника мы должны будем пройти. Это тоже защита клиентов.

Мы при этом в плане регулирования думаем над тем, как дестимулировать те бизнес-модели, которые ориентированы исключительно на показатели частоты продаж и частоты операций. Когда бизнес-модель предполагает зарабатывание денег на комиссии от каждой операции клиента, от работы с плечом. Здесь еще много вопросов, которые надо обсудить. Будем исходить из того, что новое регулирование не должно сопровождаться чрезмерной нагрузкой по исполнению требований регулятора. Тем более что развитие новых технологий позволяет уменьшать издержки не только для самих компаний, которые работают на фондовом рынке, но и издержки регулирования, если правильно к этому подходить.

Олег Вьюгин. А вот как раз к вопросу о том, как цифровые технологии (которые сегодня активно развиваются всеми участниками рынка) могут повлиять на самих участников рынка. Ведь это очень любопытная тема. Дело в том, что сегодня крупнейшие игроки пытаются (используя, естественно, огромный объем информации, который сегодня получают от своих клиентов) сконцентрировать в своих руках как можно большее количество сервисов, существенно снизить удельные затраты на работу с клиентом и тем самым резко расширить клиентскую базу, с которой они работают. То есть вроде бы все идет в правильном направлении: клиенты меньше тратят на услуги, а посредник при этом все равно оказывается при своей выгоде (или при своем доходе). Это одна сторона, ее можно обсудить.

Другая сторона такова, что новые технологии меняют ситуацию тотально, за границами одного рынка. Если



все-таки будет реализована концепция API, это радикально изменит ситуацию. Поскольку клиентам, которым нужен сервис на финансовом рынке, можно будет получить его совершенно по другому принципу, не обращаясь даже к конкретному посреднику, а обращаясь к платформе. Вот хотелось бы услышать мнение, как это повлияет на инфраструктуру, на профучастников и на сами сервисы? Вопрос, безусловно, непростой и несколько футуристический. Но я думаю, что у Центрального банка есть, по крайней мере, понимание, какие нужно совершать действия сейчас в части развития технологий.

Эльвира Набиуллина. Наверное, не такой уж футуристический. Технологии уже сейчас меняют мир и очень быстро проникают в финансовую сферу. Мы, кстати, здесь не отстаем от многих стран, а где-то даже идем впереди. И это была целенаправленная политика регулятора — создать условия для развития финансовых технологий и начать активно регулировать там, где технологии приобретают массовый характер и создают возможные массовые риски для потребителей. Мы считаем, что, регулируя, должны давать возможность для развития новых технологий.

Конечно, всех беспокоит судьба финансового посредничества при развитии новых технологий. Останутся ли посредники, останутся ли брокеры? На наш взгляд, они останутся, — но должны будут измениться, безусловно. Значительная часть в цепочке предоставления услуг будет роботизирована, будет передана машинам. Но будет и увеличиваться значение той части, которая завязана на действиях человека, на консалтинге. И, конечно, это поменяет бизнес-модель, на которой будут зарабатывать наши финансовые посредники.

Безусловно, издержки на одного клиента будут падать. И регулятор видит (мы уже об этом говорили в первой части конференции), что бизнес-модель сейчас во многом такова: не очень большое количество клиентов с большой маржой. Технологии сделают выгодной модель, когда для отрасли будет выгодно большое количество клиентов (может быть, с меньшим чеком). Потому что издержки на работу с каждым клиентом будут сокращаться, будет предлагаться больше персонализированных продуктов.

Безусловно, при такой трансформации особую роль и особое значение приобретают вопросы конкуренции. Многие (я, в том числе) связывают развитие технологий с тем, что увеличится поле для конкуренции. И небольшие игроки смогут с помощью финансовых технологий конкурировать с крупными. Но мы понимаем, что финансовые технологии могут привести также и к усилению монополистической роли крупных игроков, потому что именно у них есть ресурсы выстраивать платформы, экосистемы. Задача регулятора — выстраивать инфраструктуру, которая будет доступна для всех участников рынка. На которой смогут предлагать свои продукты и сервисы (с применением своих новаций) все участники рынка. Именно в этой логике выстраиваются новые инфраструктурные проекты: маркетплейсы, система быстрых платежей (в которой должны будут участвовать не только банки), развитие биометрических методов, дистанционных каналов. Кстати, рост численности розничного инвестора пошел в основном благодаря дистанционным каналам, когда преимущество физического наличия отделения перестает быть решающим преимуществом для роста клиентуры. Российский финансовый рынок может стать единым рынком —

не региональным, не рынком отдельной финансовой компании. Это становится возможным благодаря новым технологиям. Задачу регулятора мы видим в том, чтобы новые технологии работали на развитие конкуренции, а не на консервацию монополизма. И здесь мы тоже открыты к диалогу. К тому, чтобы участники рынка нам подсказывали, где возникают риски монополизации, где важно развивать конкуренцию с тем, чтобы новые технологии действительно работали на всех.

Олег Вьюгин. Очень важный момент! Хочу, чтобы это услышали все: наличие общедоступных платформ доступа к финансовым инструментам для широкого круга инвесторов — это гарантия того, что конкуренция будет развиваться и не произойдет монополизации рынка одной экосистемой. Или даже двумя — это все равно олигополия. Очень важно, что Центральный банк к этому относится так, как мы сейчас услышали. Перспективные бизнес-модели нужно строить, исходя из такого посыла.

Эльвира Набиуллина. Это очень важно, да. Нам иногда задают вопрос: «Регулятор начинает развивать эти проекты, — но, может быть, вы вторгаетесь в то, что должен делать сам рынок?» Однако мы видим, что такие проекты могут делать только некоторые крупные участники. Мы должны создать инфраструктуру открытого пользования с понятной, прозрачной структурой установления финансовых отношений. Чтобы ей доверяли и чтобы появилась сама такая возможность.

Еще раз: мы не собираемся подменять собой рынок, мы лишь делаем возможным развитие конкуренции на этом рынке, развивая сервисы, инфраструктуру, услуги.

И да, мы поддерживаем API.

Олег Вьюгин. Да, я это понял между строк. Просто всему свое время, но, на мой взгляд, это тоже неизбежное решение, которое принесет только пользу. Кому пользу? Пользователям.

Еще один вопрос, он связан с такой тенденцией, что на ряде крупнейших рынков мы видим снижение интереса к публичности компаний. То есть, все больше и больше денег (хотя пока, конечно, коренного перелома не произошло) идет в компании через модель private equity. Не очень большие или средние компании находят деньги для своего развития не путем выпуска акций на публичный рынок, а путем привлечения средств через частное размещение.

Причем провайдеры этих денег — необязательно частные private equity фонды. Вернее, это всегда private equity фонды, но они не обязательно являются концентрацией розничных вкладчиков, теперь это могут быть просто крупнейшие компании как таковые. Например, Amazon сейчас очень поощряет ситуацию, когда его работники увольняются и берут на себя ответственность создать частную компанию, которая будет делать разработки для Amazon, создавать новые сервисы. Amazon дает им деньги на такие разработки. Эта тенденция есть — и впоследствии она может оказать серьезное влияние на рынки.

Вот как вы смотрите на эту тенденцию — будем воспринимать ее как есть или все-таки нужно что-то делать?

Эльвира Набиуллина. Наши отечественные проблемы связаны с тем, что у нас еще и private equity не очень развит, нужно развивать эту форму привлечения средств (или, наоборот, инвестирования, это с какой стороны смотреть). Конечно, для розничного инвестора также интересны публичные компании. Потенциал для инвестиций розничного инвестора (с небольшим,

в том числе, чеком) — это публичные компании.

Мы будем настраивать регулирование так, чтобы была возможность работать и для инвесторов, которые хотят вкладываться в рамках private equity, и для розничного инвестора. Конечно, надо создавать условия, чтобы было много отечественных публичных компаний. У нас их сейчас совсем немного, в этом отношении набор возможностей для вложений пока не очень велик.

Олег Вьюгин. Я понял, будем наблюдать. Это, наверное, сейчас самая правильная тактика.

Эльвира Набиуллина. Было бы неправильно начать регулировать процесс, который в нашей стране еще даже не проявился и не показал свои риски.

Олег Вьюгин. Кроме того, все-таки деньги публичного размещения довольно дорого достаются, потому что в этом формате работают менеджеры, консультанты, действуют требования к системе отчетности и так далее. Я не призываю аннулировать эти расходы и тем самым повысить риски. Хорошо, будем наблюдать.

30 минут, выделенные для этого разговора, в принципе, истекли. Но может быть, вы хотели бы сказать что-то еще, — пожалуйста, есть такая возможность.

Эльвира Набиуллина. Я хотела бы обратиться ко всем участникам индустрии. Во-первых, поблагодарить за ту работу, которую вы ведете. Благодаря именно вашей активности на фондовом рынке стал возможен тот сдвиг, о котором сказал Олег Вячеславович. Мы видим, что розничный инвестор стал верить фондовому рынку. Это важное достижение и, прежде всего, это ваше достижение. Сейчас мы, конечно, хотели бы создать все условия, чтобы этот инвестор не разочаровался. И чтобы у вас были возможности

зарабатывать деньги на этом рынке не на короткой, а на длинной дистанции, одновременно внося вклад в экономическое развитие нашей страны, которая нуждается в инвестициях, нуждается в длинных деньгах. Мы, может быть, не обсуждали общие задачи экономического развития, но, поверьте, фондовый рынок мы рассматриваем как важный элемент вклада в общее экономическое развитие нашей страны.

Спасибо за внимание. □

