

# Инвестиции в эпоху перемен

**15 мая в Москве состоялась ежегодная конференция НАУФОР «Российский фондовый рынок 2014: новые риски, новые возможности». В ее рамках прошел круглый стол «Развитие финансовой индустрии в новых условиях»**

Участники круглого стола: Александр Афанасьев (Московская биржа); Роман Лохов («Открытие»), Михаил Соловьев («Морган Стэнли»), Владимир Твардовский («Ай Ти инвест»), Анатолий Шведов («Голдман Сакс»), Рубен Аганбегян («Открытие»), Жак Дер Мегредичян (Московская биржа), Денис Соловьев, Максим Малетин («Ай Ти инвест»), Наталья Сидорова (ING), Олег Ячник («Олма»), Роман Горюнов (НП РТС), Владислав Кочетков («Финам»), Василий Фроловичев («Ренессанс Брокер»), Наталия Плугарь (ВТБ капитал), Сергей Швецов (Центральный банк РФ).  
Модератор: Олег Вьюгин.

**Олег Вьюгин.** Доброе утро, уважаемые участники! Позвольте вас приветствовать на ежегодной конференции Национальной ассоциации участников фондового рынка.

Предлагаю начать в традиционном ключе. Я прошу Алексея Тимофеева сделать скриншот, мгновенную картину того, что сегодня происходит на нашем рынке. После его выступления хотел бы, чтобы участники поделились мыслями. И второй

блок, который я бы хотел обсудить, — что наше сообщество готово делать, какие есть идеи. Причем не чисто бизнес или продуктовые идеи (хотя это тоже всегда интересно), но и взгляды на регулирование, дальнейший стратегический и тактический путь.

**Алексей Тимофеев.** Уважаемые коллеги, дорогие друзья! Рад вас приветствовать на нашей очередной конференции. Для нас это отличный шанс обменяться мнениями, получить ваши оценки и комментарии по поводу происходящего.

Так вышло, что традицией конференции стал доклад о состоянии фондового рынка, который мы делаем на основании нашего полугодового исследования. Мое ежегодное выступление некоторые из участников назвали плачем Ярославны. И надо признаться, этим очень здорово меня демотивировали как выступающего. Причем «плачем Ярославны» это было даже тогда, когда я старался даже интонационно подчеркнуть большие достижения. Никто на этот счет не заблуждался. И в этот раз я сделаю более короткое, чем обычно, выступление.



Почему я, тем не менее, его сделаю? Потому что я думаю, это поможет нашу дискуссию каким-то образом структурировать, поставить верный диагноз фондовому рынку и найти решения по его развитию.

Пара слов о российской капитализации. Она составляет около 40% ВВП. Является одной из важнейших характеристик фондового рынка, свидетельствующих о его роли в экономике. Это не слишком большая роль нашего сектора в экономике.

Мы, кроме того, считаем очень важным обращать внимание на качественные характеристики капитализации. И здесь важным считаем долю, которая приходится на десятку наиболее капита-

лизированных в общем объеме капитализации эмитентов, а также структуру капитализации с точки зрения секторов экономики. И то, и другое очень мало меняется в последнее время. Вряд ли фондовый рынок может быть лучше, чем экономика. И капитализация российского фондового рынка полностью отражает состояние дел в российской экономике. На десятку крупнейших с точки зрения капитализации эмитентов приходится 61% капитализации. Не меньше 50% капитализации приходится только на один из секторов экономики — на нефтегазовый.

Следующий слайд посвящен ликвидности рынка акций. В 2013, как и в 2012 году, биржевой оборот акций довольно

сильно упал. Потери объема оборота акций в 2013 году составили 18,6%. Данные по обороту на 1-й квартал этого года давали некоторые основания для оптимизма, но тем не менее украинский кризис, с которым мы столкнулись во втором квартале, не может не отразиться на этом. Как именно он отразится, мне пока трудно судить, но это из числа тех событий, которые очень сильно влияют независимо от наших усилий или усилий биржи по развитию инфраструктуры. Давайтеждеждем данных второго квартала и посмотрим, как это отразится на обороте.

Количество эмитентов акций изменилось несущественно. Очень важным показателем ликвидности оборота



является доля оборота, приходящаяся на десятку крупнейших эмитентов. Десятке крупнейших в обороте эмитентов принадлежит 84% этого оборота. Это очень большая концентрация, от которой мы никак не можем избавиться в течение последнего времени.

При этом, если иметь в виду все режимы торгов, то на акции одного только «Газпрома» по-прежнему приходится 25% оборота. Доля оборота, приходящаяся на Сбербанк, снизилась, но произошло это главным образом потому, что Сбербанк теперь является эмитентом, чьи ценные бумаги обращаются не только на локальном рынке, но также и в форме депозитарных расписок в Лондоне.

Если мы взглянем на показатели оборота без учета сделок репо, то мы обнаружим, что почти 30% этого оборота принадлежит Сбербанку. Обороту ценных бумаг «Газпрома» принадлежит меньше 20%.

Существенного изменения в соотношении долей оборота ценных бумаг российских эмитентов за рубежом и здесь нам удалось добиться в 2012 году. Тогда доля российских площадок увеличилась и по существу сравнялась с долей иностранных. К сожалению, в течение 2013 года эта ситуация существенно не изменилась — по-прежнему мы делим примерно пополам оборот квазироссийских ценных бумаг квазироссийских эмитентов с иностранными площадками.

Первичный рынок акций — характеристика, которая дает нам понять, как финансовый рынок выполняет свое предназначение быть источником финансирования и развития для реального сектора. В 2013 году IPO осуществили только семь российских, или как бы российских компаний. Из них почти 1,5 млрд долларов из 3,2 млрд было привлечено в России. Сделано это было главным образом усилиями двух эмитентов — Московской биржей и компанией «Алроса». Оба IPO были специфическими. Понятно, что биржа не может размещаться на другой бирже.



**Олег Вьюгин.** Может.

**Алексей Тимофеев.** Не знаю ни одного случая, чтобы биржа, делая IPO, воспользовалась бы услугами другой биржи. Не стала так делать и Московская биржа. Московская биржа имела выбор, но воспользовалась им абсолютно правильно. А «Алроса», которая делала приватизацию, такого выбора не имела. Это две компании, которые обеспечили основной рынок IPO в стране в 2013 году. За рубежом разместились три компании. И две небольшие компании разместились на альтернативном, по существу, рынке — рынке инноваций и инвестиций.

Рекордными темпами развивался рынок корпоративных облигаций. И хотя количество эмитентов, обратившихся к рынку бондов, изменилось несущественно, они занимали все больше и больше в течение года. Объем рынка по номиналу на конец 2013 года составил более 5 трлн рублей, около 8% ВВП. Это далеко не все, что может сделать рынок бондов. На развитом финансовом рынке рынок бондов играет гораздо более существенную роль в отношении к ВВП. Мы помаленечку движемся в этом же направлении.

Рисунок справа внизу показывает, какую роль играет российский рынок в соотношении с иностранным. Видно, что пока чуть больше половины средств, привлекаемых российскими эмитентами на рынке бондов, привлекается за рубежом.

Корпоративные облигации в России — это главным образом биржевой рынок. Это специфика российского фондового рынка. Биржа прекрасно справляется со своей ролью организатора рынка бондов. В течение года был поставлен рекорд по привлечению средств на рынке бондов. Было привлечено почти 2 трлн рублей, что на 39% больше, чем годом раньше.

На 16,5% вырос и оборот на рынке облигаций. Мы видим, что этот рынок в значительной степени замещает, или удовлетворяет, спрос на финансовые

инструменты и играет все большую роль в портфелях российских инвесторов. Рынок государственных ценных бумаг является наиболее ликвидным сегментом рынка облигаций. По номиналу в течение 2013 года он вырос на 13%, биржевой оборот вырос на рынке государственных облигаций на 35% по сравнению с 2012 годом.

Биржевой срочный рынок демонстрирует некоторые основания для оптимизма по сравнению с двумя последними годами, когда его объем падал, и падал существенно. Первый квартал 2014 года заставляет нас надеяться, что объемы этого рынка превысят объемы в 2013-м.

Очень важные характеристики — это субъекты этого рынка, участники, индивидуальные инвесторы, институты коллективного инвестирования, негосударственные пенсионные фонды.

На конец 1-го квартала 2014 года около 880 тысяч человек в России приняли решение об инвестициях через брокера или индивидуального управляющего. При этом все меньшее количество индивидуальных инвесторов являются активными, то есть такими, которые совершают операции по крайней мере один раз в месяц. Таких становится все меньше и меньше, несмотря на то, что общее количество прибывает. Увеличение количества индивидуальных инвесторов на фондовом рынке происходит незначительными темпами.

Самые большие надежды мы связываем с налоговыми льготами, которые вступят в силу с 2015 года, и граждане продемонстрируют гораздо больший интерес к фондовому рынку благодаря использованию нового института индивидуальных инвестиционных счетов. В это мы верим и наверняка об этом поговорим в течение сегодняшнего дня.

Индустрия посредников — собственное, передаточный механизм средств населения на финансовый центр и других институциональных инвесторов. Наконец приостановилось сжатие этой индустрии. Наверное, потому, что [ушли] все ком-

пании, которые не могли справиться с существующими рыночными условиями, а также установленными регулятивными требованиями. Регулятивные требования не способствуют выживанию компаний в трудные моменты на фондовом рынке. Эта тенденция заканчивается. Общее количество посредников у нас стабилизировалось в числе 1080 компаний. С точки зрения структуры это ненормально для такой страны, как Россия. 64–65% этой индустрии — это московские компании. Страна большая, а в регионах эта индустрия представлена крайне незначительно, что, на мой взгляд, довольно здорово препятствует развитию фондового рынка. Но опять же появление новых налоговых стимулов с 2015 года может позволить нам рассчитывать на развитие индустрии и ее рост, и в первую очередь рост небольших региональных компаний.

Паевые инвестиционные фонды — чрезвычайно важный сектор экономики. Приглашая на фондовый рынок, мы должны позаботиться, чтобы граждане в первую очередь подумали об инвестициях через паевые инвестиционные фонды. Стоимость чистых активов всей этой индустрии составляет около 590 млрд рублей. Но главным образом это активы закрытых паевых инвестиционных фондов, к нашему сожалению. Наиболее важными с точки зрения удовлетворения спроса национальных инвесторов, в первую очередь индивидуальных, являются открытые интервальные фонды. Всего лишь 122 млрд рублей составляет стоимость чистых активов индустрии открытых интервальных паевых инвестиционных фондов — меньше 0,4% ВВП. Это означает, что эта индустрия по-прежнему находится на стартовой позиции и не выполняет своего предназначения.

Негосударственные пенсионные фонды. К сожалению, мы лишились их в качестве долгосрочных инвесторов, на что были вправе рассчитывать в течение 2014 года. Не знаем, можем ли рассчитывать на них в 2015 году. Это зависит от многих обстоятельств. Их роль на фондовом

рынке чрезвычайно важна. Это уже два накопленных триллиона рублей активов, пенсионных резервов, которые только в течение 2014 года увеличились почти на 500 млрд рублей. И в эти непростые времена они могли бы сильно стабилизировать российский фондовый рынок. Здесь нужно отметить, что это по-прежнему около 3% ВВП. И это означает, что индустрия не так велика, как нам того хотелось бы. Мы очень на нее рассчитываем в следующем и следующем за ним году.

Здесь, к сожалению, растет концентрация, и на десятку наиболее крупных НПФ приходится 86% активов индустрии. При этом только на пять НПФ приходится около 77%. Мы считали бы необходимым сохранить возможности конкуренции, которая важна для этой индустрии, как и для всех прочих.

В заключение я хотел бы сказать, что 2013 год был годом очень больших изменений на фондовом рынке. Хотел бы упомянуть только два из них. Первое — это создание мегарегулятора. Результаты реформы системы регулирования, которая, на наш взгляд, не завершилась и предполагает в качестве второго этапа усиление роли саморегулируемых организаций. Наверное, еще слишком рано судить об этом.

Второе — это фантастическая работа, которая была проделана Московской биржей и брокерским сообществом по переходу на новый режим торгов T+2. Я очень рад тому, что работа делалась в тесной связи с брокерским сообществом, поэтому оказалась относительно безболезненной. И я думаю, что если бы не внешние факторы, то мы могли бы увидеть гораздо более сильный эффект и не сомневаться в правильности принятого решения.

Большое спасибо за внимание!

**Олег Вьюгин.** Спасибо, Алексей!

Как всегда, в вашей презентации дана четкая картина происходящего. Те данные, которые были приведены в сообщении [г-на Тимофеева], говорят, что экономике России присуща высокая концентрация активности в крупнейших



компаниях. Поэтому высока концентрация и на рынке акций, налицо слабая диверсификация экономики (то есть мало новых быстрорастущих компаний), процесс приватизации идет медленно, у нас слабая инвестиционная база, несмотря на то, что постепенно накапливаются пенсионные средства. Огромная часть средств находится на депозитах, то есть не на фондовом рынке, и поэтому рынок существенно зависит от иностранного инвестора. И, несмотря на многие позитивные изменения в регулятивной части и в части создания инфраструктуры, спекулятивный инвестор играет довольно большую роль. В этом смысле за прошедшие годы ситуация не изменилась к лучшему, а даже в каком-то смысле усугубилась.

В первом квартале этого года произошли дополнительные события, связанные с конфликтом на Украине, которые, безусловно, отразились и еще отразятся на российском рынке.

Если Александр Константинович не возражает, я бы ему дал слово, поскольку биржа хорошо чувствует, как меняются финансовые потоки, кто приходит, кто уходит.

**Александр Афанасьев.** Спасибо большое, Олег Вячеславович!

Вообще-то чувствуют это, скорее, участники рынка. А биржа их, скорее, видит.

Если можно, я сделал бы два-три коротких комментария к презентации.

Почему она была названа «плачем Ярославны»? Видимо, потому, что ее интонация не меняется уже годами. Да, действительно по сравнению с прошлым годом сократился на 18–20% биржевой оборот на рынке акций.

Трудно предположить, что за год могут измениться в разы такие показатели, как, скажем, доля НПФ в ВВП. Сейчас эта доля составляет 0,4%, и трудно представить, что она вдруг станет 35%, как где-нибудь в Швейцарии. Наверно, это не произойдет сразу в один год.

Тем не менее за год много чего происходит.

Если посмотреть на динамику, то с тех пор, как мы собирались здесь последний раз, произошло несколько важных событий. Во-первых, завершилось формирование инфраструктуры: появился центральный депозитарий, рынок суверенных облигаций открылся «Евроклиру» и «Клирстриму». Далее, произошел окончательный переход посттрейдинга на формат T+. Произошла докапитализация центрального контрагента, изменилась его модель риск-менеджмента и так далее. В течение года происходил и еще целый ряд хорошо известных вам событий.

Если в целом оборот на рынке акций по сравнению с 2012-м составил порядка минус 20%, то, если смотреть месяц к месяцу — январь к январю, февраль к февралю, — вначале это было минус 40, минус 45. Начиная с сентября, то есть с введения T+, обороты составили уже плюс 10, плюс 20. Не говорю про март. Март — особый случай. Не думаю, что мартовский всплеск ликвидности можно отнести исключительно к достижениям российской инфраструктуры. Но сопоставление «март к марту» — порядка 90%. И я вижу в этом определенный перелом. Справедливой можно считать цифру годового оборота, указанную в отношении среднего оборота на российской бирже плюс оборот российских и квази-российских активов на биржах иностранных. Если смотреть эту динамику внутри года, то мы начинали от 49% и закончили в декабре, если смотреть месяц к месяцу, 63% против 37%. Эта доля предсказуемо упала в январе из-за любимых российских праздников. И еще раз она упала в марте. В апреле и в мае она выросла вновь, достигая порядка 60%.

Поэтому интереснее смотреть на динамику, которая происходит внутри года. Анализировать, что мы изменяем и как это зависит от нас.

Мы сделали две главных вещи. Первая (и это была наша цель) — мы удалили существенные различия в инфраструктуре между российским



рынком и другими международными площадками. Теперь мы конкурируем с ними по многим вопросам. Это, скажем, правовая и юридическая защита с точки зрения юрисдикции. Это какие-то тарифные аспекты; это биржевые технологии. Но самое главное, мы конкурируем уже по продуктам: локальные акции конкурируют с расписками.

Мы постоянно проводим опросы фондов относительно их инвестиционных предпочтений. Так вот, остался какой-то совсем малый процент (2–3%) фондов, которые, как правило, не специализируются на России), для которых принципиально важно, что они торгуют в Лондоне, а не в Москве.

Вот это первая большая веха.

Вторая веха: изменилась инфраструктура, и уже в прошлом году много говорили об этих изменениях.

В этом году, наверное, более актуален другой вопрос: национальный инвестор. В прошлом году для национального инвестора тоже было очень многое сделано, в том числе совместно с НАУФОР, с регуляторами. Изменился порядок налогообложения физических лиц на рынке ценных бумаг. Появились инвестиционные счета. Принят закон о секьюритизации, который мало кто отметил из пишущей публики, хотя благодаря этому закону произошла просто революция. В России теперь можно открывать и использовать эскроу-счета. Это дает огромные возможности, открывает новую вселенную структурирования новых продуктов. У нас наконец реализуется реформа пенсионных фондов, о которой говорили так долго.

Понятно, что эти меры не вдруг дадут свои плоды, потому что налогоплательщик замечает, что у него изменилось налогообложение, позже, а не в самый момент принятия закона.

Как вы знаете, в течение этого года проходит реформа пенсионных фондов: НПФам нужно акционироваться, войти в гарантийный фонд и так далее. И конечно, эта реформа заработает со следу-

ющего года, в том числе [ее результаты скажутся] на рынке акций.

Сейчас произошел еще один сдвиг. Сегодня мы живем в несколько ином мире, потому что украинский кризис привел к существенному пересмотру отношения к России со стороны иностранных инвесторов. Для нас поэтому было важно сравнить движение на рынке в марте 2014 года с аналогичными движениями в августе-октябре 2008 года, потому что ситуация во многом похожа — общий негативный экономический фон и политические события, связанные с Россией.

Наверное, многие из вас помнят ту ситуацию. Падение было разного уровня. Падения в 2008 году: дневные больше 20% и общемесячные два раза по 40% с лишним. В этот раз разовые падения были 11–12%. Почему? Мне кажется, все-таки изменился инвестор. В 2008 году однозначно преобладали глобальные хедж-фонды. Глобальные хедж-фонды быстро приходят на рынок и очень быстро уходят с рынка в случае появления какой-то опасности для них. Это как раз компании, которые, выбирая между российскими продуктами, скорее, предпочитают расписки, просто потому, что они к ним больше привыкли. Российские активы зачастую занимают у них небольшую долю портфеля. Хедж-фонды быстро выходили в марте, поэтому в марте оборот на Лондонской бирже увеличился. Но ушли далеко не все, и мы даже видели, что у Московской биржи произошел нетто-приток по нерезидентам по итогам марта. Если в октябре 2008 года был нетто-отток в 55 млрд рублей, то в этот раз был нетто-приток в 11 млрд рублей. Понятно, что этот нетто-приток составлял в основном иностранцы, зарегистрированные на Кипре и на BVI [Британские Виргинские острова]. Но в каком-то смысле это тоже иностранцы. Эти средства вывезены, эти средства управляются оттуда.

Изменился инвестор: долгосрочных инвесторов стало больше. Российская

инвесторская база стала шире. Мы увидели рекордное открытие клиентских счетов физических лиц в марте и апреле. Видимо, кто-то увидел в ситуации падения рынка интересную возможность. Слава богу, система риск-менеджмента Московской биржи выстояла. Во время самых острых кризисных дней мы собирались вместе — сотрудники биржи и участники рынка. Но не пришлось вводить никаких экстраординарных мер: запретов на короткие позиции, остановку торгов. Как вы знаете, мы вводили дискретные аукционы, но это другая история. Ордера по-прежнему поступают, только исполняются не онлайн, а раз в полчаса на дискретном аукционе. Это обычные, стандартные меры. Мы, например, и до марта прибегали к ним два раза с начала года. Помните, одна очень известная металлургическая компания показала какой-то странный ценовой кульбит в феврале. И движения цен достигли уровней, при которых мы вводим дискретные аукционы. Да, мы существенно повысили требования к маржированию, но в рамках наших стандартных процедур, к которым мы и прежде прибегали время от времени по отдельным бумагам или по отдельным продуктам на срочном рынке. То есть в целом система выстояла.

В чем мы видим риски и возможности сейчас? Я хочу поделиться этим с вами и призвать вас к дискуссии.

Opportunities при рисках всегда есть, в том числе в ситуации кризиса. Видимо, на ближайшее время российские компании будут искать замещения притока средств, денежного предложения от Запада. Очень важно, в какой форме оно произойдет. Если будут меньше покупать наши евробонды, если их будут меньше выпускать, то будем выпускать российские облигации. Наверное, для всего российского рынка это станет достаточно интересно, для биржи в частности, потому что евробонды — не наш продукт, а вот российские бонды — наш продукт. Но только это если будут бонды! — потому что сейчас у



компаний есть большой соблазн прийти по известным адресам в центре города и попросить фондирования через государственные банки, через государственные программы. Не обязательно в форме выпуска публичного долга. Если долг не публичный, он так и остается программой по не очень внятным условиям.

Сейчас наша с вами задача убедить принимающих решения (в том числе сами компании), что сейчас в стране есть отличный шанс получить гораздо большую долю внутреннего публичного долга, стимулируя всяческим образом привлечение именно публичного долга. Для российского рынка это означает не только увеличение оборотов, это еще и кривая доходности, и глубина рынка, и создание новых продуктов (репо, например, или деривативы на определенные группы облигаций).

Вышел закон о секьюритизации. Может быть, Банк России посмотрит, на каких условиях он предлагает средства участникам под рыночные и нерыночные активы. Если секьюритизированы какие-то требования банков, то они, может быть, должны рефинансироваться Банком России на существенно лучших условиях, в том числе и по ставкам.

Есть разные возможные условия, которые может использовать государство для повышения привлекательности такого рода инструментов. Например, гарантирование выпусков или субсидирование части процентных ставок.

Да, наверно, будут снижаться рейтинги, в том числе и корпоративные, наверно, это будет удорожать для корпораций стоимость фондирования. Государству не обязательно заменять собой иностранного инвестора, — ему достаточно, например, прогарантировать или профондировать заемщику какую-то часть процента по кредиту. Это гораздо дешевле, и это имеет аналогичный эффект для заемщика. Мне представляется, наша с вами задача будет собирать все предложения такого рода, чтобы выступать единым фронтом.



На рынке акций создана целая вселенная корпоративного управления — независимый аудит, независимые директора, управление советом директоров, миноритарные акционеры, соблюдение их прав. Все это сделано для широкого круга частных инвесторов. Обычно этот круг был представлен все-таки западными фондами. Если он сейчас сокращается, то не возникнет ли у компаний соблазна сказать: «А зачем все это нужно? Когда за это много платят, мы понимаем, для чего это делаем. А когда за это не очень много платят? Давайте тогда перейдем на какие-то другие формы финансирования: например, прямого финансирования под процентную ставку, которую Центральный банк согласует с банками», — могут сказать копорации.

Мне представляется, что у нас в стране сейчас очень важное в этом отношении распустье. Выигрывать от кризиса — не очень хорошее выражение. Кризис — это когда все-таки большинство людей проигрывает. Но [нужно] выйти на новый виток в развитии российского фондового рынка с гораздо большим вниманием к чаяниям внутреннего инвестора, уж коль скоро так получилось, что России будет уделяться меньше внешнего внимания.

Нужно, чтоб было больше именно публичного долга, — под любой проект. Выпускайте длинные облигации, и пусть они будут лежать в портфелях каких-то государственных суверенных фондов. Это уже дает глубину рынка, это уже возникает какая-то кривая доходности, которую можно рассчитать, вместо примитивного прямого финансирования. Очевидно напрашивается, что нужно провести какую-то, так сказать, бондизацию долга, сделать его более публичным. Таким образом, мне кажется, что названные возможности — это и есть наш очень хороший шанс. Я всех вас приглашаю для этой совместной работы, биржа для этого очень открыта.

С НАУФОР мы сейчас будем договариваться о том, чтобы многие инициа-

тивы, которые нужно промоутировать (например, инвестиционные счета, налоговые поблажки для российских физических лиц), — промоутировались через сайты как НАУФОР, так и биржи. Люди немножко чаще смотрят на биржевой сайт, наверно, потому, что ищут там какую-то онлайн-информацию. И мы сделаем сайт биржи центром маркетинга определенных предложений, которые нужно объяснить и продать людям. Совершенно необходима большая интеллектуализация этих продуктов и их ритейлизация, то есть их следует начать активно продавать частным клиентам.

Мне кажется, что долг может быть: а) публичен, б) продаваем клиентам — физическим лицам, в) его формы могут быть более сложными (какие-то сочетания рыночного риска с риском процентным и так далее). Сейчас для этих решений отличное время, кризис дает возможность именно для быстрых неординарных решений, которые иначе обсуждались бы годами.

**Олег Вьюгин.** Спасибо, Александр Константинович!

Биржа видит потоки, а компании как брокерские посредники их чувствуют. А так ли все сильно изменилось? Это провокационный вопрос. Давайте посмотрим, а что действительно изменилось буквально в последнее время — март, апрель.

**Роман Лохов.** Я очень коротко скажу. Я считаю, что изменились деньги, которые входят в страну.

Что любят долгосрочные западные инвесторы? Они любят две очень простые вещи — хорошие макроэкономические показатели и определенность. За последние пять месяцев по российской макроэкономике всё худшее и худшее прогнозы, и в последние два месяца вдобавок пришла неопределенность. Это значит, что деньги, приходящие в Россию, изменились: из долгосрочных long only денег реальных инвесторов они перешли в спекулятивные деньги, то есть изменилась скорость входа-выхода. Долгосрочных

инвесторов приходит меньше, и они затаились. А то, что в любой ситуации всегда находятся игроки, которые заходят очень быстро, чтобы заработать лишний доллар, — так это было всегда.

Но это означает, что на той стороне мы теряем долгосрочных правильных инвесторов. Это я говорю на каждой конференции, [потому что] тема у нас одна — длинных денег в стране нет.

Но возможно, лучшие решения возникают как раз в кризисных ситуациях. И возможно, то обстоятельство, что длинные иностранные деньги ушли, будет очень сильным толчком для российского правительства, чтобы предпринять те меры по регулированию, которые нужны.

Это как раз те меры, которые являются пунктами повестки нашего круглого стола — пенсионные деньги, длинные ритейловые клиенты и так далее. **Михаил Соловьев.** Позволю себе чуть-чуть не согласиться с моим коллегой. Структура клиентов крайне важна.

Потому что реальные деньги, то есть пассивные деньги, которые привязаны к индексам, могут тактически сокращать аллокацию на Россию, но они все равно к ней привязаны. Пока ВВП растет, пока у России есть определенная доля в индексе, эти деньги все равно должны быть вложены сюда.

Хедж-фонды дискретны. Мы видим, что объемы чисто российских денег сокращаются, российских хедж-фондов стало меньше за последний год. И это явный тренд. Но хедж-фонды приходят и уходят. В середине кризиса мне звонили совершенно новые люди, которые прежде никогда не вкладывались в Россию, а в кризис они покупали бумаги российских банков достаточно большими пакетами.

Поэтому надо работать и не терять оптимизма. Всё будет.

Насчет пенсионных денег, — боюсь, маркетинг сейчас не даст особого толка. Длинные пенсионные деньги — это ключевое дело, абсолютно верно, потому что в кризис трудно продавать населению облигации, акции и так далее. Пенсионные

длинные деньги нужны. Но пока все деньги у банков, то выдачей кредитов будут заниматься тоже банки.

Спасибо!

**Владимир Твардовский.** Я с одной стороны, соглашусь с Романом, а с другой — не соглашусь.

У нас в стране никогда не было длинных денег, а все деньги, которые заходили на наш рынок, всегда были спекулятивными. Другое дело, что временной горизонт, на который они заходили — неделя, месяц, квартал, — это все равно спекуляция, а не длинные инвестиции. Сейчас, действительно, структура тех денег, которые заходят в биржевой стакан, существенно поменялась. Эта ликвидность превратилась из спекулятивной в высокочастотный алгопоток.

Этот токсичный поток, который идет на наш рынок, встречается с другим токсичным потоком от наших алгоритмистов, и они совместно поедают нашу розницу и наших клиентов.

Мне кажется, это немножко неправильно. Бирже и, возможно, регулятору стоит подумать о том, как это регулируется в Китае, для того чтобы поддержать отечественный инвестиционный спрос, чтобы обороты в стакане не падали. Потому что есть мгновенная ликвидность, а есть возможность взять на рынке определенный сайт.

И если мы найдем способ пройти между Сциллой и Харибдой, отделить токсичный поток, который в нашем стакане выедаёт нашу ликвидность, от спекулятивного и инвестиционного, то, возможно, комиссии биржи и брокеров снизятся. В целом для рынка это будет большая польза, мне так кажется.

**Анатолий Шведов.** Позвольте ремарку. Сколько я себя помню, когда мы говорим про российские рынки, то первый или второй вопрос всегда: «А что делают иностранные инвесторы?»

Это не сегодня началось. С момента создания рынка иностранный инвестор был хедлайнером во всех новостях.

Я, наверно, согласен с Мишей [Соловьевым] — в поведении иностран-

ных инвесторов ничего не поменялось. Они продают, когда хотят продавать, покупают, когда хотят покупать, и они очень активно реагируют на все изменения экономической и политической ситуации. Там есть спекулянты, там есть long turn инвесторы, но с точки зрения их поведения здесь, в России, не изменилось ничего.

Наверно, все, кто уже высказался, имеют в виду одну и ту же вещь — у нас нет своего инвестора. И пока у нас не появится свой инвестор (можно называть его как угодно — якорный, долгоиграющий, ритейловый), пока местные игроки — пенсионщики, страховщики, другие институциональные инвесторы — не образуются и не начнут играть на локальном рынке ведущую роль, мы будем иметь ту ситуацию, которую имеем сейчас. Будем иметь ее всегда.

То, о чем говорил Алексей Тимофеев — создание индивидуальных инвестиционных счетов, когда человек может купить на такой счет бумаги сроком на три года, — это то, к чему нам нужно стремиться.

Пока этого не произойдет, мы будем говорить об иностранных инвесторах, которые на самом деле инвесторами не являются, которые реагируют на хедлайн в «Рейтере» и «Блумберге», которые ведут себя как некоторая организованная трудноуправляемая толпа и от которой проку для прогресса рынка очень мало. **Рубен Аганбегян.** Не чувствую никакой разницы в дискуссии по сравнению с прошлым годом. Тогда как, по-моему, в реальности все фундаментально изменилось.

Основным поставщиком компаний на рынок является государство. И, похоже, оно сейчас находится на пороге принятия решения, нужна ли вообще игра в рыночную капитализацию или нет. Страна оказалась в ситуации определенного выбора, в какой системе она будет развиваться — как часть глобального мира или в какой-то закрытой системе.

Я не призываю поговорить про политику. Считаю, надо говорить о том, что инвестиционное сообщество должно

[делать]. Потому что можно оказаться не в ситуации, как продавали одни и покупали другие, а в ситуации, когда один из важных элементов рынка (и не обязательно иностранный инвестор) просто перестанет существовать. У нас государственная экономика, с этим спорить бесполезно. И она ровно о том, о чем говорил Александр Константинович. Надо продвигать историю про то, что создана система корпоративного управления, она уже есть, и эта система выгодна не только миноритариям, но и мажоритарии — государству, она выгодна как система управления и система мониторинга.

Надо в эту сторону двигаться. Я понимаю все истории про локального инвестора, я всегда их сам поддерживал. С точки зрения пенсионных денег надо подождать процесса акционирования НПФов, который наш регулятор вроде бы к 1 января 2015 года хочет завершить. Дальше появятся возможности стимулирования более долгосрочного инвестирования. И на рынке пенсионных денег будет второй акт марлезонского балета. Этот процесс надо оставить в покое, он должен, как поезд, сам куда-то пойти.

Мне кажется, что параллельно нужно заниматься другими вещами. Нужно пытаться доказать, что инвестиционная индустрия, инвестиционная инфраструктура нужна и она создана не зря. Базовые данные здесь очень хорошие. Создание мегарегулятора очень сильно подняло планку самоидентификации нашей индустрии. Пошли разговоры, что рынок в Лондоне закрывается, путь в Москву открывается, но этот туннель мы скоро завалим камнями, поэтому ваш последний шанс — листинг тут. Мне кажется, что это позитивный тренд, но его надо не упустить. Можно проснуться в следующем позитивном тренде, когда госкомпаниям скажут: да заколебал нас этот фондовый рынок, зачем эти люди нужны, они же агенты Госдепа.

Вот этого, мне кажется, надо избежать. Я очень надеюсь, что тот страшный сценарий, который я нарисовал, неактуален.

Второе, что я хотел сказать, что вот этот национальный, что ли, подъем создает уникальную возможность для проведения разумных реформ, о которых раньше просто речь не шла. Как бы ни пугала макроэкономическая ситуация, невозможно отрицать, что в ней надо искать положительные моменты. Поэтому я поддерживаю слова Александра Константиновича про бондизацию — против кредитизации.

И третье. Когда у больного вскрыта грудная клетка, можно в то же время и зубы подлечить.

Часть реформ, которые долго выглядели как очень проблемные, сейчас можно безболезненно провести, потому что совершенно точно [у руководства] голова болит не об этом. Поэтому можно успеть сделать целый ряд вещей. И часть тем, которые обсуждались — двухуровневый клиринг и прочие вещи, — точно не надо снимать с повестки дня.

**Жак Дер Мегредичян.** Быстрое замечание по поводу иностранного капитала и краткосрочных денег. Во-первых, мне спекулятивные инвесторы всегда нравились. Если покупателей все-таки больше, чем продавцов, то, в конце концов, капитализация рынка растет. Если на рынке большие обороты, то в принципе никто не должен жаловаться. Тем более не должны это делать посредники фондового рынка, а не окончательные покупатели.

В принципе, деньги сейчас зарабатывают не столько в бизнесе, сколько открывая собственные позиции.

Даже долгосрочный инвестор сидит десять лет в конкретных бумагах просто потому, что может себе это позволить. У него есть длинные деньги там, где он видит длинную перспективу. Для рынка нужны и те, и другие инвесторы. Если бы краткосрочных инвесторов становилось все больше и больше и они видели бы, что в России есть позитивные тренды, то у нас и капитализация была бы больше, и обороты.

Есть негативный тренд, что Россия становится все менее привлекательной.

Раньше страну боялись или любили в зависимости от момента, но здесь было интересно. Интерес этот в последние годы уменьшался. Сейчас изменилось понимание и долгосрочных, и спекулятивных инвесторов. Мы не можем до конца анализировать этот рынок, не умеем изучать то, что на него влияет. Мы умеем изучать счета компаний, мы можем смотреть на экономические тренды, на привлекательность или опасность в определенном секторе, где происходят какие-то технологические изменения. А политические решения — это не наш бизнес. Мы об этом ничего не знаем. Поэтому нет очевидных флажков, которые показывают, что ситуация будет улучшаться. И даже когда есть opportunity, мы не лучшие аналитики этих возможностей.

Сейчас были большие опасения в связи с украинской проблемой. Некоторые участники рынка ожидали возможного цунами. Цунами не произойдет, а будет мутная вода, в которой можно ловить некоторые интересные возможности.

Если все-таки будет понимание, что финансовый рынок нужен, то для российского фондового рынка есть возможность с точки зрения первичных размещений. Конечно, понятно, что сейчас не до этого. Но если внутри страны все-таки будет понимание, что финансовый рынок нужен, то будет понятно, что он должен быть в России и он должен быть независимым. Последние события показали, в какой степени может повлиять на российские компании, на российскую экономику присутствие на других рынках. Будем надеяться, что будет понимание, что фондовый рынок должен быть сильным и его надо развивать здесь.

Краткосрочно, я думаю, сейчас больше возможностей на уровне российских облигаций (чем на рынке акций), которые на сегодняшний момент имеют хорошее соотношение риска и доходности. **Денис Соловьев.** Я уже месяц смотрю телевизор и общаюсь с разными людьми, которые раньше не входили в мой круг общения, как-то, например, кли-

ентские менеджеры в Сбербанке или ВТБ, — те, кто работает с состоятельными физлицами.

И я выяснил одну вещь: банки побеждены. В нашем сообществе долго обсуждалась тема конкуренции депозитов с инвестиционными продуктами. И вот, наконец, зафиксирована победа, потому что состоятельные инвесторы сейчас изымают деньги из депозитов и перекладывают их в банковские ячейки.

Сногсшибательная инвестиция, на мой взгляд.

Причем ячеек в московских банках не достать. Представляете, сколько уже туда «инвестировано». Причем инвестируют в ячейки не рубли, а в основном иностранную валюту. А вот тем, у кого ликвидность не влезает в ячейку, приходится крутиться. У тех головная боль капитальная. Они уводят все за рубеж, пока можно, пока железный занавес не упал и не отрезал то, что под него не пролезло. Эти деньги могут возвращаться в виде так называемых иностранных инвестиций через какие-то компании. И мы видим на рынке определенный приток. Люди покупают те риски, которые они хорошо понимают. Они постоянно покупают еврооблигации, например. И по телевидению, и по радио постоянно можно слышать, что сейчас на нас валится еще какой-то пакет санкций. Это ударит по компаниям, а дальше компании объявят дефолт по евробондам в качестве мести. Но люди все равно инвестируют в евробонды. Другие — наоборот, приводят в Россию деньги и инвестируют уже на локальном рынке.

И я считаю, что этот поток вполне можно обслужить.

Тем временем я смотрю телевизор далее и слышу следующее. Те компании, которые выпустили депозитарные расписки, находятся под риском и должны подумать, а нужны ли им депозитарные расписки в принципе. И приводят в пример «Алросу», которая разместилась на Московской бирже. Не знаю, во что это в итоге выльется. Проблема с расписками на самом деле достаточно большая в том смысле, что





все программы спонсируемы, построены на отношении эмитента и Bank of New York или другого кастоди. Вот так просто взять и прекратить эту программу, наверное, не очень просто. Соответственно, государством должно быть, наверно, принято сознательное решение о том, что оно этому помогает. Потому что это не решение компании, на которую наложат если не одни санкции, так другие — со стороны инвесторов, которые окажутся «в позиции». Как эту тему можно решать, я не очень хорошо себе представляю, но вижу определенный тренд. Российские компании — крупные эмитенты, особенно из нефтегазового сектора, оказываются под определенным ударом или под рисками, — которые могут реализоваться, а могут не реализоваться. Ответственность и гражданская, и уголовная (как у членов совета директоров, так и у самих компаний) может наступить, а может не наступить, особенно у тех, кто обращается на американском рынке.

Дальше есть рынок облигаций. В этом году погашается еврооблигаций примерно на 120 млрд долларов. Наверно, должно прийти какое-то замещение. И замещение может прийти в виде кредита, но это очень зависит от ожиданий того, кто сколько смотрит телевизор.

Поскольку я смотрю много, то я сказал бы, что компаниям правильнее рефинансироваться именно в виде российских облигаций, потому что их же можно откупить потом. Потому что стоимость кредита все равно будет достаточно высокой, а на бондах может случиться потенциальный выигрыш.

Потом есть тема с секьюритизацией. Можно долги реструктурировать, потом еще более выгодно рефинансировать. То есть открывается больше возможностей. Эту работу надо проводить, и кто-то должен ее сознательно вести. Проходит она сейчас или нет? Мне кажется, нет.

Пока еще люди не до конца осознали, что все это всерьез и надолго. Эта ситуация с Украиной, с Европой, даунгрейдингом инвестиционного рейтинга России,

безвозвратно ухудшившейся экономической ситуацией — это все надолго. С этим надо работать, прямо сейчас.

И инфраструктура, и посредники на финансовом рынке могут сейчас проявить больше активности и, может быть, даже что-то заработать.

**Максим Малетин.** Продолжу то, что сказал Денис. Последние четыре года в силу своей работы я был достаточно плотно связан с российскими частными инвесторами, причем из самых разных уголков страны. И могу только согласиться — деньги, которые могли бы инвестироваться на фондовом рынке, на самом деле у конечных российских инвесторов есть. Они складываются в ячейки, лежат на депозитах, причем на депозитах [их] много.

Некоторое время назад на одной конференции, когда мы обсуждали, что же должна предложить индустрия инвестору, встал журналист и сказал: «А я сам себе сформировал фонд из 12 банков, разложил в них депозиты в размерах [застрахованной суммы] и сам управляю».

Так что деньги для инвестиций есть.

Мне кажется, мы живем в период очень больших перемен, и вообще наш рынок находится в непрерывном периоде перемен, потому что и уровень финансовой грамотности у населения поднимается, и представления меняются, и меняется вся внешняя среда.

А сама индустрия все равно имеет некую инертность. На бирже активно меняется инфраструктура, а брокеры, наверно, меняются не так сильно. На предыдущем этапе многие достаточно успешно зарабатывали и (в силу инертности или еще чего-то) пытаются продолжать работать в той же модели. А инвесторам сейчас нужны немножко другие продукты, другие технологии, другой способ коммуникаций.

Рубен сказал, что не важно, кто покупает, а кто продает. Главное: нужен [российский] рынок или не нужен. Я думаю, это и от нас тоже зависит.

Хотя я бы и поспорил с Рубеном. Кто продает и кто покупает, — это очень



важно. Вопрос — что мы, посредники, делаем. Успеваем ли мы реагировать на меняющуюся среду, есть ли у нас понимание, как надо строить свою бизнес-модель? Или мы пытаемся выжимать сколько возможно из старой бизнес-модели, а выжимается все меньше.

На мой взгляд, нас ждет определенная консолидация.

От нас, брокеров, зависит, чтобы деньги начали инвестироваться на рынок, а не в сейфовые ячейки. Главное — предложить правильный продукт, правильную технологию и правильный способ коммуникации с клиентом, который отличается от всего того, что мы делали раньше.

**Наталья Сидорова.** Хочу поддержать Рубена. Политический фактор имеет немаловажное значение. И все то, что происходит последнее время (в политике, в законодательстве и в трендах), свидетельствует: и сообществу, и рынку даются сигналы, что, возможно, стоит подумать не об иностранных или локальных инвесторах. А о том, что наш рынок в скором времени станет (здесь можно использовать слова с разной коннотацией) закрытым, или автономным, или независимым. Нам нужно думать о том, что, возможно, мы будем в некоей изоляции. Не факт, что это плохо, потому что есть страны, которые пошли и успешно идут по этому пути, в частности, в какой-то мере Китай. Возможно, мы скоро будем жить в таком же качестве. И говоря о нашем профсообществе, я визуализирую такой стоп-кадр: человек замер в воздухе, у него ноги и рука висят, и он не знает, вперед он пойдет или назад.

Этому тренду много подтверждений, и вы сами все это знаете. Это направление на деофшоризацию, делистинг, закон о национальной платежной системе, который будет иметь неизвестно какие долгоиграющие последствия — только ли для международных платежных систем или вообще для банковского сообщества, в частности для тех, кто использует «Свифт» в качестве стандартного способа коммуникаций.

Многие инвесторы действительно действуют в модели «купи-продай», но долгосрочные инвесторы тоже есть. Это суверенные фонды, взаимные пенсионные фонды. Для них все эти сигналы, может быть, еще более важны, чем для нас, потому что мы иногда стараемся не замечать каких-то вещей в надежде на то, что все образуется. Если американский регулятор дает рекомендацию [быть] поосторожнее с Россией, даже если это просто рекомендация, а не запрет, — то, поверьте, долгосрочные инвесторы в Россию не пойдут, они будут переориентироваться.

И если сами аналитики говорят о том, что не пора ли Россию перевести в категорию фронтирных рынков, а, возможно, даже исключить ее из стран БРИКС, то это очень серьезный сигнал.

Поэтому предлагаю немножечко сместить акцент.

Не хочу говорить слово «выживать», надеюсь, что до этого еще далеко. Но надо поговорить о том, как сфокусироваться на нашей автономии при том, что, возможно, это не так и плохо.

**Олег Вьюгин.** Я попытаюсь сейчас подвести предварительный итог того, что было сказано, а потом мы продолжим.

Во-первых, на самом деле последние геополитические события (если так можно выразиться) на инвесторскую базу сильно не повлияли. Инвесторы стали быстрее уходить-приходить. Но понятно, что в такой ситуации нормальный инвестор должен действовать быстро. Собственно, это и происходит.

Второе. Институциональный инвестор, который все-таки когда-то зашел в российские активы, быстрых движений в принципе не совершает. Яркий пример — это норвежский суверенный фонд, который только задумался о рисках своих вложений в российские активы.

В краткосрочном плане фундаментальных изменений не произошло. Но весь вопрос о будущем. И собственно говоря, Рубен достаточно остро поднял этот вопрос с точки зрения политики российского государства.

Потому что в России, грубо говоря, есть десять самых важных промышленных предприятий — в оборонной отрасли, в финансах и в сырьевом секторе. Я условно говорю «десять», пусть будет 20. От них зависит вся экономика. И [возможна такая логика, что] зачем, вообще говоря, этим предприятиям фондовый рынок? Долговой рынок еще должен быть, но, долевые бумаги зачем? Может, просто лучше таким компаниям кредиты давать? Фондовый рынок нужен для компаний, которые возникают, развиваются и завоевывают рынки, то есть это совершенно особая часть экономики. Если эта часть нашей экономике не интересна, то и фондовый рынок тоже не будет интересен.

Если посмотреть первичные размещения за прошедший 2013 год (кроме программы приватизации), то видно, что размещались новые быстрорастущие компании, работающие в наиболее эффективных секторах экономики. Если понимание этого у руководства страны уйдет, то мы действительно попадем в такую ситуацию, когда фондовый рынок не будет важен. Но надеюсь, что это понимание останется.

И третье важное, что я бы подчеркнул: нет ли смысла брокерам как посредникам посмотреть, а что именно они должны сейчас предлагать клиентам? Понятно, что бизнес-подход сегодня должен быть оппортунистическим. Вряд ли следует действовать по каким-то долгосрочным стратегиям. Если [подход] оппортунистический, то нужно быстро реагировать на ситуацию с точки зрения продуктов, коммуникаций и вообще идей.

И последнее, что вытекало из разговора. Российская инфраструктура и регулирование в последние годы сделали огромный скачок, сильно приблизившись к международным конкурентам с точки зрения качества. И по существу осталось совсем немного для того, чтобы произошло полное уравнивание. Получилось, что в экономической политике линия шла к тому, чтобы роль фон-

дового рынка (в общем-то) снижалась, в то время как с точки зрения развития самого фондового рынка (его инфраструктуры, инструментов, участников, регулирования) как раз был большой прогресс. То есть создавалась база для достаточно большого скачка.

Мне бы хотелось [обсудить], если будет такая возможность, нужно ли что-то менять в тактике и стратегии.

Идея была такая: мы развиваем весь механизм фондового рынка таким образом, чтобы он был интересен для широкого круга инвесторов, не только внутри страны, а во всем мире. Это была стратегия, которая, по сути, реализовывалась. И была вторая часть этой стратегии, которая была связана с развитием российского институционального инвестора. На сегодняшний день [в это здание] тоже заложены определенные кирпичики. И я вижу, что регулятор сейчас активно работает и держит в голове, что нужно провести необходимые изменения в регулировании, в институциональной структуре инвесторов, чтобы они стали играть большую роль на фондовом рынке. Это последний шаг, который завершил бы всю стратегию.

Я предлагаю перейти к следующей части обсуждения.

Сейчас, наверно, самый лучший момент для того, чтобы ускорить создание инфраструктуры российских институциональных инвесторов. Из 4 трлн пенсионных денег 1,9 — пенсионные резервы, которые точно могут пойти на фондовый рынок, если сделать соответствующее регулирование. Не в полном объеме, естественно, но какая-то их существенная часть может пойти. И есть еще накопительная часть, по которой регулирование более жесткое, но эти деньги тоже могут участвовать в фондовом рынке. Значит, есть некий ресурс, который растет, если пенсионная реформа будет продолжена. Ускорение здесь может оказаться очень полезным. Аргумент, что мы хотим быть менее зависимыми от иностранных инвесторов, как раз на это работает.

Я предлагаю коснуться этих тем, — может быть, наиболее сложных и наиболее интересных.

**Владимир Твардовский.** Прежде чем говорить на эту тему, я хотел бы вернуться к одному из слайдов, который нам показал Алексей Тимофеев. Там была доля торгов частных инвесторов в акциях и в облигациях. И было видно, что в акциях она снижается. А в облигациях — эту долю иллюстрировали маленькие такие столбики, но они росли, и росли очень существенно. То есть это то, куда мы идем. Точно об этом же говорил Александр Константинович — о том, что доля публичного долга компаний должна расти. И в принципе об этом же говорили все остальные участники, повторяя тему о том, что долговой рынок нам более интересен. Он гораздо более интересен нашему внутреннему инвестору.

Но для того чтобы двигаться в этом направлении, только ОФЗ частному внутреннему инвестору не хватит, корпоративных облигаций не хватит, хотя они очень сильно растут. И здесь я вижу новые риски, когда у нас вырастет очередной пузырь. Что будет, если наступит дефолт, непонятно. 2008 года показал, что с корпоративными облигациями мы еще не на высоте. И мне кажется, для того чтобы двигаться дальше и эффективно развивать фондовый рынок как механизм, необходимый во всей экономике страны, нужно делать дополнительные инструменты и продукты, которых, может быть, даже сейчас еще и нет. В принципе любой профучастник может придумать любой продукт, которого нет, но он не может его запустить без организатора торгов, без биржи.

Биржа постаралась и сделала массу механизмов, которые позволяют любой придуманный инструмент запустить. Но если это совершенно новый продукт, то нужен регулятор, для того чтобы его легализовать, и нужно экспертное профсообщество, для того чтобы этот продукт встроить во всю систему взаимоотношений между облигациями, ОФЗ,

банками как сборщиками денег и между профучастниками как посредниками. Для того чтобы это все заработало.

Мне кажется, что было бы полезным, если бы Алексей Тимофеев от НАУФОР, Алексей Константинович от биржи собрали некий круглый стол из числа экспертов профсообщества, привлекли туда и организатора торгов, и регулятора, для того чтобы поговорить на тему, какие новые продукты могут быть сделаны.

А они могут быть сделаны. Вот простой пример. У нас появляются пенсионные счета, где людям можно вкладывать и в акции, и в облигации, и в депозиты. Что будет делать брокер, который откроет своему будущему клиенту счет? Он ему скажет: акции — да, облигации — да, а депозиты не могу, потому что я не банк. Чтобы брокеру положить деньги клиента на депозит, нужно вывести деньги с его счета и лишиться их. Это не очень хорошо.

Что будет тогда делать инвестор? Он тогда пойдет в банк, заберет все свои деньги с фондового рынка и будет хранить их в депозите, потому что многим людям слово «депозит» гораздо понятнее, чем облигация и прочие вещи. Эта проблема решается таким простым продуктом, как обрабатываемый биржевой депозитный сертификат. Паи фонда — это менее понятно.

Тем не менее таких продуктов, которые работали бы в качестве «обвязки» вокруг облигаций (корпоративных и ОФЗ), служили бы трансмиссионным механизмом распределения денежных средств, на нашем рынке не хватает. Тот факт, что их нет где-то еще, не означает, что мы не должны их придумывать и делать.

Нужно эти инструменты делать, нужно двигаться вперед. Я думаю, там наше счастливое будущее.

**Олег Ячник.** Несколько слов в добавление к тому, как население реагирует на ситуацию. В строительстве, например, за последние пять-шесть лет практически исчезло понятие инвестиционных квартир, потому что люди перестали их

покупать. Цены остановились и даже начали падать. Но как только начался рост курса доллара, евро, так снова сразу пошел поток, причем люди приносили не ипотеку, а живые деньги. И вновь появились инвестиционные квартиры. Не в том объеме, в каком это было в начале 2000-х годов, но тем не менее это совершенно четкое вложение денег.

А что происходит у нас на рынке? Олег Вячеславович и Алексей Тимофеев абсолютно правильно сказали. Десять, может, пятнадцать эмитентов, которые хорошо доступны. Рынок второго эшелона практически умер, потому что управление в таких эмитентах либо монополизировано главным инвестором (и это уже не рыночная бумага, потому что решение принимается индивидуально), либо эмитент стал совершенно не интересен институциональному инвестору. Почему? Потому что ни 10, ни 20% ничего не дают в управлении предприятием. И фактически это риски, которые накладывают на себя инвестор в части контрольного владельца предприятия.

Поэтому действительно необходимы новые инструменты. НАУФОР сейчас сделал совершенно замечательный инструмент — индивидуальные инвестиционные счета. Но это непростой инструмент. И для того чтобы его внедрить в сознание простых людей, среднего класса, необходима очень большая работа — и рекламного плана, и разъяснительного плана, и так далее. Это достаточно выгодный для частного инвестора инструмент, выгоднее, чем депозиты. Но это надо объяснять, потому что даже на советах директоров НАУФОР не с первого раза члены совета директоров понимали преимущества этого инструмента, он достаточно сложный. Однако это жизненно необходимо делать, потому что в противном случае весь наш рынок — это акции десяти главных эмитентов. И брокеры здесь не очень-то нужны, потому что идет интернет-торговля, и все вопросы решаются в этом формате. Все время звучит опре-

деление «новый инструмент», но понятной, четкой альтернативы вкладам на сегодняшний день нет.

**Денис Соловьев.** Мне кажется, что, исходя из того объема задач, которые сейчас вырисовываются по замещению внешнего долга компаний, внутренний рынок должен принять в себя долга в короткой перспективе на 150 млрд, а в длинной перспективе (три-четыре года) — на объем 750 миллиардов долларов.

Подозреваю, что с внедрением Базеля и новых нормативов использования капитала в банковской системе (обычный покупатель долга, в том числе корпоративного, — банки), с этими новыми требованиями мы просто не сможем выстроиться под те задачи, которые могут перед нами встать.

Регулирование в части банков у нас и так достаточно суровое, суровее, чем любое западное регулирование. Если перед банками встанет вопрос о том, сколько долга они могут приобрести, то окажется, что вся наша банковская система не в состоянии рефинансировать этот объем корпоративного долга.

Мне представляется, что это такое упражнение, которое кто-то должен в Центральном банке провести, и принять решение о том, что нормативы нужно на столько-то ослабить.

А к этому еще можно добавлять Пенсионный фонд, который может инвестировать до четырех триллионов рублей. В общем объеме, как уже сказано, это дает почти 750 миллиардов долларов долга. Потом [к этой цифре надо еще добавлять] средства населения, что-то же придет через инвестиционные счета. Это сколько-то еще триллионов рублей, не очень много, потому что в целом на руках у населения порядка 20-30 миллиардов долларов. Понятно, что большая часть этих средств наверняка останется в коробках или уедет куда-нибудь, но какую-то часть все же можно будет включить в уравнение.

Можно включить еще какие-то составляющие, но в целом, мне кажется, подход





должен быть такой — нужно исходить из навеса долга, который нужно освоить. Это самая большая задача и для государства, и для рынка. Все эти суммы однозначно свалятся в рынок: в балансы коммерческих банков и/или частично на фондовый рынок. Это будут junk bonds, потому что кредитное качество этих эмитентов, как и инвестиционный рейтинг России, не улучшается. А у нас есть требование, связанное с нормативами, что использование капитала происходит в соответствии с качеством приобретаемых активов. И мне кажется, что Центральный банк обязательно должен предусмотреть здесь какие-то послабления, при этом балансируя против задачи обеспечить устойчивость системы в целом.

**Роман Горюнов.** За что мы все любим конференцию НАУФОР? За то, что даже самые апокалиптические сценарии, которые высказываются участниками во время дискуссии, имеют тенденцию сбываться. Сегодня уже тоже несколько таких сценариев было нарисовано. И мне кажется, имеет смысл задуматься над этим.

Второй момент, который я хотел отметить: возник некоторый диссонанс в выступлении Алексея Тимофеева и Александра Константиновича Афанасьева. Ощущение такое, что индустрия недооценивает или не понимает тех положительных изменений, которые происходят на рынке. Безусловно, мы все должны отметить, что институционально рынок за последний год очень серьезно изменился в положительную сторону. Но главная проблема в том, что бенефициарами этих изменений явилось очень маленькое количество участников рынка. Если посмотреть на структуру рейтинга участников рынка, сразу станет понятно, кто является этим бенефициаром. Действительно доля алготрейдеров за последнее время, год с небольшим, настолько резко выросла, что существенно ухудшила возможности работы других категорий инвесторов. И если говорить про рынок акций, это является фундаментальной проблемой рынка на текущий момент.



Второй фундаментальной проблемой является рост издержек участников рынка при работе. Он связан как с регулятивными, так и с внешними факторами на фоне падающего бизнеса. То есть для большинства участников тенденция такая, что объем бизнеса падает, а издержки при работе на рынке растут. И это является причиной общего ощущения того, что на рынке положительных изменений нет.

И мне кажется, ровно с этим надо бороться.

На последней конференции НАУФОР в Екатеринбурге, в рамках круглого стола один из участников сказал, что считает главным КРІ на год для всей инфраструктуры и саморегулируемых организаций рост количества активных клиентов на рынке. Целиком и полностью согласен с этой целью. Именно это является нашей главной задачей. И то, что сделали за последний год с точки зрения изменения в регулировании (здесь высока заслуга Алексея в части принятия решения по индивидуальным инвестиционным счетам), открывает огромные возможности для того, чтобы задачу решить.

Другое дело, что по итогам последнего месяца дискуссий у меня сложилось впечатление (может быть, оно обманчиво), что закон [об инвестсчетах] приняли, рынок выдохнул, и все теперь находятся в ощущении, что наступит 1 января и само собой случится счастье. И никто не относится к этой теме серьезно с точки зрения подготовки. Сложилось ощущение, что тема на сегодняшний момент не прорабатывается. Хотя на самом деле она может открыть огромные возможности миллионам инвесторов. Но для того чтобы это случилось, требуется большая работа, причем как с точки зрения регулирования и правоприменения тех норм, которые прописаны в законе, так и с точки зрения маркетинга идеи. И было бы правильным объединение всех участников рынка под этой идеей, попытка проведения какой-то совместной кампании.

И третий момент — это продукты. Если 1 января случится прямо завтра, то

я не знаю, что и каким образом предложить миллионам инвесторов, которые есть на рынке. Узость продуктов, их сложность и неприспособленность для инвесторов может просто дискредитировать идею. Мы можем получить локальный всплеск интереса, а потом разочарование. В нынешней ситуации просто портфель из наиболее ликвидных акций или просто индексный портфель никому никакого счастья не принесет.

Поэтому для всей индустрии реальный вызов — это способность за несколько месяцев создать или расширить продуктовую линейку, чтобы тем инвесторам, которых мы хотим привлечь, было что на этом рынке делать.

В этом контексте я полностью разделяю опасения Володи Твардовского относительно возможности создания новых продуктов.

На примере допуска иностранных ценных бумаг мы в очередной раз столкнулись с парадигмой, что в принципе в России регулирование запрещает все новое до тех пор, пока ты регулятору не объяснишь, а как же это на самом деле должно работать. К сожалению, быстро эту парадигму нельзя поменять. Но мне кажется, сейчас у всех, включая регулятора, должна быть мотивация на максимальное стимулирование к появлению новых продуктов. И страхи, что можно что-то недорегулировать, наверно, принесут значительно больше вреда, чем пользы. Очень не хотелось бы упустить ту возможность, которая реально сейчас открылась, несмотря на все, что происходит с Украиной, и то, о чем говорил Рубен. Может быть, имеет смысл обсудить тему принципиальной важности фондового рынка и сформировать на базе совета директоров НАУФОР какую-то позицию по этому поводу.

Очень бы не хотелось через год собраться и констатировать, что возможность, возникшую с появлением индивидуальных инвестиционных счетов, мы сами своими собственными руками не реализовали.

Поэтому я бы призывал всех серьезно задуматься на эту тему.

**Олег Вьюгин.** Такое впечатление, что рынок креативность потерял, да, Роман? **Роман Горюнов.** Все по отдельности очень креативны. Но мне кажется, что сейчас над всеми висит меч, который то ли упадет, то ли не упадет. И это не стимулирует просто подумать на шаг вперед. Если меч упадет, то мало не покажется никому. Но не хотелось бы оказаться в ситуации, что и не упало ничего, и люди ничего не сделали, поскольку ждали, что упадет.

**Жак Дер Мегредичян.** Я однозначно всегда за появление новых инструментов. Всегда есть инструменты, которых сейчас не существует на рынке и которые могли бы быть нужны инвесторам. Нужно, чтобы был определенный климат, который помогал тем, кто строит бизнес, развиваться и делать новые истории.

Олег Вьюгин говорил, что в прошлом году в России была только пара рыночных размещений, которые провели новые компании. В такой стране, как Россия, новых компаний должно быть не две-пять-десять, а сто-двести. И в год на биржу должно выходить 20 новых компаний. Поэтому посредники финансового рынка должны заботиться не только о том, как снизить налоги, которые частные инвесторы должны будут платить по итогам года, но, в том числе, способствовать развитию правильного предпринимательского духа. Если не будет интересных бизнес-историй, то и вкладываться в ценные бумаги будет сложно.

Мы зависим от деривативных продуктов, которые можем сделать на базе существующих спот-бумаг.

**Олег Вьюгин.** Нет историй — нет и продуктов.

**Михаил Соловьев.** Никакая креативность особенно не нужна. России и российскому рынку в первую очередь мешает излишняя волатильность акций. Бонды показывают лучшие результаты, чем акции, потому что там меньшая волатильность.

Как можно снизить эту волатильность? Только появлением длинных

денег. Я сломанная пластинка, говорю об одном и том же, но это сверхзадача. На ней надо фокусироваться. Все остальное можно развивать, можно не развивать. Сценариев, где рассматривается изоляция России, нет. Ну будем вести меньше бизнеса с Европой, а больше с Азией. Это не изоляция. Создание альтернативных платежных систем вместе с китайцами, с Индонезией, с кем угодно — это опять не изоляция, не апокалипсис. Русские люди выживают всегда, в любых условиях. Надо воспользоваться ситуацией, которая есть, и ускорить планы по развитию долгосрочных инвестиционных денег.

Возвращаясь к тезису господина Аганбегяна о том, нужен ли фондовый рынок в России: думаю, страхи того, что планируется от него отказаться, несколько преувеличены. В чем суть фондового рынка? Перераспределение ресурсов наиболее эффективным образом. Понятно, что если есть десять-двадцать компаний и двадцать банков, они все взаимосвязаны. Принятие решений протекает крайне схоже. Нужно, чтоб решение об инвестициях принимали различные клиенты, пенсионные фонды, чтоб инвесторов было больше. Больше инвесторов — более длинные деньги. Это единственное, что спасет, что выведет нас на следующий этап.

Вот и все. А всякие деривативы — это распыление сил, мне кажется.

**Анатолий Шведов.** Мне не кажется, что на данном этапе развитие новых продуктов — это то, что нужно рынку. Какие-то конкретные новые продукты необходимы. Хотя не думаю, что индивидуальный инвестиционный счет — это продукт. Это, скорее, правило игры. Но в целом продуктов у нас много. Вопрос состоит в создании климата для того, чтобы хорошо развивались имеющиеся продукты. Не надо изобретать велосипед. На рынке достаточно много площадок, где большие объемы, много участников, в разы менее высокая волатильность и прочее. Достаточно просто посмотреть на развитые рынки. Почему в России объем



торгов на рынке, условно, ОФЗ — 100 миллионов долларов в хороший день, а в Америке несколько миллиардов — в день стандартный?

Этих примеров можно много приводить. Почему производные инструменты на рубль торгуются не в Москве, а в Лондоне? Не потому, что мы не придумали производные инструменты на доллар (мы их придумали), а просто потому, что инфраструктура в комплексе удобна для того, чтобы эти сделки совершать за пределами Российской Федерации.

Можно спорить, насколько сейчас актуальны производные инструменты, но факт, что объем этого рынка сейчас многомиллиардный. И большие объемы сделок каждый день происходят за пределами России. Вроде как юридическая проблема устранена, нет проблемы пресловутых сделок пари, есть рамочное законодательство, есть перспектива улучшения судебной практики. Но рынка нет. Потому что существует обязательство отчитываться сделки в репозиторий, с которым никто не умеет работать.

Люди говорят: Ок, у вас есть репозиторий, но сделку мы все же будем делать в Лондоне, потому что это удобнее. Мы знаем, как это все там рассчитать, учесть, отчитать, и сделка займет 15 минут операционного времени, тогда как в Москве потребуется четыре рабочих дня, а потом еще надо будет поправлять ошибки в течение месяца.

Короче говоря, пока сама инфраструктура не будет заточена на то, чтобы удобно торговались уже имеющиеся продукты, которые люди делать умеют, ни о каких новых продуктах разговаривать особо смысла нету. Одна из моих любимых дискуссий — это дискуссия по поводу того, как в России прописать правила торговли кредитными дефолтными свопами. Ну пропишут эти правила. А кто будет торговать? Никто не будет. Потому что опять же за пределами России существует многомиллионный рынок CDS, и там торговать удобно, а у нас неудобно. Вот и все.



**Александр Афанасьев.** В отношении того, нужны ли новые продукты или нет, я поддерживаю обе стороны. В первую очередь надо расчистить завалы, которые существуют в старых продуктах.

Начну с наблевшего. Сегодня много говорят о бондах. Давайте смотреть на конкурентные области: куда несут деньги? Несут в недвижимость — поскольку там было налоговое преимущество. Через три года [владения] после реализации недвижимости человек освобождается от уплаты налога. Ввели аналогичную норму в законодательство по ценным бумагам о налоге на доходы физических лиц. Но три года для ценных бумаг — очень долго. Недвижимостью никто не торгует интрадей, тогда как ценными бумагами — легко. Наверное, норма должна стать другой, [надо] ее сократить по крайней мере до года. В тех странах, где пытались это стимулировать, например, в Австрии и Германии, как раз начинали именно с года.

Второй конкурентный рынок — это депозиты банков. Для депозитов банков существует потрясающая норма, о которой почему-то дискуссии не идут. Вкладчику гарантируется не просто сумма вклада, а сумма вклада плюс проценты. Беспроигрышная игра. Закроется банк — вкладчик получит все 100%, поэтому он абсолютно смело несет деньги в любой банк (в размере покрываемой гарантиями суммы суммы). Если бы гарантировался только вклад, это была бы совершенно нормальная история, когда человек может забрать [деньги], но потеряв на проценте. Тогда он выбирает, в какой банк положить: в более консервативный или в менее консервативный.

Следующий момент. Произошло чрезвычайно положительное изменение в налогообложении. Но купон по облигациям облагается не так, как процент по вкладам. Процент по вкладам практически не налогооблагаемый, проценты начинаются с уровня, до которого дойти довольно трудно. А купон включает-

ся в общий доход по ценной бумаге. Наверно, и здесь надо делать что-то. И тогда облигация уже лучше начнет работать для участников рынка, для ритейловых инвесторов.

Что касается облигия продуктов на бирже. Ну завели мы ETF, но в ETF нет ликвидности. Все предполагали, что тут покупается целый мир стратегий — более консервативные, менее консервативные, но что-то дело не очень пошло. Значит, нужно еще обучать, продавать более активно.

По акциям у нас не все закончено, по ПИФам, по пенсионным фондам.

И наконец, последнее. Мы забываем еще об одном источнике длинных денег, где еще конь не валялся с точки зрения его регулирования. Это страховые фонды. Их объем сопоставим с объемами НПФов. Долгосрочность у них вполне сопоставимая по сравнению со страхованием жизни. Это длинные фонды. Каждый банкир, каждый брокер приходит и говорит: в стране нет лишних денег, их негде взять. Приходит страховщик и говорит: вы знаете, по страхованию жизни я не могу найти длинный актив, который могу купить. Это тоже определенная проблема, и на страховые фонды я тоже предложил бы положить глаз.

И последнее. Мы сегодня много говорили о том, в какой форме произойдет замещение долга. Ну а что такого страшного, если распечатать суверенные фонды не только для прямого финансирования проектов, но для финансирования в виде каких-то проектных облигаций, а может быть, и участия в IPO, а может быть, даже и при приватизации. Да, есть аргумент, что акции просто перейдут из одного кармана в другой. Нет, этого не будет. Потому что находящиеся в фонде акции находятся не в инвестиционном, но портфеле.

У Госкомимущества они вообще не в портфеле, а просто в собственности. Это уже немножко разные истории. Это уже попытка создать определенную глубину рынка.

Уже довольно скоро выходят изменения в законе о регулировании выпуска облигаций. Возможно, будут регистрировать программу выпуска облигаций на несколько лет с одним проспектом, с внесением в него только обновлений, то есть это существенно приблизит commercial papers и создаст флексибельность, которая сопоставима с банковскими револьверными линиями.

Об этом говорить особо нечего, потому что это уже делается. Интереснее говорить о том, что еще не делается. В первую очередь это уравнивание простых рыночных продуктов и улучшение их регулирования по сравнению с другими продуктами.

**Жак Дер Мегредичян.** Быстрое замечание. Я думаю, что однозначно для всех участников очень важно иметь возможность торговать кредитным риском. И очень важно для российских инвесторов и посредников иметь такой продукт в России. И многие не могут его торговать на Западе. Западные участники могут этим торговать, но не все смогут иметь JP Morgan контрагентом в таком продукте, и они могут торговать его только в одну сторону, в сторону защиты от дефолта. В другую сторону международный банк сделку делать не будет.

Это конкретная тема. Это тот инструмент, который нужен не только инвестору, он нужен всем — инвесторам, корпорациям, однозначно посредникам-банкам. И здесь всем надо работать. Мне кажется, что имеет смысл рассмотреть такой продукт с расчетом через центрального контрагента, так как, если делать сделку, скажем, по защите от дефолта «Лукойла» с русским «Леман бразерс», то возникает вопрос, в какой степени ты реально закрыл свой риск. А центральный контрагент — совсем другая тема.

Это сложный продукт, даже на Западе с ним не до конца получилось, но это не означает, что не надо пробовать это сделать.

**Владислав Кочетков.** Я хотел бы вернуться к самому началу, к выступлению

Алексея Тимофеева. Он сказал, что в России открыто 880 тысяч клиентских счетов. На самом деле цифра занижена, по моим оценкам, процентов на 30 в силу того, что огромное количество розничных клиентов работает через зарубежных брокеров, преимущественно кипрских. Реально по счетам можно говорить об 1,2 миллиона. А по активным клиентам цифра должна быть больше процентов на 50, потому что клиенты зарубежных брокеров достаточно активны. Понятно, что биржа их видит как одного клиента российского брокера, который является у них субброкером.

Из пожеланий. Старая тема — дистанционное открытие счетов. Кипр используется еще и потому, что счета можно открывать дистанционно, через Интернет. Это быстро, удобно, снижает издержки продаж розничного брокера. Соответственно, он может больше тратить, в том числе и на привлечение клиентов, то есть увеличивать клиентскую базу. А потенциальная клиентская база есть. Даже если брать последние два месяца, открываемость счетов в ритейловом сегменте заметно выросла — на 30–50, у кого-то и на 70%. Связано это, в том числе с тем, что за последние 10–12 лет те же самые ритейловые брокеры очень хорошо вложились в обучение. Только через наши учебные центры проходит порядка 120 тысяч человек в год. Но открывают счета немногие. Они смотрят, ждут момента, и падение рынка — это как раз хороший момент, чтобы физики входили в рынок. И они входят. Да, это спекулянты, но специфика российского рынка такая, что 50% спекулянтов достаточно быстро становятся долгосрочными инвесторами. Так что тут есть и позитивные моменты.

Еще раз хочу напомнить о пожелании дистанционного открытия счетов, которое позволит более эффективно работать с базой потенциальных ритейловых клиентов.

**Василий Фроловичев.** Олег Вячеславович задавал вопрос, надо ли брокерам как-то менять свою бизнес-модель, что



надо делать в нынешней ситуации. На мой взгляд, в работе брокера остаются важными те ценности, которые существовали всегда, — снижение расходов, оптимальная структура деятельности. С точки зрения создания новых продуктов, наверно, стоит не перегнуть палку. В мировой практике уже существует огромное количество продуктов, и стоит искать то, что уже есть, и пытаться это адаптировать в России. Или адаптировать локальное законодательство и инфраструктуру под возможность торговать этими продуктами.

О ситуации, которая сложилась в связи с украинскими событиями. Я думаю, что ситуацию стоит рассматривать с точки зрения не только новых проблем, но и новых возможностей. Те же самые угрозы санкций и те же самые инициативы по деофшоризации создают дополнительные возможности для участников рынка. Будут какие-то новые клиенты, которые раньше даже не смотрели в сторону российских брокерских компаний, а теперь в силу разных обстоятельств будут пользоваться этими услугами.

Мир меняется, и меняется каждый раз. В условиях неопределенности надо делать те вещи, которые мы считаем правильными, не опускать руки и продолжать идти в заданном направлении.

Например, в прошлом году в это же время мы обсуждали перспективы введения T+2. Оценки были разные, но на сегодня T+2 сделано, и сейчас мы живем в этой парадигме. И новые вызовы точно так же должны быть пройдены.

**Наталья Плугарь.** Я хотела бы сказать о том, что наш рынок, к сожалению, развивается вопреки, а не благодаря. Все годы, сколько мы живем на финансовом рынке, нас не хотели признавать, нас не видели и считали, что мы уже давно умерли. А мы продолжали жить. Мы в таком состоянии все время, и, наверно, новые трудности для нас — это не так сложно.

Основная проблема развития — российское законодательство. Потому что система законодательства у нас такова,

что можно только то, что разрешено. Сначала надо доказать, что это можно разрешить, и только потом это начинает развиваться. Мир работает наоборот — нельзя то, что запрещено.

Законодательство на рынке коллективных инвестиций уже поросло мхом. Есть документы, которые не менялись десятилетиями. Как можно при нашей активной переменчивой жизни работать с документами, которые не менялись десятилетиями и которые устанавливают ограничения?

Очень важно изменить эту парадигму, дать рынку возможность развиваться. Допустим, НПФы сейчас поменяют организационно-правовую форму, но это не приведет к изменениям в более мелких документах, и НПФы все равно не будут вкладываться в долгосрочные проекты. Им законом предписана ежегодная ответственность за убытки, и она не снята на уровне мелких актов. И наша основная проблема на рынке — вот эти мелочи, которые не дают нам жить. В законе все прекрасно, а когда пытаешься применить этот инструмент, то оказываешься связанной по рукам и ногам.

Все говорят о квалифицированных инвесторах. Требование закона к квалифицированным инвесторам таково — чтобы купить еврооблигацию, нужно иметь огромные обороты и все прочее. Почему, не понятно.

Еще хотелось бы сказать, что у нас большие проблемы с оценкой, с регулированием оценки. В законе написано, что оценщик отвечает за свою оценку. Но сейчас уже есть практика, когда суды трактуют это так, что оценщик не отвечает ни за что.

Мне кажется, что очень важно изменить вообще систему подхода регулирования и почистить то, что есть, не оставившаяся на верхнем законодательном уровне, а делая комплексные изменения в законодательстве.

**Сергей Швецов.** Уважаемые участники! Господин Тимофеев! Спасибо за приглашение. Хочу сказать, что мы с вами, наверно, драматизируем тот момент,

который переживает наш финансовый рынок. Были и более сложные времена, и индустрия научилась не только выживать, но и развиваться.

Очень важно, что при всех этих проблемах рынок остается достаточно конкурентным, на рынке присутствует достаточное количество профессиональных участников, и в общем-то все они находятся в равных условиях. А недостатки, о которых говорили, абсолютно для всех одинаковы, и это несколько смягчает ситуацию.

Я думаю, что самое важное — это следовать нашим планам, которые мы с вами обозначили осенью в списке. Мы по списку идем, мы его реализуем, мы наращиваем темпы производства нормативных актов в соответствии с теми договоренностями, которых осенью достигли.

Конечно, можно пересматривать приоритеты раз в полгода, но мне кажется, что так мы ничего не добьемся. Потому что бизнес-процессы, которые идут сегодня внутри Центрального банка, не очень длинные, но в самих брокерских компаниях бизнес-процессы имеют более длинный цикл. И бизнесу надо ориентироваться на что-то более стабильное в среднесрочной перспективе.

О чем мы договорились и что мы сейчас делаем? Прежде всего, это увеличение роли саморегулирования. К сожалению, нам уже не удастся принять в весеннюю сессию закон о саморегулировании, который наделит индустрию саморегулирования полномочиями по созданию стандартной деятельности, которая обеспечивала бы вовлечение в эти стандарты всех участников в рамках однотипных лицензий. Это означает, что те, кто добровольно соблюдают эти стандарты, в какой-то степени несут большие издержки, а те, кто их не соблюдают, имеют большую свободу, в том числе предлагать тарифы, которые будут недоступны первой группе участников. Поэтому задача регулятора — в этом году довести закон до реализации и выйти на те позитивные вещи, которые способ-

но дать саморегулирование для финансового рынка. Имею в виду не только передачу полномочий от регулятора саморегулируемым организациям, но и 100%-ное вовлечение всех участников в периметр этого саморегулирования.

Второе. Меня беспокоит концентрация объема рынка у отдельных брокеров. Это очень тревожная тенденция, которая точно не идет на пользу российскому финансовому рынку. Я думаю, что мы начали достаточно эффективно работать в области банковского надзора, выделили системно значимые компании, банки, к которым будут предъявляться дополнительные требования. Эти дополнительные требования позволят учитывать системную значимость банков для обеспечения их стабильности и возможности самооздоровления в случае возникновения неприятных ситуаций.

То же самое мы предполагаем делать и на остальных секторах финансового рынка. То есть если ты крупный участник, то к тебе должны предъявляться другие требования, ты должен по-другому обеспечивать непрерывность своей деятельности и демонстрировать наилучшие стандарты. Что позволено отстающему (с точки зрения нарушения стандартов), точно не будет позволено лидерам индустрии. Лидеры индустрии должны быть примером качества, примером соблюдения норм саморегулирования и норм законодательства.

Третий момент. Мы жили в парадигме самоизоляции. У нас было две биржи, у нас были серьезные запреты на приобретение иностранных финансовых инструментов. Каким-то образом мы пытались выстраивать схемы по допуску иностранных инвесторов на российский рынок и наоборот.

Сегодня мы сделали достаточно для того, чтобы иностранцы пришли в Россию. Я не хочу сказать, что список действий закончен. Понятно, что без правильного корпоративного управления мы не получим на рынке акций тот эффект, который предполагаем получить уже в ближайшие несколько лет.

Но корпоративное управление равно так же нужно и российским инвесторам. Это тот элемент, который делает компанию инвестиционно привлекательной.

Речь даже не о том, что миноритарным акционерам нужно дать возможность воспользоваться случаем и по какой-то оферте удачно продать свои акции. Речь идет о том, что корпоративное управление должно порождать в компании правильный менеджмент, который работает на компанию, работает эффективно. И в результате инвестор способен принять ровно те риски, которые он хочет принять, а не покупать некий блэк-бокс, который будет порождать, может быть, золотые яйца, может быть, серебряные, а может, ничего. За этот черный ящик эмитент сегодня платит достаточно большую премию и в значительной степени переориентирован на долговой рынок. А долевое финансирование, с моей точки зрения, это тот критерий, который позволит нам сказать, состоялся у нас фондовый рынок или не состоялся. Потому что пока мы все-таки пожинаем плоды приватизации, и какого-то значительного эффекта для новых компаний, для расширения бизнеса существующих фондовый рынок не дает.

Мы можем сколько угодно говорить о росте и падении отечественных индексов, но главный критерий, который я вижу, — это количество рублей, которое компании привлекли в рамках IPO.

Следующий момент глобализации — это все-таки допуск иностранных инструментов. Мы провели хорошую дискуссию и пришли к выводу, что российский инвестор, будь то квалифицированный или неквалифицированный, имеет право пользоваться собственной инфраструктурой, чтобы диверсифицировать свой инвестиционный портфель. Только вчера было заседание экспертного совета по защите прав потребителей, где одним из членов была сказана интересная фраза, что наш инвестор одинаково не понимает, что такое акции «Лукойла» и что такое акции Google, так зачем же его направлять в «Лукойл» и не направлять в Google.



Конечно, это шутка, но доля правды в этом есть.

Мы должны воспитывать нашего инвестора (роль финансовой грамотности здесь очень важна) и не предлагать этому инвестору то, чего он не понимает. Для большинства инвесторов, надо это признать, простые инструменты (как-то: депозиты и fixed income в виде облигаций) являются оптимальным набором инвестиционных продуктов. Эти инструменты мы и должны массово предлагать населению.

При этом уже есть слой инвесторов, который понимает несколько больше, и для них должна быть предоставлена достаточно широкая инструментальная база, в том числе состоящая из иностранных ценных бумаг. И это будет делаться.

Не могу сказать, что мы идем по пути запрета. Мы не можем запрещать нашим гражданам проигрывать свои деньги и инвестировать так, как они хотят, даже если понимаем, что все кончится не очень хорошо. Но что мы можем? Мы можем обязать профессиональных участников, по крайней мере, информировать клиентов о том, что есть такие риски, которые они, возможно, не понимают, что их риск-профиль не соответствует тому инструменту, который они выбирают, и что нельзя последние деньги вкладывать в акции. Когда у человека уже есть депозиты, когда у него достаточно инвестиций в пенсионный фонд, наверно, ему можно что-то проиграть, но нельзя жертвовать необходимым в желании получить избыточное.

Это тот случай, когда мы сами должны выращивать нашего инвестора, — постепенно, а не отнимая у него последние деньги. И ответ очень простой — финансовая грамотность, финансовая грамотность, финансовая грамотность.

Для того чтобы росла вторая группа понимающих инвесторов, нужно прикладывать усилия и государству, и профсообществу. И действовать с помощью лучших практик, которые имеются

в иностранных юрисдикциях. К сожалению, в отличие от картошки, которая зреет несколько месяцев, это многолетний процесс. Есть много анекдотов, как некоторые выкапывают картошку сразу, потому что очень кушать хочется. Мы должны здесь набраться некоего терпения. Понятно, что день, потерянный в начале проекта, равен дню, потерянному в конце, и в этом смысле надо действовать быстрее, но набраться терпения. Быстрая, массированная вовлеченность нашего населения в сложные финансовые продукты ничего хорошего не даст.

Мы намерены предпринять необходимые усилия уже в первом полугодии этого года, для того чтоб на нашем рынке появились иностранные акции. Но при этом параллельно мы намерены предпринять усилия, направленные на предупреждение физических лиц о том, что инвестирование в такие продукты — это монета с двумя сторонами.

Следующий момент. Мне кажется, что мы, погрузившись на много лет в ситуацию дефицита ликвидности на финансовом рынке, выстроили определенную бизнес-модель. Значительные заработки даже у брокерских компаний — это заработки по кредитной деятельности, по деятельности, связанной с кредитованием собственных клиентов под увеличение леввериджа, по предоставлению финансирования, по размещению временно свободных средств. Насколько устойчива такая бизнес-модель? Я думаю, что НАУФОР нужно посвятить какую-то часть усилий анализу этого феномена, потому что, как вы знаете, европейский брокерский рынок живет в условиях нулевых процентных ставок. И я не могу исключить, что те усилия, которые сегодня прикладывает Центральный банк по контролю за инфляционными процессами плюс снижение экономического роста, в ближайшие годы не приведут к значительному снижению процентных ставок на нашем рынке. Насколько сформировавшаяся бизнес-модель заработка на процентных ставках позволит

продолжать существовать брокерскому сообществу в той же парадигме, это большой вопрос.

Здесь надо быть очень аккуратным, внимательным и думать, в том числе, о прекращении неких демпинговых практик, которые построены исключительно на зарабатывании не на брокерских операциях, а на процентном доходе. Что этому будет противостоять? Например, появление инвестиционных консультантов. Мы сейчас подготовили нормативную базу, вследствие которой появляется целая система мелких брокеров, доход которых — это не транзакционные комиссии, а эдвайзинг. То есть они будут строить свою бизнес-модель на консультировании клиента. Что купить? что продать? как построить свой портфель, исходя из профилей риска клиента? Это нечто новое. Индустрия должна построить возможность аутсорсинга технических функций для такого рода профессиональных участников. Они не должны заморачиваться по поводу ИТ, по поводу бухгалтерского учета, отчетности. Должна появиться некая услуга, которая позволит им полностью перекладывать технические вопросы то ли на спецдепозитарии, то ли на специальных провайдеров и концентрироваться на продуктах, которые позволяют этот эдвайзинг осуществлять.

К сожалению, мы не очень доверяем друг другу и не очень доверяем друг другу свои базы данных, но в данном случае базы данных будут не столь гигантские, количество клиентов у таких эдвайзеров будет измеряться, может быть, десятками, точно не сотнями; и в отличие от НПФов, крупных брокеров, риск передачи этой информации в аутсорсинг не столь велик. Этот сектор должен стать примером снижения издержек индустрии за счет аутсорсинга технических функций, тем более что масштабируемость ИТ-систем у крупных компаний достаточно большая. И нет ничего зазорного в том, чтобы большие компании предоставляли маленьким сервисы в области ИТ. Мы

должны выстроить, в том числе с помощью стандартов саморегулирования, эти самые китайские стены, когда компания, которая предоставляет такие услуги, не должна залезать в эти базы данных и не должна использовать информацию, которую имеет в силу предоставления такой услуги, для собственного бизнеса.

У нас идет пенсионная реформа. Вы все это знаете. К сожалению, мы потеряли 2014 год с точки зрения перечисления обязательной части. Это достаточно большие деньги, больше 200 миллиардов, но зато эта сумма пошла на обустройство Крыма, поэтому деньги не пропали.

Но есть риск потери этих денег в следующем году.

Мы с этими рисками активно боремся, и индустрия должна внести в это свой вклад. Нужно не сидеть и ждать, когда будет принято то или иное решение, а нужно об этом говорить и говорить. Вода камень точит, и мы должны всячески давать правительству понять, что эти деньги важны для фондового рынка, для индустрии НПФов, для самих граждан, и что тот ущерб для фондового рынка, который нанесен решением по 2014 году, уже негативно сказывается на ситуации, но он не должен получить распространение на 2015 и последующие годы. Сейчас несколько десятков НПФ подали заявки на акционирование. Два НПФ уже прошли процесс акционирования. Мы думаем, что больше 50% фондов пройдет в систему страхования до конца года, с начала [следующего] года система заработает. И деньги 2015 года будут инвестироваться уже по новым правилам. Мы, честно скажу, проанализировали пакет стимулов в отношениях между пенсионными фондами и управляющими компаниями. К сожалению, наше заключение таково — для того, чтобы фонды с большой вероятностью имели экономический интерес инвестировать на рынке акций, сделано недостаточно. Здесь предстоит еще работать, создавать правильную систему взаимоотношений и именно экономических

стимулов для управляющих компаний и для самих пенсионных фондов.

Но это не означает, что деньги не пойдут на рынок облигаций, мы видим достаточно большой спрос на такие облигации. И сегодня фондам нужен бенчмарк по процентной ставке, привязанной к инфляции. Я думаю, нам предстоят важные переговоры с Минфином, для того чтобы Минфин сделал такой бенчмарк и запустил хороший объем облигаций, привязанных к инфляции, чтобы от этого отталкивались другие эмитенты и могли строить свою политику привлечения денежных средств на плавающих ставках, которые так удобны пенсионным фондам. В этой области, безусловно, будет прогресс, но, к сожалению, для рынка акций он будет пока ограничен.

Другие индустрии. Управляющие компании — очень важные компоненты. Мое глубокое убеждение, что управляющих нужно выводить из серой зоны. Большое количество людей работает в режиме офшорного управления денежными средствами. Кто-то работает индивидуально, пользуясь своими связями. И огромное количество [нелегальных управляющих] имеет офисы, они принимают инвесторов, заключают с ними договоры, но у них нет никаких лицензий. Эта деятельность помогает инвестиционному процессу. Но мне кажется, что НАУФОР тоже здесь нужно подумать, оценить, а правильно ли, что в нашем российском правовом поле есть легальные управляющие компании, несущие полный объем издержек на поддержание своей лицензии, и есть компании, которые занимаются абсолютно тем же самым бизнесом, но зарегистрированы в различных других юрисдикциях. Насколько это правильная ситуация для конкурентной среды и насколько это помогает. Я не исключаю, будет ответственно, что не надо ничего менять и такие структуры имеют право на существование. В таком случае мы дальше будем придерживаться такой политики. Но тема для нас новая, мы в нее глубоко,

честно скажу, не влезали. Надеюсь, что мы вместе с вами ее поизучаем.

Наше отношение к индустрии управления — мы считаем, что у нас дефицит качественных управляющих компаний. И этот дефицит будет усугубляться решениями, что Пенсионный фонд не может все свои сбережения положить в одну управляющую компанию, тем более аффилированную. Поэтому не исключаю, что в 2015 году, когда заработает и система страхования, и новая парадигма относительно пенсионных средств, мы столкнемся с тем, что фондов много, а управляющих компаний только пять, и от них фактически будет зависеть движение рынка.

В этом сегменте не хватает конкуренции. Как ее поднять? Мы считаем, что управление активами требует раскрытия информации об истории этого управления. И это управление связано не столько с именем управляющей компании, но и, что вполне логично, связано с людьми, которые в компании работают. Иногда переход конкретного человека из одной компании в другую может кардинально менять качество управления. К сожалению, это так, поэтому мы должны создать систему, которая позволяет пенсионным фондам достаточно прозрачно выбирать не только из топ-5, но из кардинально большего количества управляющих компаний и тем самым создавать конкуренцию на этом рынке. А для этого нужны менеджеры.

Мне кажется, [существует] жуткий дефицит менеджеров. В каком-то разговоре мне сказали, что банковский сектор и нефтяная отрасль высосали все качественные кадры в Российской Федерации. Возможно, это и так. Есть очень качественные кадры и внутри брокерских компаний, и в некоторых управляющих компаниях, но их явно недостаточно. Поэтому получение профессионального образования за рубежом ли, в наших ли вузах — это диллейма для развития индустрии на ближайшие несколько лет. Мы сейчас начали работу с ключевыми экономическими вузами по подготовке про-

грамм, специалистов и по страхованию, и в области управления активами. Но для этого нужно сформировать и качественный преподавательский состав, потому что мало придумать название курса, мало даже сделать правильные учебники, еще должны быть люди, которые будут преподавать. И я вынужден обратиться к вам. Те коллеги, которые задействованы в управлении активами, должны внести какой-то свой вклад в форме участия в образовательных процессах, потому что сегодня мы имеем фактически патовую ситуацию — учить некому, а кто в таком случае будет поставлять кадры? Кроме экспатов преподавателей взять неоткуда. Но если мы берем к себе экспатов в качестве управляющих, то с большой вероятностью в их портфеле российских активов будет не так много, потому что у них привычка работать с другими классами активов, и они немного предвзято относятся к тому, что продается здесь.

Налоговая реформа — тоже очень важный вопрос. Сегодня по этому поводу проводятся парламентские слушания, мы заключили договор с институтом Гайдара об изучении налогового стимула, который применяется на финансовых рынках других стран, и как правильно это налоговый стимул распределить. К осени будет готов материал, и мы сможем провести обсуждение. Не исключаю, что тот налоговый стимул, который сегодня сформирован по разным инструментам, придется ребалансировать. Это абсолютно нормально, потому что ситуация меняется, меняются приоритеты. И налоговый стимул — это не вечное, это то, что должно поддерживать эти приоритеты.

Хочу сказать, что важнейшая инициатива НАУФОР по налогообложению счетов физических лиц, которые зачисляются инвестированием, уже есть в законодательстве, она вступает в силу с 1 января и вкупе с инвестиционными консультантами мы собираемся с сентября начать большую информационную кампанию промоушена института инвестирования.

Я думаю, индустрия нас здесь должна поддержать, потому что это в ваших интересах, это ваши будущие клиенты или уже действующие клиенты.

Важно продавать этот продукт именно в комбинации, то есть не оставлять физическое лицо один на один со своим счетом и деньгами, давать ему полный спектр возможностей дистанционно, в режиме DMA, именно продавать этот продукт вместе с консалтингом. И фактически такое доверительное управление должно быть построено.

Реагируя на то, что вы здесь обсуждали по поводу принципа «что не запрещено, то разрешено», скажу, что это, мне кажется, *sweet dreams*. Мы можем об этом долго говорить, но это потеря времени. Я не знаю примеров, где бы континентальное право было заменено английским, потому что кто-то счел, что это выгодно. Да, Дубай это сделал в отдельном финансовом центре. Да, Гонконг продолжает использовать английское право, потому что оно там традиционно было. В Сингапуре тоже изначально было английское право. Я очень сомневаюсь, что тот эффект, который сегодня получен от изменения Гражданского кодекса, дает хоть какие-то основания полагать, что парадигма российского законодательства кардинально поменяется. Поэтому будем реалистами.

К сожалению, парадигма права — это экзогенная вещь, и я не знаю, что нужно сделать, чтобы эту парадигму изменить. Были даже идеи сделать Крым российским Гонконгом, но это тоже, мне кажется, немного утопично.

Это не означает, что не надо развивать законодательство, его надо развивать. Надо работать с судами. У нас есть масса примеров, когда на уровне высших инстанций даются правильные рекомендации для нижестоящих. Многие зависит и от нас самих. Мы не должны разным образом оказывать давление на суды, когда судимся. И когда у нас созреет критическая масса запроса на справедливое правосудие, я думаю, оно у нас и

появится. Дело это коллективное, и на это должен быть объективный спрос. Пока, к сожалению, есть разные практики.

Далее о продуктах для ритейла. Наверно, над их развивать, но, по моему мнению, вместе с инвестиционным эдвайзингом. Без этого продукты будут мало востребованы, и, возможно, мы не добьемся результатов. Кубиков, из которых составляется инвестиционный портфель, должно быть много, они должны быть разными, чтобы получались действительно разные инвестиционные стратегии.

По рынку облигаций. Мы предпринимаем сейчас колоссальные усилия, чтобы наполнять ломбардный список и список кредитов, которые мы принимаем для рефинансирования. Принято, мне кажется, очень важное для рынка решение, что теперь в ломбардный список Центральный банк будет включать не отдельные выпуски облигаций, а программы. Это означает, что эмитентам будет фактически предоставлен режим включения в ломбардный список наравне с ОФЗ, то есть когда появляется новый выпуск ОФЗ, в тот же день под него можно брать у Центрального банка репо. То же самое будет и с другими облигациями — эмитент будет регистрировать программу выпуска биржевых облигаций, она будет попадать в ломбардный список, и эта программа может быть многолетней. Выйдет ли бонд на одну неделю, и у него будет дюрация одна неделя, или он будет 15-летний, — в любом случае уже в первый день своего юридического существования он будет eligible for repo.

Для рынка это означает появление кластера коммерческих бумаг. Сегодня этот кластер поделен между векселями и еще чем-то. Но пока я не видел ни одного выпуска недельных облигаций. Соответственно, мероприятие, которое мы затеяли, позволит крупным эмитентам, в том числе Министерству финансов (сейчас в Минфине тоже обсуждается возможность выпуска краткосрочных облигаций, вплоть до одной недели) выпускать больше инструментов, кото-

рые ликвидны, которые обращаются, репутуются. И это должно в разы увеличить интерес к рынку облигаций. Мы надеемся, что и другие меры, которые мы себе нарисовали, позволят уже в ближайший год увеличить рынок облигаций примерно в два раза.

Амбициозная задача, но она крайне необходима и для наших денежно-кредитных инструментов, и для самого российского финансового рынка.

Рейтинги. Очень важный вопрос, а что будет, если рейтинги вообще исчезнут? Мы сейчас готовимся к этой ситуации, мы ее рассматриваем не как теоретическую, у нас будут достаточно изящные решения. Но это не означает, что в среднесрочной перспективе мы должны полагаться исключительно на иностранные рейтинговые агентства. Индустрия сегодняшних российских рейтинговых агентств не соответствует основным требованиям ни Додда-Франка, ни европейского регулирования. Иностранные инвесторы не имеют возможности пользоваться этими рейтингами. Это означает, что если эмитент рассчитывает продать что-то, в том числе иностранному инвестору, ему все равно нужно получать и международный рейтинг тоже. Наша задача — компактно, быстро, в этом году (именно в этом году) принять законодательство, которое позволит реформировать российскую рейтинговую индустрию под требования, которые позволят иностранным регуляторам признавать наши рейтинги как соответствующие базовым требованиям и получить нашим рейтинговым агентствам увеличенную клиентскую базу. Я, правда, не уверен, что емкость российского рынка сможет выдержать столько рейтинговых агентств, сколько есть сегодня. Тем не менее среда все равно останется конкурентной, и этот рынок достаточно важен, в том числе, для индустрии доверительного управления.

В заключение хочу сказать, что мы сегодня неплохо движемся по тем планам, которые наметили осенью. Я думаю, что до конца мая мы раскроем то, как продви-

нулись по инициативам и будем это делать ежегодно достаточно подробно, каждые полгода индикативно. Мы практически закончили внутреннюю реорганизацию по присоединению ФСФР, хотя с 1 сентября наша численность увеличилась на 37 человек, то есть пока дополнительный ресурс, который получен в результате присоединения ФСФР, ограничивается несколькими десятками человек. И большинство из них, конечно, работает в области надзора.

Задача по реформированию пенсионной системы в значительной степени не только регулятивная, но и надзорная задача. Как вы знаете, с 2016 года мы переходим на новый план счетов для ряда некредитных организаций. И этот переход будет сопровождаться появлением новой отчетности, новых правил. Конечно, брокерам нужно понимать, что они тоже станут намного более прозрачными для регулятора. И эта более высокая степень прозрачности, мне кажется, для конкуренции очень полезна, потому что несоблюдение регулятивных требований не должно становиться конкурентным преимуществом. И в этой области все участники должны вне зависимости от своего бизнеса и лицензии нести издержки на регулирование, что ЦБ и собирается обеспечивать.

Я не могу сказать, что у меня сегодня есть опасения по поводу финансовой устойчивости, по крайней мере, брокерского и дилерского сектора. И статистика не показывает, что у нас последние годы были с этим проблемы. Поэтому с легким сердцем могу перенести качественное повышение прозрачности и отчетности на 2016 и последующие годы. Но тем не менее это время наступит. Мы даем индустрии период, достаточный для того чтобы перестроиться, поправить свои бизнес-модели. Мы уже начали инспекционные проверки, уже есть первые результаты. Будем притираться, у нас достаточно времени для того, чтобы сделать это безболезненно и выйти на новое качество институтов через два-три года. Спасибо.



**Олег Вьюгин.** Спасибо, Сергей Анатольевич. Приятно было слышать, что стратегически и тактически политика регулирования остается привержена тем критериям и показателям, которые были утверждены осенью и поддержаны сообществом.

Из слов Сергея Анатольевича можно сделать такой вывод. На рынке ценных бумаг на сегодня перспективна работа с крупными национальными инвесторами, поскольку механизм запуска этих инвесторов заработал. Второе перспективное направление — это инвестиционное консультирование, то есть работа с индивидуальными инвесторами в рамках нового регулирования.

И естественно самая обычная, уже утвердившаяся практика — это работа с широким кругом других инвесторов, в том числе работа по приведению иностранных инвесторов на российский рынок.

Вот примерно, на что можно рассчитывать и на что нужно настраиваться компаниям на сегодняшний день.

**Вопрос из зала.** Возвращаясь к вопросу о длинных деньгах и продуктовой линейке. Что регулятор думает по поводу инфраструктурных облигаций, куда движется эта отрасль и что можно будет предпринять для наших клиентов — НПФов, которые сейчас акционируются и будут готовы к таким инвестициям?

**Сергей Швецов.** Этот пункт содержится в пайплайне проекта роста рынка облигаций. По закону о секьюритизации вся нормативная база будет внесена в Минюст в первой половине этого года, то есть до конца июня. Формально закон заработает с 1 июля, но может быть, в июле чего-то еще не будет хватать. В рамках концессий мы уже сегодня имеем позитивные примеры выпуска таких облигаций. Этот рынок будет развиваться. У нас есть планы, скажем так, уговорить правительство профинансировать Крымский мост через концессионные облигации. Там есть проблема с тем, что мост — единственная

дорога. Сегодня люди стоят в очереди по шесть часов и платят по 400 рублей, чтобы пересечь Керченский пролив. А будет скоростной мост с дорогой от Краснодара. Планируется именно такая парадигма, потому что после строительства моста узким местом станет дорога. И проект — это скоростная магистраль от Краснодара до моста и дальше, которая будет все-таки платной, и расчеты показывают, что она вполне самоокупаема. То есть спрос на эту услугу будет.

Затраты на проезд составят примерно 160 рублей через мост плюс стоимость проезда за километр. Это намного дешевле, чем стоимость бензина, который люди будут терять в пробках, если не будет автомагистрали, а будет только мост. Поэтому в проекте мост+дорога экономика есть. Какая-то часть стоимости проекта (не знаю, какова в итоге окажется его стоимость) вполне может быть профинансирована долгосрочными, привязанными к инфляции инфраструктурными облигациями.

Плюс сейчас ведется работа по совершенствованию конституционного законодательства, чтобы в концессию можно было включать не только объекты инфраструктуры, но еще какие-то другие вещи. У пенсионных фондов большой спрос на такого рода облигации. Банки не будут их покупать. У банков сегодня нет никаких экономических стимулов покупать длинный актив с низкой ставкой. Поэтому мы ориентируемся именно на спрос со стороны пенсионных фондов и будем всячески эти проекты поддерживать. ■



