

НАУФОР

**РАЗВИТИЕ
РОССИЙСКОГО
РЫНКА КАПИТАЛА
2025-2030**

2025

1. Введение

1.1. В соответствии с Указом Президента Российской Федерации от 7 мая 2024 года № 309 «О национальных целях развития РФ на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года» к 2030 году капитализация фондового рынка должна составить 66% ВВП.

Данное решение является важным признанием роли рынка капитала, и в первую очередь – рынка акций, а также необходимости ее усиления в экономике страны. Это не означает, что задача по увеличению капитализации предполагает развитие только рынка акций. Гармоничное развитие финансового рынка требует развития и других его секторов, в том числе, долгового и срочного, которые имеют как самостоятельное значение, так и важное значение для функционирования рынка акций.

В изменившихся рыночных условиях, продемонстрировавших ограничения банковской модели финансирования особенно ясно, Указ Президента стал поводом для обсуждения масштаба необходимых изменений и мер, которые должны быть приняты для развития рынка капитала.

1.2. В развитие Указа Президента № 309 был утвержден федеральный проект «Развитие финансового рынка» с целью обеспечения роста капитализации фондового рынка не менее чем до 66% валового внутреннего продукта к 2030 году и увеличения доли долгосрочных сбережений граждан в общем объеме их сбережений не менее чем до 40% к 2030 году.

В Федеральном проекте предусмотрены следующие показатели к 2030 году:

- 1) рост объема публичных размещений компаний на российском фондовом рынке до 4,5 трлн руб., а также рост объема публичных размещений акций государственных компаний на российском фондовом рынке до 1 трлн руб.;
- 2) доля активов небанковских финансовых организаций к ВВП составит 50%;
- 3) совокупный объем средств в программе долгосрочных сбережений, на индивидуальных инвестиционных счетах и в долевом страховании жизни составит 3,4 трлн руб.;
- 4) доля средств физических лиц в ПИФ и доверительном управлении в суммарном объеме средств в ПИФ, доверительном управлении и на брокерском обслуживании – 55%.

1.3. Основными направлениями развития финансового рынка Российской Федерации на 2025 год и период 2026 и 2027 годов, утвержденными Банком России, предусмотрены следующие цели развития финансового рынка:

- 1) развитие современного финансового рынка для удовлетворения потребностей российской экономики в инвестициях для структурной трансформации и эффективных платежных механизмах;
- 2) укрепление доверия розничного потребителя и розничного инвестора к финансовому рынку через усиление его защищенности, повышение финансовой грамотности и расширение доступности финансовых услуг для граждан и бизнеса;

3) обеспечение финансовой стабильности – бесперебойного функционирования финансового рынка, в том числе в условиях стресса;

а также следующие направления его развития:

1) создание условий для усиления роли финансового рынка в финансировании трансформации экономики при сохранении устойчивости финансового сектора;

2) защита прав потребителей финансовых услуг и инвесторов, повышение финансовой доступности для граждан и бизнеса;

3) цифровизация финансового рынка и развитие платежной инфраструктуры;

4) развитие системы внешнеторговых платежей и расчетов;

5) обеспечение финансовой стабильности.

В соответствии с Основными направлениями развития финансового рынка Российской Федерации на 2025 год и период 2026 и 2027 годов предусмотрено увеличение следующих индикаторов мониторинга развития финансового рынка:

1) отношение активов финансовых организаций к ВВП;

2) отношение капитализации фондового рынка к ВВП;

3) доля долгосрочных сбережений граждан в общем объеме их сбережений;

4) уровень цифровизации финансовых услуг для физических лиц;

5) уровень цифровизации финансовых услуг для юридических лиц;

6) композитный индекс удовлетворенности населения работой финансовых организаций, финансовыми продуктами (услугами) и каналами предоставления финансовых услуг;

7) оценка устойчивости финансового сектора, представленная в регулярном Обзоре финансовой стабильности Банка России.

2. Текущее состояние рынка капитала¹

2.1 Объемы и качественные характеристики рынка

Рынок акций

Капитализация рынка акций по итогам 2024 года – 53,2 трлн руб. (падение за год – 8,3%), что составляет 31% ВВП.

Количество российских эмитентов акций на Московской бирже на конец 2024 года – 209 компаний, это количество мало меняется много лет, при этом в списке первого уровня – 59 эмитентов. Доля десяти наиболее капитализированных российских эмитентов – 63%. Крупнейшие пять занимают 44,7%. Отраслевая структура российской экономики плохо представлена в капитализации рынка акций: доля, приходящаяся на три отрасли, составляет 83% (нефтегазовый сектор – 45%, финансовый сектор – 20%, металлургия и горнодобыча – 18%).

Биржевой оборот российских акций по итогам 2024 года (без учета РЕПО) – 28,2 трлн руб. (рост – 30,3%), восстановился до объемов 2021 года. Доля десяти наиболее ликвидных российских эмитентов акций – 62,7% оборота. Пять наиболее ликвидных российских эмитентов акций – 48,5% оборота

В 2024 году IPO провели 15 компаний общим объемом 81,6 млрд руб. со средним значением 5,4 млрд руб.

Долговой рынок

Объем рынка корпоративных облигаций – 31 трлн руб. по номиналу, увеличился в течение 2024 года на 22,9%. Количество эмитентов корпоративных облигаций, торгуемых на Московской бирже в конце 2024 года, – 443 компании. В течение года объем размещения корпоративных облигаций составил порядка 7,5 трлн руб. (рост за год на 28,7%).

Объем рынка государственных облигаций по номиналу – 23,2 трлн руб., за год увеличился на 14,9%.

Первичный рынок ОФЗ составил 4,4 трлн руб. (рост за год на 53,8%).

Объем биржевых сделок (по фактической стоимости, без сделок РЕПО и размещений) на Московской бирже с корпоративными облигациями – 5,9 трлн руб., вырос за год на 21,7%, с государственными облигациями – 4,4 трлн руб. (падение – 32,6%).

ЦФА

ЦФА являются финансовыми инструментами с новой технологией учета прав на них. Это не стало решающим для развития рынка ЦФА. Не стала решающей и широко декларируемая способность ЦФА к структурированию – ограничения на доступ инвесторов к структурным ЦФА даже более жесткие, чем для традиционных структурных финансовых инструментов. Отсутствие очевидных преимуществ, кроме тех, которые связаны с простотой выпуска, в том числе, в ущерб интересам инвесторов, наличие очевидных налоговых преимуществ традиционных финансовых инструментов, отсутствие доступа к ним посредников с их клиентской базой и институциональных

¹ Все данные – на конец 2024 года, если не указано иное

инвесторов, а также отсутствие ликвидности – все это стало препятствием для развития рынка ЦФА.

В результате массовая часть этого рынка представляет собой аналог рынка коротких облигаций. Объем этого рынка на конец 2024 года составил 274,3 млрд руб., а количество обладателей ЦФА – 108,2 тыс.

Биржевой срочный рынок

Объем торгов на Московской бирже (базовые активы – ценные бумаги и фондовые индексы) – 18 трлн руб. – примерно в 3 раза меньше, чем в 2021 году, когда срочный рынок был в 1,8 раза больше спот-рынка акций.

2.2. Розничные инвесторы (клиенты брокеров, пайщики ПИФ)²

Количество розничных инвесторов с активами на счетах более 10 тыс. руб. относительно невелико: клиентов брокеров – 3 млн 587 тыс., клиентов управляющих – 345 тыс. В число тех и других входят также пайщики БПИФ. Вместе с 1 млн 981 тыс. пайщиков³ ОПИФ и 277 тыс. пайщиков ЗПИФ «реальных» розничных инвесторов около 6 млн⁴. Общая сумма средств на брокерском обслуживании – 10,6 трлн руб., а в ДУ – 2,04 трлн руб. СЧА ОПИФ – 762 млрд руб., а розничных ЗПИФ – 100 млрд руб. Таким образом, розничным инвесторам принадлежит около 14 трлн руб.⁵

Активы на брокерских счетах и на счетах ДУ распределены крайне неравномерно – большая часть активов приходится на небольшое количество инвесторов. Инвесторов с активами от 10 тыс. до 10 млн руб. – 3,5 млн брокерских клиентов и 325 тыс. клиентов управляющих, им принадлежит 2,6 трлн руб. на брокерских счетах и 275 млрд руб. на счетах ДУ. Инвесторов с активами более 10 млн руб. на счете – 87 тыс. брокерских клиентов и 20 тыс. клиентов управляющих, им принадлежит 7,9 трлн руб. на брокерских счетах и 1,7 трлн руб. – на счетах ДУ. Оценить распределение активов пайщиков ОПИФ не представляется возможным из-за отсутствия статистики.

879 тыс. брокерских клиентов и 48 тыс. клиентов управляющих – квалифицированные. Почти все пайщики ОПИФ и БПИФ – неквалифицированные.

Рынок крайне зависит от розничных инвесторов. Число активных инвесторов по данным Московской биржи – 3,9 млн, доля розничных инвесторов в торгах акциями – 74%, облигациями – 34%, на срочном рынке – 62%. Доля частных инвесторов в IPO российских компаний в 2024 году – 44%.

ИИС как способ привлечения мелких инвесторов вряд ли можно назвать большим успехом: за 10 лет с момента появления ИИС их было открыто около 6 млн, с активами на них – около 594 млрд руб. к концу этого срока. Тем не менее, хотя ИИС с активами более 10 тыс. рублей только 1,4 млн, это заметная доля (38%) от всех брокерских счетов с активами более 10 тыс. руб.

² Сюда не входят пайщики ЗПИФ, поскольку их (если не считать пайщиков ЗПИФ-А, которые дублируют часть пайщиков части ОПИФ и БПИФ) число незначительно

³ В отношении пайщиков ОПИФ отсутствует выделение счетов менее 10 тыс.

⁴ Часть розничных инвесторов совпадает, поэтому реальное число инвесторов меньше.

⁵ Здесь учитывается только стоимость активов, находящихся на брокерских счетах депо, в ДУ и в паках откры-тых, интервальных и биржевых ПИФ.

2.3 Корпоративные инвесторы

Совокупный объем активов на брокерском обслуживании юридических лиц – 14 трлн руб. Статистика не позволяет выделить, какая часть из этих активов приходится на профессиональных участников рынка ценных бумаг, институциональных инвесторов и банки, а какая – на иных юридических лиц, инвестирующих свои активы на рынке ценных бумаг.⁶

2.4. Посредники

Число брокеров – 253, около половины из них – кредитные организации.

На 5 компаний приходится 93% клиентов на брокерском обслуживании. 99,8% клиентов – физические лица. При этом в брокерах-некредитных финансовых организациях – 9% клиентов; в кредитных организациях – 91% клиентов. На 3 компании приходится 84% клиентов доверительного управления. 99,8% клиентов – физические лица. При этом в управляющих-некредитных финансовых организациях – 99,9% клиентов; в кредитных организациях – 0,1% клиентов

На 10 крупнейших операторов рынка акций Московской биржи приходится около 80% оборота, при этом на крупнейшие пять – примерно 60% оборота.

2.5. Институциональные инвесторы

ОПИФ, ИПИФ и БПИФ (ОИБПИФ)

Объем активов индустрии ОИБПИФ составляет 0,97% ВВП, что является исключительно низким показателем. СЧА этой части индустрии примерно 1,9 трлн руб.⁷, при этом СЧА открытых ПИФ – 762,4 млрд руб., а БПИФ – 1170,1 млрд руб. Факторами развития индустрии БПИФ (рост в 3,3 раза) стали фонды ликвидности и возможность их приобретения через брокеров. Оборот на Московской бирже паями БПИФ составил примерно 4 трлн руб., то есть 14% оборота акций.

На 10 управляющих компаний крупнейших по СЧА ПИФ для неквалифицированных инвесторов приходится 82% СЧА, на 5 – 68%.

ЗПИФ

Индустрия ЗПИФ делится на неравные части, меньшая по объемам, из которых (709,2 млрд руб.) – для неквалифицированных инвесторов, в которую входят «массовые»⁸ ЗПИФ и «небольшие» ЗПИФ⁹ (в сумме СЧА около 100 млрд руб.).¹⁰

Большая часть индустрии ЗПИФ – индустрия для квалифицированных инвесторов, СЧА которой составляет 14,1 трлн руб.

⁶ По данным ЦБ 35% стоимости ценных бумаг юридических лиц, в том числе находящихся на брокерском обслуживании, приходится на кредитные, страховые организации и НПФ.

⁷ Часть их активов была заблокирована и включена в ЗПИФ-А.

⁸ В соответствии с терминологией Банка России ЗПИФ с числом пайщиков от 20

⁹ В соответствии с терминологией Банка России ЗПИФ с числом пайщиков от 3 до 19

¹⁰ Не учитываются ЗПИФ-А

НПФ

Инвестиционные ресурсы НПФ – 5,59 трлн руб. Из них пенсионные накопления – 3,47 трлн руб., и 2,11 трлн руб. – пенсионные резервы (включая средства ПДС). Показатель активов НПФ к ВВП крайне низок и составляет 2,6%. НПФ крайне неохотно инвестируют в акции (5% пенсионных накоплений и 9% пенсионных резервов), гораздо меньше, чем НПФ большинства стран с развитыми и развивающимися финансовыми рынками.¹¹

Концепция ПДС позволяет индустрии НПФ выйти из тупика, созданного отказом от концепции пенсионных накоплений, организовав привлечение средств в НПФ на новых, добровольных, поощряемых налоговым вычетом и софинансированием началах, а также оказывает положительное влияние на увеличение объемов индустрии НПФ. По различным оценкам, этот проект привлечет 240 млрд руб. в течение 2024 года – первого года с момента его запуска. Это не слишком много, кроме того, эта сумма, очевидно, включает в себя средства, переведенные из накопительной части.

Страховщики

Страховщики как инвесторы играют небольшую роль. Их активы на конец 2024 года составляют 6,3 трлн руб. – 3,2% ВВП. Вложения в облигации составляют 35%, в акции – 3%, на депозитах страховщиков – 28% их активов.¹²

С 2025 года развивается новый страховой продукт – ДСЖ, который, вероятно, станет еще одним способом привлечения средств в индустрию коллективного инвестирования, однако вряд ли сделает институциональными инвесторами самих страховщиков, что произошло бы, если бы ДСЖ, как в других странах, предполагал приобретение паев на баланс самих страховщиков.

2.6. Инфраструктура

В России выстроена технологичная и надежная инфраструктура торговли и расчетов на рынке ценных бумаг. Ее уязвимость от санкций вряд ли могла бы быть уменьшена и не является упреком в ее адрес.

Между тем, из тенденций следует отметить образование параллельной инфраструктуры для предложения традиционных и новых видов финансовых инструментов – инвестиционных платформ, операторов информационных систем ЦФА, финансовых платформ, использующих различия в регулировании предложения финансовых инструментов.

2.7. Общие выводы

Российский рынок относится к развивающимся с низкой инклюзией домохозяйств, преобладающей ролью розничных и незначительной ролью институциональных инвесторов, с отсутствием иностранных инвесторов, низкой инклюзией фирм.

Емкость рынка и малое разнообразие инвесторов заставляет сомневаться в его способности привлечь средства при проведении нескольких крупных IPO в течение одного года, что создает угрозу выхода крупных эмитентов, а также снижает интерес эмитентов к рынку капитала как источнику финансирования.

¹¹ На конец 2023 года средняя доля инвестированных в акции активов пенсионных фондов по 15 юрисдикциям ОЭСР составляла 27%.

¹² Обзор ключевых показателей деятельности страховщиков за 2024 год

3. Цели и направления развития рынка капитала

В самом общем смысле развитие рынка капитала направлено на предоставление отечественной экономике максимальных возможностей по финансированию ее развития, а российскому населению – максимальных возможностей для роста его благосостояния. Более конкретные цели развития рынка капитала очевидны, имея в виду необходимость развития как спроса на финансовые инструменты, так и предложения таких финансовых инструментов:

- 1) увеличение «проникновения» рынка капитала (инклюзии домохозяйств);
- 2) увеличение использования рынка капитала для финансирования экономики (инклюзии фирм).

Достижение этих целей возможно по нескольким направлениям:

- 1) стимулирование инвестиций розничных инвесторов;
- 2) стимулирование инвестиций корпоративных инвесторов;
- 3) привлечение иностранных инвесторов;
- 4) защита интересов инвесторов;
- 5) повышение эффективности финансового посредничества;
- 6) развитие институциональных инвесторов – ПИФ, НПФ, страховых организаций;
- 7) стимулирование компаний к IPO и долговым заимствованиям на рынке капитала;
- 8) создание новых финансовых инструментов и продуктов;
- 9) развитие инфраструктуры.

Исходя из задачи удвоения капитализации к 2030 году к ВВП, капитализация должна составить 174 трлн руб. Для решения этой задачи в течение 2025-2030 гг. необходимо привлечь не менее 23,3 трлн руб. Эта оценка основана (1) на исторической оценке «органического» роста рынка акций¹³, а также (2) на том, что новые средства будут направлены не только на IPO, но и в уже торгуемые акции, а также в иные финансовые инструменты, при этом средства, привлеченные через разных институциональных инвесторов будут направлены на рынок разных финансовых инструментов в разной пропорции. В этом случае можно рассчитывать на то, что около 8 трлн руб.¹⁴ за 6 лет (1,28 трлн руб. ежегодно¹⁵) из суммы привлеченных средств могут быть направлены на IPO, обеспечив в сумме с органическим ростом нужный размер капитализации.

¹³ Мы предполагаем «органический» рост рынка 10,4% в год, исходя из среднегеометрического роста за период 2015-2024 гг., такой рост позволяет достичь в 2030 году капитализации равной 96 трлн руб. В случае, если органический рост будет меньше, на рынок необходимо привлечь больше средств.

¹⁴ Учитывая free float в размере 10%

¹⁵ Эти показатели аналогичны оценкам Московской биржи, предполагающей привлечение при IPO 300-1160 млрд руб. в год с учетом сложившегося free-float 9,2%.

При этом, в качестве необходимого условия мы закладываем достижение в течение рассматриваемого периода Банком России целей денежно-кредитной политики, а именно – снижение инфляции до уровня 4%. В этом случае ключевая ставка снизится до 7,5 – 8,5%. Без этого стратегия по увеличению капитализации труднореализуема.

Федеральным проектом «Развитие финансового рынка» предусматривается, что к 2030 году доля активов небанковских финансовых организаций к ВВП составит 50%. Учитывая, что на конец 2023 года активы небанковских финансовых организаций составляли 61 трлн руб.¹⁶ (30,2% ВВП), к 2030 г они должны составить 134 трлн руб. (увеличившись в 2,2 раза). Удвоение активов небанковских организаций является труднодостижимым, если учитывать текущее положение, и предполагает привлечение гораздо большего объема средств (72 трлн руб.) в течение 6 лет, чем необходимо, по нашей оценке, (23,3 трлн руб.). Достаточным кажется увеличение до 118 трлн руб. путем привлечения примерно 55,6 трлн руб., что с учетом желаемой доли инвестиций в акции должно привлечь на рынок акций более 20 трлн руб.

С учетом этого, предложенные нами показатели предусматривают увеличение активов небанковских финансовых организаций примерно в 1,9 раз. Предложенные показатели предусматривают разное увеличение активов разных групп инвесторов с учетом желаемой роли каждой из них, а также желаемую долю акций для каждой из таких групп. Эти показатели являются целевыми, и не отражают прогнозов их достижения в 2030 году.

	Направление	Показатель	2024 год	2030 год
1	Стимулирование инвестиций и защита интересов розничных инвесторов	Объем активов граждан на брокерских счетах ¹⁷ / доля акций	9,43 трлн руб. / 30%	16 трлн руб. / 45%
		Объем активов граждан в ДУ / доля акций	2 трлн руб. / 16%	5 трлн руб. / 24%
2	Стимулирование инвестиций и защита интересов корпоративных инвесторов	Объем активов корпоративных инвесторов на брокерских счетах ¹⁸ / доля акций	14 трлн руб. / 30%	25 трлн руб. / 30%
		Объем активов корпоративных инвесторов в ДУ / доля акций	0,8 трлн руб. / нет данных	1,8 трлн руб. / 10%
3	Привлечение иностранных инвесторов	Объем активов иностранных инвесторов на брокерских счетах / доля акций	1,9 трлн руб. / нет данных	2,9 трлн руб. ¹⁹ / 50%
4	Повышение эффективности финансового посредничества	Собственные средства профессиональных участников рынка ценных бумаг ²⁰	1,97 трлн руб. / 33%	3 трлн руб. / 33%
		Объем активов граждан на брокерских счетах / ДУ	См. п. 1 и 2	См. п. 1 и 2
		Объем активов корпоративных инвесторов на брокерских счетах / счетах ДУ	См. п. 1 и 2	См. п. 1 и 2

¹⁶ Очевидно, в расчет входят собственные средства профессиональных участников рынка ценных бумаг, акти-вы на брокерских счетах и в управлении (в том числе открытые в банках-брокерах), СЧА ПИФ, активы НПФ, а также активы страховых организаций.

¹⁷ За исключением СЧА БПИФ

¹⁸ Нельзя выделить ПИФ и НПФ, поэтому возможен двойной счет с показателями в п 5 таблицы.

¹⁹ См. Федеральный проект «Развитие финансового рынка»

²⁰ Собственные средства профессиональных участников – некредитных организаций

5	Развитие институциональных инвесторов – ПИФ, НПФ, страховых организаций	СЧА ОИБПИФ / доля акций	1,93 трлн руб. / 22%	7 трлн руб. / 40%
		СЧА ЗПИФ	15,2 трлн руб. / 39%	33 трлн руб. / 40%
		В том числе объем СЧА ЗПИФ корпоративных инвесторов	6,9 трлн руб.	12 трлн руб.
		В том числе СЧА розничных ЗПИФ	0,1 трлн руб.	0,5 трлн руб.
		Инвестиционные ресурсы НПФ / доля акций	5,6 трлн руб. ²¹ 9% ²² / 5,6% ²³	12 трлн / 20%
		Пенсионные накопления в СФР / доля акций	2,43 трлн руб. / 0,2%	2 трлн руб. ²⁴ / 0,2%
		Активы страховых организаций / доля акций	6,3 трлн руб. / 3%	10 трлн руб. / 10%

Решение задачи по увеличению капитализации будет неравномерным от года к году – сильнее по мере накопления общего эффекта, в том числе, роста емкости рынка. Кроме того, учитывая, что меры только разрабатываются и основные могут быть реализованы не ранее 2026 года, а также инерцию индустрии около года, существует большой риск того, что решение этой задачи выйдет за пределы 2030 года.

Источники новых средств – отечественные домохозяйства и юридические лица, а также нерезиденты.

3.1. Стимулирование инвестиций розничных инвесторов

Главным источником новых средств являются домохозяйства. Оценить потенциал выхода домохозяйств на рынок капитала трудно. С одной стороны, структура сбережений российского населения заметно отличается от других стран сильным перекосом в сторону банковских вкладов – на них приходится около 70% сбережений граждан.²⁵ Рост доходов населения в последние годы в совокупности с последовательным повышением ключевой ставки ЦБ РФ стали причинами роста сбережений населения в банковской системе с 37,6 трлн руб. по состоянию на 1 августа 2023 года до почти 57 трлн руб. на 1 февраля 2025 года (суммарно на депозитных и накопительных счетах).

Учитывая вероятное смягчение монетарной политики, привлекательность депозитов будет снижаться, что, скорее всего, будет сопровождаться оттоком средств частных клиентов с банковских вкладов или, по крайней мере, снижением темпов их роста в номинальном выражении. Значительный объем высвобождаемых ресурсов, скорее всего, будет направлен на потребление, тем более что темпы роста доходов населения в рассматриваемый период планирования могут снизиться. Тем не менее можно предвидеть что со снижением доходов по депозитам, сегодняшние вкладчики будут заинтересованы в финансовых инструментах, которые могут дать сходную

²¹ На конец 3 кв. 2024 года

²² Доля акций в пенсионных резервах

²³ Доля акций в пенсионных накоплениях

²⁴ Мы исходим из того, что активы пенсионных накоплений СФР будут уменьшаться, в том числе в связи с переводом в ПДС

²⁵ В соответствии с федеральным проектом «Развитие финансового рынка» доля долгосрочных сбережений граждан в общем объеме их сбережений к 2030 году должна быть не менее чем 40 процентов (вероятно, в сумме на ИИС, ПДС и ДСЖ) в сумме 3,4 трлн руб. На конец 2021 год в сбережениях граждан на ценные бума-ги приходится 14%, а на страховое и пенсионное обеспечение – 15%.

доходность, а финансовые организации, многие из которых – банки, в том, чтобы удерживать средства, в настоящее время аккумулированные на депозитах, предложив такие финансовые инструменты. Принимая во внимание кратную разницу между объемом средств населения в банковской системе и объем free float российского рынка акций, поступление на него даже небольшой части денег населения с депозитов может радикально увеличить его капитализацию.

С другой стороны, можно видеть, что на банковских вкладах распределение сумм сходно с распределением активов на брокерских счетах. Вкладчиками являются 30% населения, то есть, около 44 млн чел. По данным АСВ²⁶ на вклады с суммами 1 млн руб. и более приходится 74.4%. Эти вклады принадлежат 1,98 млн человек²⁷, которые могут быть потенциальными инвесторами, а некоторые, возможно, уже являются инвесторами. Примерно 42 млн человек принадлежат вклады с суммой менее 1 млн руб. (в сумме 14,6 трлн руб.) – то есть, с низким потенциалом использования части средств на них для инвестиций. Существенным является также то, что срок 90% вкладов – до 1 года, что характеризует горизонт граждан, в том числе отчасти инвестиционный горизонт граждан.

Оценить потенциал притока денег «из-под матраса» возможным не представляется, хотя высокие ставки по вкладам привлекли в депозиты значительные средства именно «из-под матрасов»²⁸, а рост российского рынка ценных бумаг до 2022 года также привлек средства «из-под матрасов», не уменьшив объем депозитов.

В любом случае, при разработке стимулов приоритет должен отдаваться инвестициям по сравнению с депозитами. Банковский вклад – простой для понимания и лишенный рыночных рисков инструмент, обеспеченный страхованием, с убедительной для мелких вкладчиков налоговой льготой, что же касается инвестиций, то их поощрение, в том числе с учетом рисков, присущих российскому рынку капитала как развивающемуся, требует гораздо больших усилий.²⁹

В 2024 году нетто-взносы физических лиц на брокерские счета составили 1,7 трлн руб. (среднее значение за четыре года 1,1 трлн руб.), в ОИБПИФ – 701 млрд руб. (среднегодовой приток за шесть лет – 280 млрд руб.)³⁰, в ЗПИФ – 1,36 трлн. Это, с учетом привлечения средств иными институциональными инвесторами, близко к необходимым минимальным ежегодным объемам – около 4 трлн руб.³¹, однако даже такой объем привлечения требует поддержки, при желательности большего. При благоприятном сценарии по оценкам индустрии в 2030 году возможно двукратное увеличение количества розничных инвесторов с активами более 10 тыс. руб. на счетах и двукратное увеличение их активов.

Средства домохозяйств будут направлены на рынок ценных бумаг через брокеров, управляющих, ПИФ, НПФ и страховые компании. При этом почти все средства квалифицированных инвесторов – через брокеров, а значительная часть их средств – в ЗПИФ, что касается неквалифицированных инвесторов, то государству следует стимулировать приток средств неквалифицированных инвесторов в первую очередь к управляющим, в ПИФ и НПФ.

²⁶ Мониторинг застрахованных вкладов за 2024 год, АСВ, 12.02.25.

²⁷ Статистика не позволяет оценить идет ли речь о нескольких вкладах или о вкладчиках, поэтому общее число вкладчиков может быть меньше.

²⁸ В 2024 году ЦБ констатировал уменьшение активов на брокерских счетах с активами менее 1 млн руб., предположительно в связи с перетоком во вклады.

²⁹ В соответствии с Исследованием лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС с 1995 года российский фондовый рынок пережил 13 кризисов (падение стоимости акций 20% и более), четыре с 2008 года из которых до сих пор не завершились. Количество кризисов меньше, если принимать во внимание полную доходность, в том числе дивиденды, чем среднее для развивающихся рынков, и сопоставимо со средним для развивающихся рынков, если иметь в виду ослабление национальной валюты.

³⁰ 452 млрд руб. из средств, привлеченных брокерами и коллективными инвестициями, – приток в БПИФ.

³¹ Это кратко меньше, если учитывать задачу по удвоению активов небанковских организаций.

Представляется, что без создания сильных стимулов для домохозяйств привлечение массового инвестора будет затруднено. В настоящее время, после реформы ИИС, брокерская индустрия, индустрия управления и индустрия коллективного инвестирования утратили такие стимулы, что будет мешать росту количества инвесторов и объемов инвестиций именно в том секторе, который наибольшим образом влияет на увеличение капитализации.

Вероятно, потребуется существенная модификация ИИС, которая должна сделать их более привлекательными для мелких и средних инвесторов, при этом ИИС, который используется для инвестиций в паи ПИФ, должен быть более выгодным, чем обычный. Ключевой проблемой привлекательности ИИС является его пятилетний, а впоследствии десятилетний срок, на который он может быть открыт. «Семейный» вычет, позволяющий зарабатывающим членам семьи финансировать ИИС и другие долгосрочные финансовые продукты детей и других, не зарабатывающих или недостаточно зарабатывающих членов семьи, являющийся таким образом вычетом для домохозяйства, также может стать важным стимулом.

Еще одним фактором привлечения мелких розничных инвесторов на рынок капитала должен стать компенсационный фонд для ИИС. Этот фонд не должен защищать от рыночных рисков и у инвесторов не должно быть на этот счет заблуждения.

Государство играет большую роль в развитии финансовой грамотности населения и усилия в этом направлении должны быть продолжены. Помимо этого, полезной является государственной информационной программа для привлечения граждан на финансовый рынок, особенно для привлечения средств на ИИС, в ПДС и ДСЖ.

3.2. Стимулирование инвестиций корпоративных инвесторов

Потенциал корпоративных инвесторов сильно ограничивается задачами инвестиций свободных средств в собственное развитие, однако существует большое число инструментов рынка капитала, которые могли бы ими использоваться, тем более, что на счетах юридических лиц в российских банках размещено порядка 64 трлн руб. (при этом более 44 трлн руб. из них – на срочных вкладах), которые могли бы быть эффективно использованы для управления ликвидностью.

Кроме того, в России крайне слабо развито хеджирование, даже крупный бизнес далеко не всегда хеджирует валютные, процентные и ценовые риски, хотя базовый инструментарий для этого создан.

Таким образом, инструментарий, в котором корпоративные инвесторы могут быть заинтересованы – это облигации, РЕПО, инструменты, позволяющие хеджировать риски своей деятельности, а также финансовые инструменты, связанные с товарным рынком.

3.3. Привлечение иностранных инвесторов

Привлечение иностранных инвесторов до снятия санкций с российских инфраструктурных институтов и финансовых организаций, а также без разблокировки активов является сомнительным. Между тем, «возвращение» иностранных инвесторов, которые были одним из важнейших факторов развития российского рынка капитала до 2022 года и может существенно помочь его развитию впоследствии, должно быть одной из задач такого развития. Представляется, что без возвращения иностранных инвесторов невозможно решение

проблемы «российского дисконта» – недооцененности российских компаний по сравнению с аналогичными зарубежными компаниями.

3.4. Защита интересов инвесторов

Обеспечение стабильности на финансовом рынке прав собственности является одной из ключевых задач его развития. Практика последних лет продемонстрировала ухудшение ситуации – в отношении ряда компаний принимаются меры по национализации, не учитывающие права и интересы добросовестных миноритарных акционеров и владельцев облигаций³². Это снижает уверенность инвесторов в своих правах, напрямую сказывается на стоимости не только этих компаний, но и остальных, чьи акции обращаются на рынке.

В качестве специального института защиты интересов инвесторов следует рассмотреть возможность создания омбудсмана инвесторов, на который могли бы быть возложены функции по защите интересов как розничных, так и институциональных инвесторов от действий компаний-эмитентов, а также правоохранительных органов. Омбудсмен должен назначаться Президентом и иметь право подавать иски в интересах групп инвесторов, обжаловать судебные решения, подавать заявления в правоохранительные органы, привлекаться ими и судами для оценки последствий правоприменительных действий для финансового рынка.

3.5. Повышение эффективности финансового посредничества

Повышение эффективности посредничества должно быть основано на повышении конкуренции в предложении услуг и финансовых инструментов – за счет предоставления возможности оказания ими услуг финансовых платформ, снижения требований к ним, расширения доступа посредников к индустрии коллективного инвестирования, расширения доступа их клиентов к финансовым инструментам, в том числе к ЦФА.

Важным для развития рынка услуг средним инвесторам, не являющихся квалифицированными, может стать доступ к финансовым инструментам, предназначенным для квалифицированных, что вероятнее всего могло бы быть сделано благодаря услугам доверительного управления. В этом случае недостаточная компетентность и отсутствие опыта инвестора компенсируется профессионализмом и опытом управляющего.

3.6. Развитие институциональных инвесторов – ПИФ, НПФ, страховых организаций

Представляется, что в первую очередь следует развивать индустрию коллективных инвестиций – ПИФ. Развитие ПИФ, благодаря их регулятивной модели, имеет максимальную эффективность для решения задач развития рынка и увеличения капитализации: они обеспечивают диверсификацию и профессионализм для мелких инвесторов, стабилизируют рынок и улучшают корпоративное управление как институциональный инвестор, более других институциональных инвесторов склонны к инвестициям в акции, во взаимодействии с брокерами дают эффект развитию и собственной и брокерской индустрии.

Ключевым для развития этой индустрии является стимулирование розничных инвесторов к выбору именно инвестиций в ОИБПИФ, а также в розничные ЗПИФ (в первую очередь, ИИС). ЗПИФ недвижимости могут оказаться

³² Обращение в 2024 году в государственную собственность акций ОАО «Соликамский магниевый завод» без выплаты какой-либо компенсации миноритарным акционерам, которые приобрели акции на организован-ных торгах, судебные запреты на осуществление выплат инвесторам в 2025 году купонных доходов по обли-гациям ООО «Борец Капитал» и ООО «Домодедово Фьюэл Фасилитис» в рамках процедуры национализации.

одним из наиболее понятных розничным инвесторам, которые стремятся инвестировать в недвижимость, финансовых продуктов.

Ключевыми решениями для развития индустрии коллективного инвестирования является налоговое стимулирование, расширение ее инвестиционных возможностей, упрощение инвестиционного профилирования для приобретения в доверительное управление паев ОИБПИФ, а также устранение налоговых недостатков для предложения ОИПИФ через брокеров.

Второе по значимости решение – стимулирование НПФ к инвестициям в акции. Для этого необходимо пересмотреть подход к регулированию рисков НПФ, позволив им брать на себя больше рисков, однако и в этом случае они будут выходить на рынок акций постепенно, по мере улучшения его структуры. Увеличение инвестиционных ресурсов с одновременным увеличением доли, инвестированной в акции, должно увеличить доходность НПФ, делая их более привлекательными с одной стороны, а с другой – увеличивая их роль как институционального инвестора на рынке ценных бумаг.

Страховщики будут активнее на рынке коллективных инвестиций с внедрением ДСЖ, однако это, хотя и содействует привлечению средств в ПИФ, не делает институциональными инвесторами самих страховщиков. Требуют разработки меры, которые содействовали бы увеличению доли собственных средств страховщиков, инвестированной в финансовые инструменты.

3.7. Стимулирование компаний к IPO и долговым заимствованиям на рынке капитала

По нашим расчетам для решения задачи по удвоению капитализации необходимо проведение IPO в сумме 1,28 трлн руб. ежегодно. В 2021 году было проведено IPO на сумму 247 млрд руб., а в 2024 году – 81,6 млрд руб. За период с 1996 года по 2024 год в среднем за год проводилось IPO на сумму 317 млрд руб. Таким образом, объем IPO должен увеличиться многократно, что требует больших усилий, как в части увеличения емкости рынка, сокращения программ кредитной поддержки компаний, так и в части стимулирования к IPO частных компаний и приватизации компаний, принадлежащих государству.³³

Важными решениями для развития процесса IPO является налоговое стимулирование компаний, решающих выйти на IPO, а для процесса IPO и долгового заимствования – дерегулирование процесса публичного и непубличного привлечения, позволяющее ускорить привлечение инвестиций и снизить связанные с этим издержки. Возможно, следует отказаться от регистрации выпусков ценных бумаг в Банке России, ограничившись регистрацией проспектов, и, одновременно, освободив большее число выпусков облигаций от регистрации проспектов.

3.8. Создание новых финансовых инструментов и продуктов

Мы исходим из того, что разнообразие финансовых инструментов способствует привлечению инвесторов (разным инвесторам нужны разные финансовые инструменты для выхода на финансовый рынок), а их эволюция позволяет расширять их интерес к финансовому инструментарию, способствует увеличению общей емкости

³³ По оценкам Московской биржи существует вероятность IPO в 2025–2026 годах, позволяющие увеличить капитализацию на 18,5 трлн руб. Кроме того, по оценкам Московской биржи в России присутствуют около 260 компаний с годовой выручкой свыше 50 млрд руб., которые могли бы выйти на IPO в период 2025–2030 гг.

рынка, поэтому создание новых финансовых инструментов и продуктов, важно для развития рынка акций.

Большие ограничения для доступа широкого круга инвесторов к финансовому инструментарию, в том числе в форме ЦФА, ограничивают конкуренцию на финансовом рынке, не позволяют создавать производные, которые отчасти могли бы компенсировать недостаток простых финансовых инструментов. Помимо ослабления таких ограничений, наиболее перспективным является развитие финансового инструментария в отношении товаров. Следует продолжить дискуссию о структурных продуктах, доступных неквалифицированным инвесторам, особенно с учетом необходимости обеспечения равного к этому подхода для разных отраслей финансового рынка.

ЦФА являются финансовыми инструментами и как таковые не создают дополнительные возможности для финансового инжиниринга. Мы считаем необходимым постепенное приведение регулирования массовых ЦФА к регулированию других массовых финансовых инструментов (с доступом к ним посредников и институциональных инвесторов, с организацией их обращения на общих принципах, с обеспечением общего подхода к защите интересов инвесторов), с одновременным дерегулированием последних, что могло бы быть сделано путем реформирования законодательства о рынке ценных бумаг.

Следует поддержать создание финансовых инструментов, производных от криптовалюты, позволяющих российской индустрии и инвесторам участвовать в ценовых изменениях

на рынке таких активов, обеспечивать российской инфраструктуре и индустрии конкуренцию зарубежным институтам. В настоящее время значительная часть населения уже инвестирует в криптовалюту и создание рынка производных финансовых инструментов на криптовалюту позволяет надеяться на то, что часть из них, а также те, кто только интересуется криптовалютой, станут инвесторами на отечественном организованном финансовом рынке.

3.9. Развитие инфраструктуры

Дискуссия о дезинтермедиации хотя и фокусировалась на вопросах доступа конечных инвесторов на биржи, отразила смешение ролей на всем финансовом рынке, которое последнее время происходило в виде создания институтов, которые конкурируют с организованными рынками ценных бумаг или выглядят как организованные рынки, однако предлагают и поставляют финансовые инструменты как посредники (инвестиционные платформы, операторы обмена ЦФА, финансовые платформы, операторы информационных систем). На рынке началось создание параллельной индустрии и инфраструктуры, которое хотя и не кажется вполне успешным, способствует фрагментации рынка. При этом, нет последовательного регулятивного подхода, который применялся бы к сходным отношениям, в результате чего развитие отдельных финансовых продуктов основывается не на их относительных достоинствах, а на регуляторном арбитраже. Представляется полезным приведение всей инфраструктуры к общим регулятивным подходам, в том числе по раскрытию и предоставлению информации, а также по условиям доступа инвесторов к предлагаемым инструментам и услугам.

