

# Диалог об инвесторе

В рамках ежегодной конференции «Российский фондовый рынок» НАУФОР провела 12 мая онлайн-сессию «Диалог с регулятором». В дискуссии приняли участие Председатель Банка России Эльвира Набиуллина и Председатель Совета директоров НАУФОР Олег Вьюгин.

Фотографии Павел Перов

В ходе трансляции обсуждалось увеличение роли розничных инвесторов на национальном рынке, развитие системы ИИС, налоговое стимулирование долгосрочных инвестиций, проблема миссинга, роль институциональных инвесторов и другие важные темы.

**Олег Вьюгин.** Добрый день, уважаемые слушатели и зрители, наша онлайн-сессия «Диалог с регулятором» организована в рамках длящейся во времени конференции НАУФОР. Сегодня здесь в студии Олег Вьюгин и Эльвира Сахипзадовна Набиуллина, Председатель Центрального банка.

**Эльвира Набиуллина.** Добрый день.

**Олег Вьюгин.** Мы постараемся строить сегодняшний диалог в виде достаточно свободного разговора. Но в любом случае, конечно, мы заготовили вопросы, о которых хотелось бы поговорить прежде

всего. Надеюсь, что суть этих вопросов, их содержание соответствуют тому, что интересует рынок.

Предлагаю начать, Эльвира Сахипзадовна, с такой темы, которая всегда возникает в самом начале разговора. Российский фондовый рынок уже имеет довольно приличный послужной список, очень многие участники рынка и независимые эксперты оценивают его как хорошо развитый, интересный для инвесторов. Но время идет, и важно от этого времени не отставать.

Поэтому первая тема, которую хотелось бы обсудить, сводится к двум вопросам. Во-первых, каковы задачи и цели развития на ближайшее будущее, как их видит регулятор (и, может быть, рынок, если мне будет позволено что-то по этому поводу тоже сказать)? И во-вторых, что предстоит сделать, на каких проблемах надо



сосредоточить внимание? Уважаемые зрители, мы хотим сейчас попытаться определить, на чем в ближайшее время нужно сосредоточить внимание регулятора, это, соответственно, будет важным также и для деятельности участников рынка.

**Эльвира Набиулдина.** Спасибо. Еще раз хочу сказать, что я рада такой форме диалога. Одним из принципов политики Центрального банка является именно активный диалог с рынком, выработка общего понимания ситуации, общего понимания задач. У нас иногда бывают расхождения, но это, наверное, нормально, и такие диалоги важны.

Российский фондовый рынок действительно динамично развивается, все об этом говорят. Напомню, несколько лет назад все жаловались друг другу, что отечественный фондовый рынок недоразвит, практически стагнирует, развивается очень медленными темпами. Толчок развитию фондового рынка, конечно, дал массовый приход розничного инвестора. Это качественное изменение.

Но что очень важно? Чтобы степень развития фондового рынка рассматривали не только в его доле к ВВП, в объемах и вообще в количественных характеристиках. Мне кажется, на первый план сейчас выходят

качественные задачи, если можно так их назвать.

Проблемы и задачи всегда связаны, если мы выделяем проблему, то наша задача — найти ее решение. Что в связи с этим я хотела бы отметить? Что регулятору было бы крайне желательно, чтобы на фондовом рынке крепла культура долгосрочных отношений инвесторов, эмитентов и собственно финансовых посредников.

Нас беспокоит, во-первых, мисселинг и миспрайсинг. Вы знаете, что об этом много говорилось в последнее время. Беспокоит потому, что эти явления могут разрушить доверие на рынке, они не способствуют развитию



долгосрочных отношений на фондовом рынке.

Вторая проблема (которая, соответственно, является будущей задачей) — чтобы сбережения и инвестиции (как некоторая трансформация сбережений) работали прежде всего в российской экономике как долгосрочный инвестиционный ресурс. Очень важно развитие процесса инвестиций именно в российскую экономику. Для этого нужно очень многое сделать. Нужно, чтобы у нашего рынка была развитая инфраструктура. Надо сказать, уровень инфраструктуры российского фондового рынка (мы всегда это подчеркиваем) находится на уровне лучших мировых стандартов: но важно эти мировые стандарты постоянно поддерживать. Все развивается, требования к инфраструктуре тоже развиваются. Далее, нужно развитие институциональных инвесторов. Класс институциональных инвесторов на российском рынке присутствует, но он недоразвит. И, конечно, возросший спрос розничных инвесторов, который мы сейчас видим, должен удовлетворяться разнообразием инструментов. Мы видим, что сейчас в основном развит сегмент инвестиций в рынки облигаций, а долевого финансирования развито очень мало. Здесь, конечно, есть перспективы, поэтому нужно этим заниматься.

Конечно, при этом не следует забывать об устойчивости профессиональных участников финансового рынка. Регулятор последние годы много работал вместе с рынком для того, чтобы создать соответствующее регулирование и надзор, чтобы на рынке работали только очень добросовестные и профессиональные участники, чтобы и инвесторы, и эмитенты могли им доверять. Поддержание этой финансовой устойчивости — важный приоритет.

И, конечно, неизменно важным является развитие конкуренции. Важно, чтобы при развитии новых техноло-

гий, открытости рынка к инновациям (важная характеристика для нынешнего времени) существовал соответствующий уровень конкуренции, потому что это выгодно всем участникам рынка.

Я надеюсь, что мы не сильно расходимся с участника рынка в том, как видим проблемы и задачи.

**Олег Вьюгин.** Думаю, что да: вряд ли сильно расходимся. И действительно, вы правы, мы очень часто обращаем внимание на количественные показатели — сколько розничных инвесторов, сколько IPO, сколько профессиональных участников, доля в валовом внутреннем продукте, динамика и прочие показатели рынка. А забываем, что за всеми этими показателями стоят качественные показатели.

**Эльвира Набиуллина.** Абсолютно.

**Олег Вьюгин.** А качественный показатель — это, в значительной степени, стремление профессиональных участников быть конкурентоспособными не только сегодня, не только в моменте, но конкурентоспособными надолго. И мне кажется, что в этом смысле формирование крупных, средних и небольших участников рынка сейчас только еще происходит. Люди начинают очень хорошо осознавать, что они на рынке должны присутствовать надолго. Может быть, позже мы опять этой теме коснемся, но уже с некоторыми конкретными мыслями и идеями.

Но если говорить об итогах, то всплеск интереса розничных инвесторов к фондовому рынку происходит в формате как бы индивидуального выхода на этот рынок, что ли. С крупными частными инвесторами все понятно: они могут нанять себе инвестконсультантов и работать индивидуально с ними. А вот институты, которые должны собирать не очень крупных инвесторов, в реальности большого количества инвесторов на себя не концентрируют. Хотя условия

для таких структур номинально как бы созданы и работают.

Поэтому мне кажется, что сейчас имеет смысл попытаться ответить на такой вопрос: как оптимально организовать инвестиции граждан на фондовом рынке, имея в виду (это понятно) разумный контроль риска этих инвестиций и формирование долгосрочной устойчивости рынка для реципиентов капитала.

Кстати, говоря о том, в каком сейчас состоянии наш рынок, мы почти не упомянули IPO. Не поговорили о том, что российские компании не очень активно используют возможности привлечения капитала именно на рынке IPO. Мы эту тему тоже попозже затронем. Я как бы стараюсь забежать вперед, чтобы показать нашим зрителям, что мы не забыли эти вопросы.

Вот особая тема: розничный инвестор, оптимальная организация инвестиций на фондовом рынке и долгосрочная устойчивость этого рынка. Как регулятор видит эти проблемы? Какие, если можно поделиться, есть идеи и планы для того, чтобы эти процессы поддержать?

**Эльвира Набиуллина.** Действительно, розничный инвестор массово пришел на фондовый рынок. И часто — с небольшим чеком. Очень важно (о чем мы говорили в самом начале) этих впервые пришедших розничных инвесторов не разочаровать: чтобы первая инвестиция начинающего инвестора не стала единичной, после которой он бы ушел с этого рынка. Здесь, конечно, очень важно, чтобы и сам рынок (я имею в виду профессиональных участников рынка) проявил зрелость и относился к вновь пришедшему новичку как к клиенту на всю жизнь. Честно скажу, пока регулятор этого не видит. Поэтому тема мисселинга, миспрайсинга у нас все равно будет на первом месте.

Мисселинг, кстати, тоже бывает разных видов. Обычно говорят о гру-

бом мисселинге, когда клиента просто вводят в заблуждение, продают ему не тот продукт, который рекламируют в ряде случаев под видом депозита и так далее. Но есть и другие формы продажи продуктов розничному инвестору, которые могут его разочаровать. Формально вроде все правильно: и скрипты есть...

**Олег Вьюгин.** Да, и в них реально сообщается довольно полная информация очень мелким шрифтом.

**Эльвира Набиуллина.** Да, риски и описаны мелким шрифтом, и [сотрудники] даже о них рассказывают аккуратно. Но у начинающего инвестора недостаточно и опыта, и знаний для того, чтобы оценить соотношение доходов и рисков. Во многом это напоминает тотализатор на скачках. Человеку говорят: вот если эта лошадь придет первой, ты получишь такой-то доход. Но у человека может не хватать знаний и опыта для того, чтобы понять, может ли эта лошадь прийти первой.

**Олег Вьюгин.** Или, может, прозрачности не хватает еще.

**Эльвира Набиуллина.** Может, и прозрачности. Но здесь дело даже не в прозрачности и не в раскрытии информации. Можно инвестору сказать, что он получит доходность, если стоимость предлагаемых ему к покупке акций вырастет. Но у человека должна была компетенция оценить финансовую отчетность эмитента этих акций, риск-менеджмент в этой компании, отраслевые особенности и тому подобные параметры. Или эту компетенцию должен давать продавец. Отсутствие таких компетенций может принести инвестору разочарования. Это формально не является «мисселингом», но, тем не менее, соответствующая работа с таким инвестором должна быть.

Почему эта проблема усугубляется? Вы, Олег Вячеславович, верно сказали: имеет место явный перекоп в сторону самостоятельного выхода людей на ры-

нок, а не в сторону пассивного коллективного инвестирования, где средства даются профессиональному управляющему, в доверительное управление, в соответствующие ПИФы. И такой перекоп может проблему усугубить.

Этот перекоп вызван многими причинами. Может быть, нужно сделать более выгодным функционирование ПИФов: например, прямое инвестирование с ИИСов — достаточно простой и удобный формат, мы об этом говорили. Люди предпочитают отсюда инвестировать напрямую.

**Олег Вьюгин.** Ну да, там прямая прибыль, выгода.

**Эльвира Набиуллина.** Да, есть соответствующие налоговые льготы. И, конечно, индустрию ПИФов, коллективного инвестирования нужно к этому подталкивать. Потому что, на мой взгляд, оптимальной точкой входа на фондовый рынок для начинающего розничного инвестора как раз являются доверительное управление и ПИФы. Самостоятельное инвестирование — действительно рискованное занятие, оно не может быть столь же диверсифицированным, могут быть разочарования здесь.

Мы часто от рынка слышим, что регулятор увлекается прямыми запретами. Что розничному инвестору надо дать разнообразие, а тут выходит регулятор и говорит: здесь будут запреты, здесь будет барьер в виде тестирования и так далее.

Хочу сказать, что мы и впредь будем придерживаться этой политики. Поскольку как регулятор считаем, что защита прав начинающих инвесторов важнее для долгосрочного развития рынка. Она важна, в том числе, и для самих участников рынка, которые стремятся получить краткосрочную прибыль на том, чтобы (прямо или, вот как я рассказывала, косвенно) обмануть неискушенного человека. Под лозунгом «Дайте рынку разнообразие» мы часто

видим, к сожалению, простое нежелание разумных запретов.

Но регулятор вводит не запреты, он вводит реальное регулирование. Мы считаем, что сначала начинающему инвестору надо получить положительный опыт, а потом он будет предъявлять спрос и на более сложные инструменты. И, конечно, здесь опять оптимальный выход — пассивное коллективное инвестирование, которое мы будем продвигать всяческими способами. В том числе, предлагать изменения в законодательство, для того чтобы и в плане налогов такое инвестирование было не менее выгодным, чем, например, ИИСы.

Вот это, наверное, стратегическая линия — развивать формы коллективного инвестирования.

**Олег Вьюгин.** Хотел бы тогда немножко подробнее остановиться на вопросах доверия к рынку, регулирования, получения опыта. Вот то, о чем вы говорили: очевидно, что это вопрос образования во многом. Совсем неопытного инвестора можно ограничивать, но если он хорошо образован, то, возможно, это и не нужно, он уже сам способен разобраться в процессе инвестирования...

**Эльвира Набиуллина.** Либо он доверяет управлять своими инвестициями образованному, компетентному человеку ...

**Олег Вьюгин.** Ну тут либо-либо, согласен. Конечно, это более стратегическое направление. Потому что все-таки спекулянтов мало, а люди, которые просто хотят получать доход от инвестирования на рынках, скорее должны состоять в институциональных инвесторах. Тут, наверное, нужно попробовать понять, в чем преграда.

Вот у меня есть цифра, что 2,6 млн человек сейчас являются клиентами институциональных инвесторов (это ПИФы и НПФы), а примерно 6 млн человек активно совершают операции во многом самостоятельно, ну, наверное,



немножко слушают, читают какую-то аналитику по фондовому рынку. Но образование важно.

И, мне кажется, еще важна прозрачность. Если затронуть проблему структурных продуктов... Вот я тоже инвестор, и мне брокеры тоже предлагали всякие структурные продукты, иногда очень заумные. У меня всегда был вопрос к ним: вы мне покажите, собственно говоря, на чем я зарабатую? Не на том, что какая-то акция не упадет ниже некоей установленной границы ...

**Эльвира Набиуллина.** Но вы знаете, какие вопросы задавать. Не все знают такие вещи...

**Олег Вьюгин.** Да. Покажите, на чем я заработаю. Структурный продукт — это же на самом деле фактически либо опцион, либо фьючерс. Вот когда брокер все эти моменты показывает, становится понятно, стоит ли в это ввязываться или нет. А когда тебе просто говорят: «Есть три акции, они все растут. Но если хотя бы одна упадет ниже, чем на 60%, то, извините...»

**Эльвира Набиуллина.** Да-да, тогда доходности нет.

**Олег Вьюгин.** Не только доходности нет, но еще и тело основной инвестиции подвергнется эрозии. Прозрачность, мне кажется, это именно то, чего надо требовать от финансового посредника. Если

ты предлагаешь сложный продукт, то расскажи подробно, как он работает. **Эльвира Набиуллина.** Все-таки, на мой взгляд, прозрачности недостаточно. Вот вы можете оценить последствия конкретной стратегии, а начинающий инвестор не всегда может даже задать правильный вопрос и, соответственно, в объеме раскрытой информации увидеть важные для него характеристики.

**Олег Вьюгин.** Да, тут я согласен. То есть образование все равно имеет значение. **Эльвира Набиуллина.** Да, образование имеет значение. Но это не значит, что если человек хочет быть розничным инвестором, то ему надо обязательно учиться, закончить длительные курсы,

заплатить кучу денег. Хотя на бирже сейчас есть модули для начинающих инвесторов.

**Олег Вьюгин.** Есть, конечно, и по-моему, бесплатные.

**Эльвира Набиуллина.** Но есть люди, которые хотят вложить свои деньги, но не хотят тратить время на то, чтобы оценивать способы инвестиций и разбираться в них. Еще раз: существуют формы коллективных инвестиций.

Кстати, на российском рынке формы коллективных инвестиций все-таки активно развиваются. За прошлый год их объемы выросли где-то в три раза, да?

**Олег Вьюгин.** Да.

**Эльвира Набиуллина.** Хотя, как мы с вами говорили, нельзя все мерить количеством, но цифры таковы: доля коллективных инвестиций в российском ВВП составляет около 1%. А среднемировой уровень — 75%. Насколько же мы отстаем от среднемирового уровня! Во многих странах эта доля достигает и 100% к ВВП, активы коллективных форм инвестирования очень велики. России здесь нужны дополнительные усилия. Перспективной формой нам видится развитие биржевых паевых инвестиционных фондов. На наш рынок допущены иностранные фонды, которые специально сделаны под продажу для российских инвесторов, с российским руководством, российскими бенефициарами. Но, конечно, нужно развивать и отечественные биржевые паевые инвестиционные фонды, индексные фонды.

**Олег Вьюгин.** Они есть.

**Эльвира Набиуллина.** Да, они есть и их надо очень активно развивать.

Возвращаясь к раскрытию информации, к прозрачности. Понятно, что раскрытие информации, наверное, не покрывает всех рисков незнания, но удобство раскрытия информации и ее полнота важны. Поэтому формат ключевых информационных документов (КИДов) тоже нужен.

Плюс к этому мы считаем, что должны быть и дополнительные стимулы. Нужно, чтобы была возможность выплаты текущего дохода по паям, возможность оплаты паев имуществом. Работаем над законопроектом, снижающим сроки выдачи паев после оплаты с 5 до 1 дня. Все эти меры будут повышать доверие к формам коллективного инвестирования.

Кроме того, участники рынка, видя, что ИИС хорошо работает и хорошо пошел, предлагали ...

**Олег Вьюгин.** Эту мысль вы у меня прямо с языка сняли.

**Эльвира Набиуллина.** ...предлагали ИИСы и ПИФы как-то «поженить»: чтобы было меньше издержек, чтобы была возможность открывать специальные счета и так далее. Мне кажется, эта идея рынка хорошая, мы ее прорабатываем, чтобы все выгоды оставить, а избыточные издержки убрать.

**Олег Вьюгин.** Потому что можно очень пламенно призывать развивать фонды институционального инвестирования и об этом везде говорить. Но реально процесс пойдет, когда организаторы таких фондов увидят, что это действительно хорошее дело и есть что предложить людям. Тогда, наверное, этот процесс пойдет. Это тоже одно из направлений, где имеет смысл подрегулировать условия.

Ну, и НПФы. Мы о них не упоминали. Сейчас у меня впечатление, что потихонечку в стране останется 4 крупных НПФа. Или 5. Это не так плохо, наверное, они же конкурируют в любом случае все равно.

**Эльвира Набиуллина.** Да, важно сохранить уровень конкуренции, чтобы в сегменте не было одного совсем доминирующего игрока.

**Олег Вьюгин.** Да, но у них будут достаточно большие активы под управлением. А когда у компании очень большие активы под управлением, то она этим уже должна заниматься. Должна думать не только о сегодняшнем дне, но также о будущем. Я имею в виду

планы с коммерческой точки зрения: что я имею с того, что у меня триллион активов?

Но у нас с НПФами ситуация, в каком-то смысле, немножко подвешенная все-таки. Потому что диалог о гарантированном пенсионном плане или еще каких-то формах накопительной пенсии — такое впечатление, что он не закончен.

**Эльвира Набиуллина.** Он подвешен, да.

**Олег Вьюгин.** Подвешен, да. Я сейчас не хочу требовать ответов: как дальше жить? Но все-таки нужно будет здесь дать какую-то определенность: придется ли будущему пенсионеру все делать самостоятельно или будет стимулирование со стороны, прежде всего, конечно, правительства в виде каких-то налоговых преференций. И регулирование в плане возможности НПФ инвестировать конкурентно с ПИФами, что ли (уже не знаю, как сказать), тоже следовало бы предусмотреть. Некоторые ограничения, может быть, излишни, может быть, надо их сделать более гибкими. Тема серьезная.

**Эльвира Набиуллина.** Конечно, серьезная. Потому что негосударственные пенсионные фонды — это классический институциональный инвестор, который дает и стабилизацию финансовому рынку, и инвестиционный ресурс для развития экономики, и главное, дает людям возможность выгодно сберечь на старость, на пенсию. Поэтому, конечно, нужно думать о будущем этого инструмента.

Сейчас объем пенсионных накоплений, в той или иной форме, но не так уж мал. Обязательных пенсионных накоплений — около 3 трлн рублей.

**Олег Вьюгин.** Это серьезные деньги, да. **Эльвира Набиуллина.** И в системе негосударственного пенсионного обеспечения аккумулировано 1,5 трлн рублей. Но рынок стагнирует: и в части обязательной (мы только что говорили про подвешенность соответствующих реше-

ний), но и в части негосударственного пенсионного обеспечения тоже стагнирует, там нет развития. Мы видим несколько причин, почему не развивается индустрия именно негосударственного пенсионного обеспечения.

**Олег Вьюгин.** Давайте обсудим этот вопрос более подробно.

**Эльвира Набиуллина.** Во-первых, конечно, есть проблемы с доверием к негосударственным пенсионным фондам. Мы поэтому активно занимались расчисткой этого рынка, ужесточением требований, введением фидуциарной ответственности, стресс-тестирования и так далее, что, может быть, не нравится индустрии, но, на мой взгляд, абсолютно необходимо для повышения доверия. И должно пройти некоторое время, чтобы люди поняли, что нести деньги в негосударственные пенсионные фонды — это действительно достаточно надежно.

Второе — не хватает экономических стимулов, конечно. В ИИС они созданы, особенно в ИИС 1-го типа созданы достаточно серьезные стимулы, а здесь они недостаточно серьезные. Но, на мой взгляд, это не значит, что надо сейчас эту тему бросить как неперспективную. НПФы нужно развиваться. И, на мой взгляд, мы можем много сделать для того, чтобы развивались долгосрочные сбережения, в том числе и в форме ИИС-3, и в форме вложений в негосударственные пенсионные фонды — индивидуальные, корпоративные. Мы ведем соответствующий диалог по налоговому стимулированию с Минфином, я надеюсь, что он будет продуктивным: потому что и правительство, и Минфин также показывают заинтересованность в развитии именно этой индустрии. Это нужно делать.

И, конечно, нужно расширять, как вы и сказали, инвестиционные возможности пенсионных фондов. Инвестиционные возможности не только и не столько в плане того, чтобы позволить фондам более рискованные

вложения (на мой взгляд, пенсионные накопления все-таки должны быть достаточно консервативными), но расширять инвестиционные возможности в плане сроков — это очень важно. И нужно посмотреть еще раз на систему вознаграждения. Несколько лет назад вносились изменения, но они оказались недостаточными для того, чтобы увеличить горизонт инвестирования для пенсионных накоплений.

Часто поднимается вопрос про акции: что мало средств пенсионных фондов вкладывается в этот сегмент...

**Олег Вьюгин.** Доля вложений НПФов в акции маленькая, да.

**Эльвира Набиуллина.** Действительно маленькая: около 7%. Хотя лимит существенно больше — до 40% портфеля можно вкладывать в акции, которые находятся в высшем котировальном списке биржи или в индексах биржи. Есть негосударственные пенсионные фонды, где доля вложений в акции даже бывает чуть больше 20%, но до 40% практически ни у кого не доходит. А есть фонды, у которых инвестиций в акции ноль. Это зависит от многих факторов, от особенностей негосударственных пенсионных фондов. Но, на взгляд регулятора, акции — неотъемлемая часть инвестиционного портфеля НПФ, это зона роста, которая должна быть.

**Олег Вьюгин.** Да, конечно.

**Эльвира Набиуллина.** Стресс-тестирование, фидуциарная ответственность, на мой взгляд, не мешают таким инвестициям, потому что эти меры одинаково применяются ко всем активам — и к акциям, и к облигациям и так далее.

Но должно быть, конечно, и предложение соответствующих акций. Я думаю, что есть проблема и с предложением акций. Проблемы с тем, чтобы компании были заинтересованы в привлечении не только долгового финансирования, не только кредитов и облигаций, но и долевого финансирования. Заинтересованы, по сути дела, в

привлечении инвесторов в лице НПФ, причем по тем критериям, которым должны отвечать НПФ. Это, я думаю, тема для того, чтобы мы в ближайшие месяцы и годы проработали и создали действительно интересные продукты для людей, чтобы они могли инвестировать и сберегать на старость.

**Олег Вьюгин.** Я бы, наверное, так сформулировал эту тему: надо все-таки понять, почему негосударственные пенсионные фонды (в том числе очень крупные, у которых сотни миллиардов рублей в активах) не пользуются возможностью больше диверсифицировать свои вложения, чтобы заработать для пенсионеров большую доходность. Получается, что они соглашаются с маленькой доходностью: видимо, исходя из того, что и так хорошо. То есть фидуциарная ответственность в норме, она даже очень хорошо перекрывается, доходность небольшая, но вознаграждение все равно есть.

**Эльвира Набиуллина.** Вы считаете, что это плохое равновесие?

**Олег Вьюгин.** У меня такое ощущение, что да.

**Эльвира Набиуллина.** Когда уровень доходности как бы нормальный, а фонд отвечает всем требованиям регулятора...

**Олег Вьюгин.** Не нормальный, а низкий уровень доходности. Ну, извините нас, доходность у нас низкая, но вот мы зато...

**Эльвира Набиуллина.** Нет стимулов для развития.

**Олег Вьюгин.** Вот об этом имеет смысл подумать.

**Эльвира Набиуллина.** Как вы думаете, почему такое происходит?

**Олег Вьюгин.** Я думаю (моя чисто личная гипотеза), это связано с тем, что, в принципе, управляющий имеет вознаграждение в любой ситуации. Условно, я управляю активами крупного пенсионного фонда, получаю некоторую умеренную доходность, пенсионеры от меня никуда не денутся, гуртом не



побегут в другое место, потому что это часто бывает себе дороже со всех точек зрения (и административно, и в плане возникающих при смене фонда потерь). А вознаграждение у меня все равно есть. Оно устроено таким образом, что капает вне зависимости от того, большой доход показал управляющий или маленький. И это реально сложная проблема.

Потому что стоит только подтолкнуть регулированием к тому, чтобы коммерческий результат управления прямо зависел от уровня доходности, то сразу можно вылететь за пределы допустимых рисков.

**Эльвира Набиуллина.** Да, можно вылететь. Здесь сложно найти баланс доходности, рисков, вознаграждения...

**Олег Вьюгин.** Думаю, что это задача и для регулятора, и для сообщества тоже, то есть и для НАУФОР, и для Ассоциации негосударственных пенсионных фондов.

**Эльвира Набиуллина.** Мы будем очень рады обсудить эту тему. Неочевидны там решения, явно неочевидны. Мы этот баланс пытались найти...

**Олег Вьюгин.** Неочевидны, да. Если бы они были очевидны, я бы сейчас сразу сказал: давайте сделаем вот так...

Ну, а теперь имело бы смысл коротко обсудить ИИСы, потому что реально это все относится к одной большой теме. На российском рынке сейчас есть два вида ИИСов, в них все построено достаточно разумно: есть льгота на вход и есть льгота на выход (инвестиционная льгота). Льгота на вход — это снятие налога. В принципе, эта льгота, наверное, интересна прежде всего тем инвесторам, кто зарабатывает фиксированную заработную плату, и если он чуть-чуть вкладывается в ИИС, то у него появляется льгота в виде возврата подоходного налога. Инвестиционная льгота тоже очень понятна. Вроде это все работает: и участники рынка механизм ИИС не критикуют, и, по-моему, регулятор то-

же к нему относится более или менее лояльно.

**Эльвира Набиуллина.** Ну-у...

**Олег Вьюгин.** Нет? Как регулятор еще и Минфин, конечно, задействован: льгота то идет за счет бюджета.

**Эльвира Набиуллина.** Мы, конечно, не критикуем сам формат, но некоторые озабоченности у нас есть, да. Вы сказали «механизм разумно устроен». Но не думаю, что очень разумно, когда доля ИИС 2-го типа (тех ИИС, по которым льготы даются именно при инвестировании) составляет меньше 5% от общего объема ИИС в целом. Преобладают ИИС 1-го типа: льгота по ним, по сути дела, предоставляется за то, что инвестор просто вложил туда деньги. Там вполне может сейчас возникнуть налоговый арбитраж с банковскими доходами: по банковским депозитам налог на доход увеличили, а по ИИС 1-го типа идет налоговый вычет, зависящий от объема инвестиции. Такой счет может быть своего рода квазиинвестированием, по сути дела, формой сбережения, особенно если ИИСы 1-го типа открываются в больших банках, где люди уверены, что их вклад будет покрыт системой страхования.

Конечно, на наш взгляд, нужно развивать ИИС 2-го типа. Я не говорю о том, что надо закрыть ИИС 1-го типа, но должно и нужно развивать ИИС 2-го типа. Развитию может способствовать и увеличение лимита взносов, по которым предоставляется налоговый вычет, и возможность частичного изъятия денег с инвестсчета, и возможность иметь больше одного ИИС для одного человека. Нужно это направление развивать.

Кроме того, ИИСы имеют трехлетний горизонт инвестирования. Но мы бы хотели, конечно, чтобы появились инструменты более долгосрочного инвестирования. Сейчас активно обсуждаются ИИС 3-го типа, это инструмент с 10-летним горизонтом инвестирования, мы видим здесь действительно большую перспективу развития.

Возникает, разумеется, естественный вопрос: а какие здесь имеются вызовы? **Олег Вьюгин.** По ИИС-3?

**Эльвира Набиуллина.** Нет, в целом по формату ИИС. Первое. Вы, Олег Вячеславович, сказали, что Банк России не критикует формат индивидуального инвестиционного счета. Формат этот мы действительно не критикуем, но есть все-таки у нас некоторые озабоченности. Кроме перекоса в сторону ИИС-1, во-первых. Во-вторых, мы видим, что физические лица с ИИСов инвестируют напрямую, в том числе в IPO. Вот тут есть некоторая опасность. Даже без привязки к ИИС, а вообще: когда люди выходят на IPO не через формы коллективного инвестирования, а напрямую. Бумага еще новая, непонятно, как она себя поведет на рынке, и, конечно, должно быть осознание этих рисков. Ну, IPO у нас пока не очень развиты, но если они будут развиваться, то будет интерес инвестирования напрямую в акции при первичном размещении.

**Олег Вьюгин.** Я уж не буду называть брокерские компании, через которых генерировался такой спрос инвесторов. Но да, по некоторым IPO около 15% заявок закрывали через этих брокеров розничные инвесторы.

**Эльвира Набиуллина.** Да. И это может представлять долгосрочный риск для инвесторов.

Далее. Регулятор видит, что растет инвестирование через ИИС в инструменты нерезидентов. Сейчас доля такого инвестирования (с ИИС в финансовые инструменты нерезидентов) составляет чуть больше 15%, но за год эта доля выросла почти в два раза. И здесь мы готовим непопулярное, я это знаю, предложение — но мы будем с ним выходить.

Мы выходим с предложением давать налоговые вычеты только по вложениям в российские финансовые инструменты. Потому что не считаем правильным, чтобы российский бюджет (а налоговая



льгота — это, по сути дела, бюджетные деньги) стимулировал инвестиции в иностранные ценные бумаги. При этом у инвестора остается возможность диверсификации: если он хочет, то пожалуйста, может инвестировать в иностранные ценные бумаги. Но, на наш взгляд, на такие вложения не должно распространяться льготы налогового вычета.

**Олег Вьюгин.** Ну, льгота достается все-таки человеку, инвестору, а не иностранной компании.

**Эльвира Набиуллина.** Она достается человеку за то, что он инвестировал не в инструменты российской экономики, а в зарубежную экономику. Мне кажется,

здесь налоговые льготы не надо распространять. Мы это будем с рынком обсуждать, естественно.

**Олег Вьюгин.** Прежде, чем сейчас перейдем к следующей теме, может, еще пару слов скажем об индивидуальных инвестсчетах. Я просто хотел еще тему ИИС-3 зацепить: выглядит эта идея действительно очень перспективно. Если она будет реализована достаточно разумно, то имеет шанс стать инструментом, который позволит несколько усилить конкуренцию для НПФ, в том числе. Им придется задуматься о том, что появились альтернативные формы инвестирования, почти квазипенсионные...

**Эльвира Набиуллина.** Формы долгосрочного сбережения...

**Олег Вьюгин.** ...долгосрочные, практически пенсионные сбережения, и пенсионным фондам надо что-то в ситуации такой конкуренции делать.

**Эльвира Набиуллина.** Необязательно пенсионные: молодые люди могут начать сберегать до выхода на пенсию.

**Олег Вьюгин.** Да, конечно, но они в любом случае как бы квазипенсионные...

**Эльвира Набиуллина.** Да, согласна, это пересекающиеся форматы.

**Олег Вьюгин.** Существуют ли какие-то препятствия для внедрения ИИС-3? Или просто этот процесс требует времени?

**Эльвира Набиуллина.** Процесс требует обсуждения, прежде всего по уровню налоговых льгот: для того, чтобы людям было интересно сберегать долгосрочно. **Олег Вьюгин.** Я считаю, что это очень хорошо для рынка, этот инструмент действительно позволит сформировать интерес к долгосрочным инвестициям. Три года (срок действия ИИС 1-го и 2-го типа) — это очень маленький срок на самом деле. Поэтому долгосрочный ИИС-3 мне кажется хорошей идеей.

Еще одна тема — IPO и диверсификация портфеля инструментов. Практически в любом разговоре на эту тему кто-то обязательно говорит, что в России происходит мало IPO...

**Эльвира Набиуллина.** Ну, правда же, мало.

**Олег Вьюгин.** А ответ всегда такой: правда, мало. А почему? — ну, вот такой здесь инвестиционный климат. Какой он есть, такой есть. Мы можем рассуждать, как его улучшить, но это большая глобальная проблема, и давайте это примем как есть.

Тем не менее, компании же выходят на IPO. И, кстати, любопытно, что пандемийный год со всеми его последствиями (и регулятивными, и в денежно-кредитной политике, и в фискальной) выдвинул, я бы даже сказал, выпихнул на рынок несколько IPO. Не очень много компаний вышло на первичное размещение, однако пайплайн все же стал заполняться.

**Эльвира Набиуллина.** Ну, они хотя бы появились. Потому что ни в 2018, ни в 2019 году не было IPO вообще.

**Олег Вьюгин.** Да. Причем интересно, что, кроме нескольких крупных известных компаний («Аэрофлот», «Совкомфлот»), стали выходить на размещение новые или достаточно молодые компании. И пайплайн сейчас достаточно серьезный. ВТБ, по-моему, говорит, что порядка 30 компаний ведут с ними разговоры по поводу возможностей размещения. То есть инвест-

климат инвестклиматом, а вот интерес появился.

Но нам надо хорошо понять, в чем дело. Это стихийное явление или же это тренд, который надо чем-то подержать. У меня вот складывается ощущение, что надо поддерживать, чтобы интерес не угас. Потому что, если вдруг в мире начнут расти процентные ставки (в глобальном смысле я имею в виду, а не только в России), то интерес к IPO пропадет. Сейчас размещение легко делать, деньги дешевые, а вот потом будет трудно.

Можем ли мы на это ответить какими-то мерами? Не знаю... Еще раз говорю, что розничные инвесторы стали пользоваться IPO, стали инвестировать в эти акции. Российские институциональные инвесторы достаточно пассивны, насколько я понимаю, а иностранные участвуют. Ну, им не привыкать: у них глобальные риски, глобальная диверсификация, поэтому некую долю портфеля можно положить в Россию. Но у тех, кто живет внутри, теперь тоже есть возможность диверсификации. И вот эта локализация рынков иностранных акций в России, мне кажется, все-таки позитивно повлияла на активность инвесторов: они как бы увидели много возможностей — в том числе, на рынке IPO.

Я знаю несколько российских брокерских компаний, которые создали фонд для инвестирования в IPO по всему миру, в том числе и в России. И я как инвестор даже получаю, например, предложения от одной российской компании проинвестировать в IPO через их фонд — российский, не иностранный.

**Эльвира Набиуллина.** Хорошо, что через фонд.

**Олег Вьюгин.** Через фонд, конечно. Но, кстати, есть компании, которые предлагают это делать напрямую. Вот к этому явлению мы как вообще относимся? Вы уже немножко этот вопрос на самом деле затрагивали.

**Эльвира Набиуллина.** Вот вы говорите, что есть очевидный спрос на проведение IPO, и важно, чтобы это не было случайным всплеском. Это действительно важно. Я пока не могу сказать с уверенностью, что возник устойчивый спрос. В этом году прошло всего два IPO. Хорошо, что больше нуля, но два IPO — это не так много. Спрос есть, инвестор (в том числе розничный) пошел в IPO, и мы видим здесь риски, о которых я уже говорила (про прямые вложения). Но, на мой взгляд, конечно, не хватает предложения на этом рынке.

И это вопрос, наверное, не только инвестиционного климата. У многих компаний существует явное предпочтение развиваться за счет долга. Допускать в свой бизнес инвесторов, в том числе миноритарных, не все готовы. На российском рынке очень мало публичных компаний, фри-флоат небольшой, и я здесь вижу проблему предложения. Хорошо, что стали возникать компании, которые быстро завоевывают рынок, и что они выходят на IPO. Мне кажется, это действительно положительное явление, и надо его поддержать разными способами.

Мы сейчас как раз думаем о том, какие меры могут здесь быть эффективными, готовы обсуждать это с участниками рынка. Готовы, в том числе, поддержать спрос розничных инвесторов (и через фонды, и даже напрямую) налоговым образом: например, освободить от НДФЛ доходы от продажи активов, приобретенных в ходе IPO или даже в течение месяца после IPO, — допустим, после шести месяцев удержания этих бумаг на счете покупателя. Это все-таки привлечет, как мне кажется, дополнительно инвесторов.

По дивидендам тоже могут быть некоторые изменения, в том числе, когда дочерние компании иностранных компаний размещают на российских площадках свои акции, — чтобы

не было арбитража, чтобы им было интересно размещаться на российских площадках. Это все поддерживает спрос.

Но, на мой взгляд, конечно, нужно, чтобы было и предложение. Хотя я допускаю, что компании, когда будут видеть спрос, видеть, что привлечь такого рода деньги достаточно легко, сами будут проявлять инициативу и делать размещения. Это процесс, встречно поддерживающийся с двух сторон.

**Олег Вьюгин.** Да, двустороннее движение.

**Эльвира Набиуллина.** И давайте будем это обсуждать. Потому что, конечно, сейчас IPO очень мало, это направление нужно развивать. Привлечение долевого финансирования — это, конечно, ключевая вещь для развития экономики в целом. Я говорю не только с точки зрения финансового сектора, с точки зрения интересов инвесторов, но это необходимо и для развития российской экономики в целом.

**Олег Вьюгин.** Объем активов российских розничных инвесторов, обращающихся сейчас на фондовом рынке — 6 трлн рублей. Как я понял, в этой цифре учтены совокупно все рынки (вложения в иностранные ценные бумаги, в том числе). А вот активы ПИФов — меньше. И, конечно, если бы ПИФы участвовали в IPO, это, наверное, было бы лучше... Хотя, конечно, есть опытные частные инвесторы ...

**Эльвира Набиуллина.** Опытные инвесторы есть, да. Но для неквалифицированных инвесторов, как мы уже говорили, при участии в IPO могут возникнуть те же самые риски, как со сложными структурными продуктами. Особенно если размещать свои акции будут новые компании. И дело даже не только в новых именах. Часто люди начинают инвестировать именно в хорошо знакомые имена, которые хорошо росли в прошлом. Но ведь не факт, что они будут расти дальше, правильно?

**Олег Вьюгин.** Брокеры рассказывают клиентам, что обычно после IPO акции компании вырастают на 10–15%. А так бывает не всегда.

**Эльвира Набиуллина.** Участие розничного инвестора в IPO, конечно, очень важно. Но, на мой взгляд, опять-таки здесь стратегическая линия — лучше инвестировать через фонды коллективного инвестирования, через ПИФы.

**Олег Вьюгин.** Тогда нужно какие-то стимулы для них создавать.

**Эльвира Набиуллина.** Да-да! И эти стимулы нужно дополнительно продумать, в том числе и для эмитентов.

**Олег Вьюгин.** Мне сигнализируют, что время нашего разговора подходит к концу. Ну, буквально за две минуты скажу про локализацию все-таки. Это, может быть, очень сырая мысль, но вот что я подумал: российские инвесторы уже все равно покупают иностранные акции, это для них диверсификация рисков. Тогда, может быть, имело бы смысл сделать еще один шаг — чтобы иностранные инвесторы могли совершать сделки на российских рынках. Эту возможность уже сейчас имеют юридические лица: крупные инвестфонды, банки. Я имею в виду, что такую же возможность могли бы иметь и физические лица — иностранные инвесторы, например. Этот вопрос связан с идентификацией.

В Европейском союзе система идентификации создана. В России такая система устроена довольно сложно. Понимаю, что сейчас мы рецептов никаких не дадим. Но хотелось бы просто поставить вопрос: как бы нам так рассмотреть российское законодательство, чтобы и суверенность сохранить, и в то же время интегрироваться в международную, прежде всего европейскую, систему.

**Эльвира Набиуллина.** Привлечение иностранных инвестиций в российские ценные бумаги на российской площадке — это, конечно, хорошая идея. Идентификацию действительно

надо будет проработать, чтобы это было проще. Вы правильно сказали, что на российских биржах есть возможность российским гражданам покупать иностранные ценные бумаги, раньше они это делали через зарубежных брокеров.

С одной стороны, это хорошо: для участников рынка, для торговых площадок, для налогов, для разнообразия. Но, конечно, имеет место недостаток предложения российских бумаг. И мы видим, что доля вложений в иностранные ценные бумаги растет. Я не к тому, чтобы это запретить. Но это явно показывает недостаток интересных для российских инвесторов российских бумаг.

**Олег Вьюгин.** Недостаток новых интересных компаний, да.

**Эльвира Набиуллина.** Да. Ну, а вторая задача — привлечь иностранного инвестора на российские рынки — действительно очень хорошая и правильная. Об идентификации тоже есть смысл подумать: проанализировать, что можно сделать, чтобы она не была такой сложной. Если есть какие-то еще вопросы, их тоже можно рассмотреть.

**Олег Вьюгин.** Ну, наше время подходит к концу. Я надеюсь, что мы обсудили достаточно важные и перспективные направления, с которыми еще придется работать. Спасибо за внимание.

Доходности вам, коллеги.

**Эльвира Набиуллина.** Доходности с учетом риска. ■