

# Вернуть инвестора

**В ГОРОДЕ ЕКАТЕРИНБУРГ В ОКТЯБРЕ СОСТОЯЛАСЬ VII УРАЛЬСКАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ НАУФОР «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК». ВТОРАЯ ЧАСТЬ КОНФЕРЕНЦИИ СФОКУСИРОВАЛАСЬ НА РОЛИ ВНУТРЕННЕГО ИНДИВИДУАЛЬНОГО ИНВЕСТОРА НА НАЦИОНАЛЬНОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ**

Участники: Александр Арефьев (Центральный банк РФ); Елена Ненахова (Центральный банк); Павел Яблочкин (НРД); Роман Горюнов (НП РТС); Борис Блохин (Московская биржа); Ирина Тиссен (НРД).

Модератор: Алексей Тимофеев.

**Алексей Тимофеев.** Дорогие друзья, вторая часть нашей конференции будет сфокусирована на роли внутреннего индивидуального инвестора на национальном фондовом рынке.

Существуют очень сильные факторы, которые внушают оптимизм относительно развития индустрии брокеров, индивидуальных управляющих и индустрии коллективных инвестиций в следующем году (жаль, что речь в этом контексте не идет также о накопительной части пенсионных фондов). Но индивидуальные инвестиционные счета — это фактор, который будет, как мне кажется, основным драйвером развития индустрии в следующем году.

Для нас это очень важно, потому что НАУФОР вела соответствующий проект в течение пяти примерно лет. Мы очень рады тому, что в один прекрасный момент он стал восприниматься как элемент политики по деофшоризации, получил поддержку и был реализован. К сожалению, в 2013 году мы не успели с принятием закона и его опубликованием до декабря. Исключительно поэтому сама возможность открытия индивидуальных инвестиционных счетов появилась только с 2015 года. Так что ждем не дождемся наступления 2015 года, чтобы воспользоваться новой возможностью для развития бизнеса.

Но текущий год не прошел даром. Весь 2014-й мы обсуждали подзаконные нормативные акты, которые должны быть приняты для того, чтобы этот инструмент (ИИС) мог быть реализован. Принципиально важным для этого являются нормативные акты Федеральной налоговой



службы. К нашему сожалению, до настоящего момента они еще не были опубликованы, но мы ждем, что это случится в ближайшее время. Почти не сомневаемся, что до конца этого года нормативные акты ФНС (о порядке уведомления, об открытии и закрытии индивидуальных инвестиционных счетов, документы, которые должны передаваться в связи с закрытием индивидуального инвестиционного счета у одного профессионального участника рынка ценных бумаг другому в связи с открытием у него ИИС) будут приняты. А значит, индивидуальные инвестиционные счета можно будет открыть.

Обсуждение с Федеральной налоговой службой позволяет нам быть уверенными в том, что регулирование будет адекватным, удобным. Закон предусматривает, что детали, связанные с функционированием индивидуальных инвестиционных счетов,

могут устанавливаться Центральным банком. И примерно половину года мы обсуждали с ЦБ этот сюжет: будет ли регулятор устанавливать какие-то ограничения на использование средств с индивидуальных инвестиционных счетов. Лариса Селютина сегодня упомянула о том, что может быть сделано в названном направлении. И мне кажется, что такое движение мысли — правильное. Индивидуальные инвестиционные счета, задуманные как альтернатива банковским депозитам, не должны превратиться опять в депозиты. Поэтому, наверно, логично, что наш регулятор рассуждает об ограничении такой возможности. Логично, наверно, и то, что ИИС, задуманные как средства стимулирования развития внутреннего рынка, не должны стимулировать развитие рынка иностранного. Как уступка российского государства, данная в обмен на надежду развития национального рынка, эти

ограничения кажутся вполне логичными.

Но нам предстоит обсуждать их, и это не единственное, что, мы надеемся, будет сделано в конце этого — начале следующего года.

Я предложу сегодняшним спикерам высказаться, будут ли эти меры эффективны, сработают ли, что нужно сделать еще по привлечению внутренних индивидуальных инвесторов на российский фондовый рынок. Состав сегодняшней панели блестящий. Справа от меня — Павел Яблочкин (который разбирается в инвестиционных советниках больше, чем кто-либо еще), он представляет Национальный расчетный депозитарий, российский ЦД, с которым мы вместе ведем проект по созданию централизованной системы для размещения и выкупа инвестиционных паев.

Елена Ненахова и Александр Арефьев представляют Центральный банк. В этой панели они смогут рассуждать о том, что



должно быть сделано, что делается в законодательной нормативной плоскости для развития индустрии по привлечению индивидуальных инвесторов.

Роман Горюнов — один из идеологов этого движения.

Борис Блохин — как представитель Московской биржи он мотивирован на то, чтобы не позволить индивидуальным инвесторам пропустить возможности, которые дают индивидуальные инвестиционные счета.

Предлагаю начать с индивидуальных инвестиционных счетов, с изменения подходов к доверительному управлению. Александр Артыухин. Добрый день, уважаемые коллеги!

Если говорить об индивидуальных инвестиционных счетах, то это действительно тема не новая. Она долго созревала, освещалась в различных программных заявлениях, в том числе в планах правительства по созданию международного финансового центра. Эта тема долго дискутировалась и обсуждалась в различных форматах. При проектировании закона она также пребывала в различных формах — и на базе доверительного управления, и на базе индивидуальных пенсионных счетов. Все конструировалось вначале именно как пенсионные счета, по модели налогообложения, которая предусмотрена по законодательству США 401-К или IRA в Англии.

На сегодняшний день мы видим вполне достойный законодательный прорыв. У нас появился наконец фискальный инструмент, который позволит стимулировать частный инвестиционный спрос на финансовом рынке.

На наш взгляд, в первый год глобального прорыва [в отношении инвесторов к ИИС] не произойдет. Вспомним, с чего начиналась пенсионная реформа, когда в ней только появилась накопительная часть. Тогда появилось очень много инвесторов с малыми объемами инвестирования — а это уже достаточно затратно [в обслуживании]. Но со време-

нем, когда каждый год инвестор сможет добавлять на свой инвестиционный счет по 400 тысяч рублей, то можно будет прийти к серьезным объемам рынка, о которых имеет смысл серьезно разговаривать. В долгосрочной перспективе можно ожидать, что ИИС будет весьма хорошим инструментом.

На сегодняшний день у нас есть законодательная инициатива, но при этом есть опасения, что деньги [инвестированные в ИИС] могут уйти не на фондовый рынок, куда они изначально целенаправленно предполагались. В этих целях Центральный банк готовит проект нормативного акта, который ограничит размещение средств на депозиты, полностью нивелирует возможность их ухода на рынок форекс и на зарубежные рынки. При этом, конечно же, останется возможность инвестировать в российский фондовый рынок. И если там появятся иностранные финансовые инструменты, то тоже добро пожаловать.

Для этих целей также готовится проект нормативного акта, касающийся доверительного управления. Я понимаю, что у рынка большие ожидания нового документа. Потому что Положение 0737 давно морально устарело, в нем существуют весьма, скажем так, неправильные ограничения, которые, с одной стороны, являются сдерживающим фактором, с другой стороны, они легко обходятся. Например, юридически там запрещены производные финансовые инструменты с базисным иностранным активом, но формально разрешены производные финансовые инструменты, где базисным активом будет производный финансовый инструмент на иностранный актив.

В рамках нашей работы мы хотим кардинально поменять подход в области индивидуального доверительного управления. Весь вопрос заключается в том, что сам институт доверительного управления хорошо отрегулирован в области гражданского права,

и все последствия и правонарушения там изложены и рассматриваются в большей степени в гражданско-правовой плоскости. Регулирование должно создать такой инструмент, чтобы клиент купил тот продукт, который ожидал.

Как решается этот вопрос в других странах? В MIFID заложен механизм *suitability*, то есть оценка годности данного продукта для клиента. Соответственно, необходимо узнать профиль риска клиента, насколько он толерантен к рискам инструмента, есть ли у него соответствующие знания и навыки и, самое главное, осознание конкретного риска. Ну и целевая доходность. Именно этому направлению и была посвящена наша нормотворческая мысль. Формат конференции великолепно подходит для обсуждения именно этого вопроса. Допустим, мы исходим из того, чтобы провести анкетирование клиента, в ходе которого управляющий должен задать прямой вопрос, сколько денег тот готов потерять. На этот счет есть разные точки зрения. Есть мнение, что такие вопросы задавать клиентам не надо, но нужно задавать наводящие вопросы, чтобы управляющий смог понять, какова толерантность к рискам у данного клиента. Соответственно, дальнейшее поведение управляющего должно строиться на том, что в гражданском кодексе называется «проявлением должной заботливости об интересах выгодоприобретателя». То есть когда управляющий понимает, в чем состоят интересы выгодоприобретателя, в какой доходности он заинтересован, в каких рисках он не заинтересован, — то в дальнейшем он будет строить ту стратегию управления, которая необходима клиенту, с различными ограничениями, установленными в договоре. Второй ключевой вопрос — это вопрос оценки того, насколько правильный продукт был предложен

инвестору. Как это будет оценивать регулятор, управляющий и клиент?

Еще один базисный пункт — это раскрытие управляющим и брокером информации о тех продуктах, которые он продает своим клиентам. Это немало важный аспект. На сегодняшний день регулирование доверительного управления содержит большое количество избыточных норм касательно отчетности, например, того же управляющего перед клиентом. При этом упускаются жизненно важные детали, которые могут заинтересовать клиента.

Отчетность — это одна сторона вопроса. Вторая сторона вопроса — раскрытие информации о том, каким образом предоставлялась доходность по той или иной стратегии, которую управляющий продает в розницу. Чтобы клиент мог смотреть весь *track record* управления активами по данной стратегии и мог делать вывод относительно того, имеет ли смысл пользоваться этой стратегией или другой.

Имеет смысл выводить раскрытие информации в ту плоскость, чтобы клиенту раскрывалась вся стратегия за достаточной большой промежуток времени, чтобы он мог хотя бы по ней оценить инвестиционные возможности и риски, на которые он подписывается.

Данная концепция все еще находится в рамках дискуссии, мы готовы ее обсуждать.

**Алексей Тимофеев.** У нас давно есть большое количество претензий к существующему формату доверительного управления. И все они адресованы тем нормам, которые, как мне показалось, ЦБ думает убрать, просто заменив на несколько норм, посвященных *suitability* и раскрытию информации. Правильно ли я понимаю, что кардинальным образом меняется подход? Что все многочисленные ограничения, перечисленные в положении о доверительном управлении, будут исключены; что вместо этого появится правило *suitability*, и правило ведения инвестиционного профиля

клиента и деятельности в соответствии с этим профилем, и правило раскрытия информации? Что регулирование станет более гибким? Те претензии, которые у нас есть к действующему нормативному акту, заставляют нас надеяться, что ЦБ примет решение об изменении подхода, о принятии редакции нового положения как можно быстрее.

Поэтому верно ли я, во-первых, понял суть того, что вы собираетесь сделать и, во-вторых, как скоро вы надеетесь справиться с этой задачей?  
**Александр Арефьев.** Суть верна. Действующая модель регулирования ДУ была сделана по модели регулирования ПИФов, которая всегда строилась на стандартизации массовых продуктов. Для индивидуального доверительного управления такой подход, на наш взгляд, чересчур жесток. Кроме того, он содержит ряд норм, которые, по сути, дают закрытый перечень недобросовестного поведения управляющего. Исходя из этого, можно сделать вывод, что остальное будет считаться добросовестным поведением. Это неправильный сигнал, потому что недобросовестные действия изначально караются гражданским кодексом в рамках гражданско-правовых отношений. Поэтому нельзя говорить о том, что нельзя безвозмездно отчуждать имущество учредителя управления, — и так понятно, что это не в его интересах. Запрет подобного рода выглядит весьма комично, потому что управляющий будет отвечать за эти действия уже по гражданскому праву. Но при этом мы упускаем ряд других недобросовестных действий, и это воспринимается так, что если регулятор подобное не запретил, значит, это можно делать. Поэтому подход в этой части будет меняться. Он не будет затрагивать эти аспекты, а будет затрагивать вопросы определения отдельных недобросовестных действий.  
**Алексей Тимофеев.** И как скоро?  
**Александр Арефьев.** Это самый сложный вопрос. Скорость всегда противо-

поставлена качеству проекта. Мы хотим, чтоб проект был качественным. Окончание работы над ним заявлено на этот квартал.

**Алексей Тимофеев.** Это уже отличная новость. Мы давно надеемся увидеть документ опубликованным для обсуждения на сайте. До сих пор мы обсуждаем только подходы. Хотелось бы уже увидеть текст, чтобы наши предложения по этому поводу стали более конструктивными и детальными.

Прежде чем я спрошу Лену [Ненахову] о том, как это все будет отражено на уровне закона (она как раз участвует в обсуждении поправок в законодательство, связанных с введением нового вида деятельности на рынке ценных бумаг — инвестиционного консультирования), хочу спросить Сашу [Арефьева] о положении о требованиях к квалифицированным инвесторам. Будучи опубликованными, они оказались неожиданными для рынка, потому что нам казалось, что наша точка зрения по этому поводу сближалась с точкой зрения Центрального банка. Мы думали, что требования к квалифицированным инвесторам следует увеличить, скорее всего, до требований, предусмотренных MIFID. Но совершенно точно, что это не следует делать прямо сейчас. И совершенно точно, что это следует делать одновременно с изменением самого подхода к действиям, которые должны быть разрешены неквалифицированным инвесторам. Сегодня российский закон очень косен, он просто запрещает неквалифицированным инвесторам совершать операции с инструментами, предусмотренными для квалифицированных. Есть способы отрегулировать это иначе, чем как это регулируется за рубежом. Поэтому смягчение самого подхода в отношении того, какие действия можно/нельзя совершать неквалифицированным инвесторам, могло бы сопровождаться ужесточением требований к инвесторам квалифицированным.

Но ужесточение требований к квалифицированным инвесторам сейчас, на наш взгляд, чрезвычайно несвоевременно.

**Александр Арефьев.** Вы затронули тему, которая в этой аудитории может породить достаточно долгую дискуссию. Могу сказать следующее. Во-первых, мы опубликовали этот проект на сайте ЦБ не случайно, а чтобы как раз вызвать обсуждение данного вопроса.

Во-вторых, давайте посмотрим, какой перечень инструментов для квалифицированных инвесторов имеется в виду, при том, что мы на этот предмет дискутируем. Какие конкретные инструменты? Специальные закрытые венчурные ПИФы, предназначенные для квалиинвесторов, мы хотим предлагать кому? Или речь идет о каких-то иных инструментах?

**Алексей Тимофеев.** Я согласен с тем, что концепция, заложенная в законе, не нашла должного развития и касается, по существу, только иностранных ценных бумаг и венчурных паевых фондов. Ну может быть, еще тех бумаг, в отношении которых сам эмитент обозначил свое желание иметь дело только с квалифицированными инвесторами. Отлично, что это не нашло дальнейшего развития.

Но почему в этих нескольких случаях требования к инвесторам, тем не менее, должны ужесточиться?

**Александр Арефьев.** Во-первых, у нас нет такого эмитента, который промаркировал бы свои бумаги для квалифицированных инвесторов. Такими вещами занимаются только паевые фонды. Они действительно размещают свои паи только среди ограниченного круга лиц. Как правило, это даже не физические лица, а юридические.

Что касается иностранных финансовых инструментов, то давайте посмотрим на этот вопрос со следующей стороны. В июле вступил в силу закон, который допускает иностранные финансовые инструменты на российские торговые площадки без заключения

договора с иностранным эмитентом, с одной стороны, и освобождая иностранного эмитента от следования нашему законодательству по противодействию неправомерному использованию инсайдерской информации, с другой стороны. Мы, таким образом, подаем сигнал, чтобы иностранные бумаги можно было заводить на наши площадки. И потом позволяем квалифицированному инвестору покупать бумаги, не допущенные к нашим торгам, на зарубежных рынках.

Мне кажется, это не совсем логичная была бы мера.

С другой стороны, я согласен с тем, что западное регулирование строится немного по-другому. Оно действительно очень жесткое по отношению к квалифицированному инвестору, даже жестче, чем то, что предлагается сейчас ЦБ (документ вывешен у нас на сайте). Мы взяли средний вариант между правилами, действующими в Штатах и Европе. Действительно, ни в Штатах, ни в Европе не говорится о том, что неквалифицированный инвестор не может покупать конкретный инструмент. Наше законодательство категорически это запрещает и создает все механизмы для того, чтобы неквалифицированный инвестор никогда этот инструмент не приобрел. С точки зрения MIFID, подобный вопрос решается в большей степени на основе оценки клиента, его толерантности к рискам того или иного инструмента. Правильное решение проблемы действительно имеет смысл искать в этом направлении. Но вопрос надо решать именно на уровне закона, а не на уровне нормативного акта. А нормативный акт на сегодняшний день говорит только о том, какие критерии в количественном выражении должны быть соблюдены для того, чтобы инвестор был признан квалифицированным. Мы поставили критерии, которые более-менее похожи на западные. Но если мы хотим менять саму конструкцию предложения бумаг, то это надо

делать только в законе. И с оглядкой на то, что мы не можем действовать в логике, противоположной относительно того, что мы все-таки хотим развивать рынок иностранных инструментов здесь. Вот это как раз и есть тот самый дискуссионный вопрос.

**Елена Ненахова.** Хотела бы сказать, что в плане движения нормативных актов и принятого указа 3329-У обсуждаемый тренд предполагается последовательно реализовывать и с точки зрения законодательства. Что касается *suitability*, то предполагается, что доверительные управляющие и инвестиционные советники должны будут в обязательном порядке определить инвестиционный профиль своего клиента и действовать в соответствии с его профилем. Инвестиционный профиль будет состоять из двух компонент — доверительный управляющий и инвестиционный советник будут спрашивать клиента о его инвестиционных целях и о способности принимать риски. При этом способность клиента принимать риски будет учитывать такие факторы, как образование клиента, его опыт, возраст и ряд других факторов.

Наверно, здесь логично перейти к тому, что ЦБ сейчас дорабатывает закон об инвестиционных консультантах. Их работу мы сейчас определяем как деятельность по возмездному оказанию индивидуальных консультационных услуг в отношении финансовых инструментов либо сделок с ними путем предоставления инвестиционных рекомендаций. Предполагается, что инвестиционная рекомендация будет предоставляться в письменном виде (причем не только в бумажной, но и электронной форме).

Инвестиционные данные, инвестиционные рекомендации должны предоставляться строго в соответствии с определенным инвестиционным профилем клиента. Инвестиционными консультантами могут быть юридические лица или индивидуальные предпри-

ниматели. Они в обязательном порядке должны быть членами соответствующей саморегулируемой организации. Инвестиционный консультант должен получить от клиента всю необходимую информацию для определения инвестиционного профиля клиента, но он не обязан проверять ее достоверность. Когда консультант будет в письменной форме давать инвестиционную рекомендацию, она должна будет содержать описание финансового инструмента, планируемые сделки с ним, описание рисков. Это если вкратце говорить о концепции инвестиционных консультантов.

Я бы хотела отметить еще ряд предложений по доверительному управлению. Первое предложение касается расширения перечня объектов доверительного управления с возможностью добавлять в этот перечень не только те объекты, которые сейчас предусмотрены законом, но и иные, в частности, драгоценные металлы. Также мы сейчас обсуждаем возможность объединения активов учредителей управления. Рабочие цифры — это возможность объединения активов до 50 учредителей управления, при том что сумма разового вклада (неснижаемого остатка) каждого учредителя управления составит не менее 500 тысяч рублей. Когда мы обсуждали эту цифру с НАУФОР и участниками рынка, были высказаны предложения снизить порог до 400 тысяч рублей, чтобы иметь возможность сопоставить его с ограничением по индивидуальным инвестиционным счетам.

Теперь об ответственности доверительного управляющего. Если будет выделен определенный инвестиционный профиль клиента, то обсуждается вопрос завязать определение ответственности доверительного управляющего на то, действовал ли доверительный управляющий при принятии своих решений в рамках инвестиционного профиля клиента.





**Алексей Тимофеев.** Я хотел бы, чтобы выступил Павел Яблочкин, который возглавляет Институт финансового планирования. И постарался прокомментировать такие вопросы. Еще во времена ФСФР изменения, связанные с введением статуса инвестиционных консультантов, были заблокированы Министерством финансов на том основании, что это дополнительная регулятивная нагрузка для деятельности, которая не требует специального регулирования.

Что это за индустрия? Существует ли она в настоящее время? Требуется ли ее регулирование или нет?

**Павел Яблочкин.** Кризис 2008 года дал достаточно большой толчок развитию данного рынка, и очень многие начали свою собственную деятельность. Думаю, сначала надо реально понять, кто эти люди и насколько этот рынок реален в России. На данный момент количество финансовых консультантов в России составляет около 4,5 тысяч человек. Причем больше половины из них только называют себя независимыми консультантами, поскольку работают в банках, в инвестиционных компаниях. Реально тех людей, которые имеют собственный бизнес, работают как ИП, имеют свои небольшие компании, действительно не так много, — может быть, тысячи полторы. Это полторы тысячи человек на 140-миллионную страну. Для сравнения: на рынке Германии при населении 80 миллионов человек работает 300 тысяч советников. Понятно, что этому рынку от силы 5–7 лет, и он растет. Британскому рынку финансового консультирования, например, около ста лет. Рынку в Западной Европе около 30–40 лет. А Восточная Европа — это последние 10–15 лет.

Кто же эти люди? В основном это, конечно, люди с экономическим образованием, которые имеют за плечами опыт работы в финансовых организациях. На конференции, которую проводил наш

Институт финансового планирования, мы уже говорили об этом. Наши иностранные спикеры очень удивились тогда портрету российского финансового советника, да и на саму нашу конференцию приехали ребята 25–30 лет. В Европе это обычно умудренные опытом люди возраста 50+. Но для нас в этом есть и большой плюс. Эти люди открыты, гибки, они принимают любые нововведения.

За время существования нашего института с 2005 года мы выпустили порядка трех тысяч независимых финансовых советников. Возможно, примерно половина или треть из них действительно работает.

Что касается работы с клиентом, то все это укладывается в персональное финансовое планирование — подача решения, а не продукта. Мы этому учим, об этом рассказываем и все это четко вписывается в то, о чем говорили предыдущие спикеры и что сейчас делают независимые финансовые советники.

Правильный вопрос, нужно ли регулирование. Сейчас только ленивый не называет себя финансовым советником. Мы делали аналитику по страховым компаниям. Из нескольких компаний только в одной сотрудники смогли подтвердить реальный уровень финансового советника, и это не российская компания.

Что нужно клиенту, что он в принципе покупает у финансового советника? В первую очередь, покупаются инвестиционные продукты, брокерские продукты и страховые продукты, и уже затем дополнительные продукты.

На данный момент мы пытаемся собирать мнения клиентов финансовых советников. В первую очередь регуляция нужна для защиты клиента. Мы собираем аналитику, мнения иностранных экспертов, плотно сотрудничаем с различными международными ассоциациями. Сейчас мы ведем реестр независимых финансовых советников и в принципе можем его предоставить.



**Алексей Тимофеев.** Вопрос, скорее, в том, будет ли содействовать регулирование развитию индустрии. Регулятивная нагрузка зачастую убивает существующую индустрию.

**Павел Яблочкин.** Мое мнение и мнение многих экспертов — регулирование и стандартизация работы только подтолкнет рынок, потому что на данном направлении клиенты ждут защиты от государства.

**Алексей Тимофеев.** А остается ли место для деятельности независимых инвестиционных советников при том, что эти услуги в общем-то оказываются другими финансовыми институтами — брокерами, управляющими? Почему гражданин должен обращаться за советом к кому-то иному? Плюс наша привычка не платить за советы.

Ты, Павел, веришь, что Россия может рассчитывать на формирование индустрии независимых инвестиционных советников?

**Павел Яблочкин.** Шансы на формирование этой индустрии велики. По поводу того, будет ли человек платить за консультацию. Практически во всем мире люди неохотно платят за консультацию, и в основном, конечно, советники работают за агентское вознаграждение. Но ситуация такая, что хороший советник имеет в своем пуле достаточно большой объем продуктов, может выбирать то, что сейчас максимально выгодно.

Возможная стандартизация должна касаться именно портфеля продуктов, который может использовать финансовый советник. В любом случае государство должно регулировать то, чтобы советник не предлагал клиенту сверхрискованные продукты. Но реально советник имеет в своем портфеле большое количество инструментов, и тем самым его зависимость от определенной компании практически нивелируется.

Финансовый советник — это нечто вроде частного доктора или частного адвоката, который может уделить тебе

максимальное количество внимания и поймет все твои проблемы, который сможет выяснить максимальные потребности клиента и предоставить под них максимально удобные решения.

**Алексей Тимофеев.** Таким образом, мы бы создали более гибкое, более абстрактное регулирование, основанное на требованиях к инвестиционному профилю клиента, а это специальные профессиональные знания. Мы уже говорили об этом.

В этом году мы упростили доступ иностранных ценных бумаг к российскому рынку. И этой возможностью уже воспользовалась Московская биржа, допустив евробонды. Я не раз слышал о том, что Санкт-Петербургская биржа также планирует это сделать.

Роман, очень важно твое мнение по поводу индивидуальных инвестиционных счетов.

Было бы здорово, если бы ты также рассказал, что сейчас происходит с проектами по допуску иностранных ценных бумаг. Для нас это важно просто потому, если действительно Центральный банк решит ограничить доступ к иностранным инструментам через индивидуальные инвестиционные счета, разрешив лишь те инструменты, которые обращаются на организованном рынке. На приобретение каких еще иностранных ценных бумаг мы могли бы рассчитывать с использованием средств индивидуальных инвестиционных счетов?

**Роман Горюнов.** Во-первых, большое спасибо за конференцию. Год от года она улучшается, что свойственно только очень хорошим конференциям. И мне кажется, что состав нынешней и формат ее проведения, безусловно, лучше, чем в прошлом году.

Теперь по теме инвестиционных счетов, иностранных бумаг и квалинвесторов.

Взрыв повышения требований к квалифицированным инвесторам несколько сильнее, чем сам масштаб проблемы. Действительно на русском рынке

сейчас особых продуктов для квалинвесторов нет, поэтому мне кажется, это повышение вообще никого не коснется. А что касается иностранных бумаг, то я думаю, что в ближайшее время усилятся Московской и Санкт-Петербургской биржи основной набор продуктов, который интересует инвесторов, появится. Про бонды мы уже слышали. Санкт-Петербургская биржа думает об акциях, в первую очередь американских, которые наиболее интересны российским инвесторам. По опросам брокеров существует список от 500 до 800 бумаг, которыми интересуются российские инвесторы на текущий момент. Я думаю, что имеет смысл начинать с 50 и дальше расширять в зависимости от ликвидности. Задача по обеспечению ликвидности является крайне важной. Поэтому я надеюсь, что до конца года проблема допуска неквалифицированных инвесторов к основным интересным иностранным активам на русской инфраструктуре будет решена.

Тем самым актуальность темы повышения требований в принципе отпадет, потому что основным инвесторам будет доступно все, что им нужно. А если есть какие-то специфические продукты для людей, которые доказали свою квалификацию, то можно такие продукты тоже делать.

Что касается ИИС, то тема ИИС в настоящее время одна из немногих на рынке, которая в принципе вызывает оптимизм. И у меня лично вызывает очень большой оптимизм. Я надеюсь, что эта тема в некоторой степени станет локомотивом дальнейшего развития рынка. И наша общая задача, чтобы эта тема развивалась, а не плавно скатилась на нет, как некоторые другие интересные инициативы. Сейчас я наблюдаю за ходом развития этого проекта, и эйфория потихонечку сменяется на некоторое настороженное отношение. Есть ряд тенденций, которые мне кажутся не очень правильными. И очень хорошо, что мы обсуждаем эту тему именно

сейчас, потому что можно подумать, как действовать дальше. У меня складывается ощущение, что сейчас ситуация на рынке выглядит как начало деления шкуры неубитого медведя. Часть людей задумались над тем, что это хорошая тема с точки зрения привлечения дополнительных клиентов, и они втихаря что-то делают, никому не рассказывая. В кулуарах идет дискуссия, кто же будет главным бенефициаром — то ли госбанки, то ли часть брокеров, которые сейчас объединятся между собой против госбанков. Среди небольших участников я слышал мнение, что с учетом того, что никаких гарантий по ИИС (в отличие от банковских вкладов) нет, то эта тема вообще не очень интересна. Инвесторы вряд ли будут открывать у них счета, так как трехлетняя перспектива — это достаточно долго, и сложно убедить инвесторов в надежности вложений на три года вперед.

Вся эта дискуссия направляет тему немножко не туда. Если после 1 января мы получим еще 60 тысяч дополнительных ИИС, но это будут все те же 60 тысяч счетов, которые лишь открылись в другой форме, то это будет пшик. **Алексей Тимофеев.** А что может препятствовать? Какие опасения могут быть? **Роман Горюнов.** Что мне кажется важным? Важны две вещи. Первая — это маркетинг. И второе — продукты и применение ИИС. Маркетинг — это, мне кажется, процентов 85 успеха. Причем маркетинг не по типу «я самый лучший брокер, открывайте у меня счета», а маркетинг самой идеи того, что появилась новая уникальная возможность заработать на российском рынке, чего раньше не было. И этот маркетинг напрямую связан с продуктами, которые должны появиться на рынке.

Есть дискуссия, что именно продавать клиентам. Либо продавать клиентам DMA на биржу и предоставлять самим выбирать и торговать стандартными биржевыми продуктами (акциями, облигациями, фьючерсами), либо продавать,

по сути, квазибанковские структурные продукты и готовые стратегии. Об этом есть разные мнения (иногда даже в рамках одной и той же компании).

Далее, регулирования и ограничения, которые накладываются на стратегии. Я поддерживаю и разделяю мнение, что ИИС создавались не для того, чтобы превратиться в улучшенный банковский депозит, или чтобы форексники могли повесить рекламу у себя на сайте и чтобы Чикагская или Нью-Йоркская биржа увидели у себя еще несколько сотен тысяч клиентов. Конечно, идея ровно в другом. Очень важна открытость регулятора, что регулятор очень бережно относится к мнению рынка и готов советоваться. Очень важно определить эту тонкую грань, где заканчивается банковский депозит и начинается структурный продукт.

Если мы сможем эту линию точно определить, то успех будет.

Участников волнует еще, как ИИС будет работать с точки зрения правоприменения и налоговых вычетов. Тут вообще многое непонятно. И сложно это будет продавать людям с 1 января. Конечно, еще год впереди, но если бы к моменту, когда начались активные продажи, вот эти детали были уже понятны, то это существенно повысило бы эффективность продаж.

Нельзя забывать о том, что в принципе очень мало инвесторов заполняют налоговые декларации. А при работе с ИИС заполнять декларации придется всем, и это тоже может быть проблемой.

Это тоже часть маркетинга. В этой связи НП РТС видит себя в роли фактически интегратора информации про инвестиционные счета. Есть портал [fingramota.org](http://fingramota.org) — портал, посвященный финансовой грамотности. В рамках этого портала мы запустили специальный проект, посвященный индивидуальным инвестиционным счетам. Там аккумулируем всю информацию с точки зрения регулирования, изменений регулирования, хотим, чтобы участники рынка

размещали там свои стратегии. Но пока с кем ни поговоришь, все считают стратегии своим ноу-хау, ничего не хотят рассказывать. Если эта позиция будет неизменной, то после 1 января ничего не произойдет.

Я очень рад, что Центральный банк озаботился этой проблемой. Надеюсь, что Центральный банк будет продвигать идею индивидуальных инвестиционных счетов в массы (знаю, что Московская биржа тоже готовит какую-то программу, но там есть вопросы по поводу интересов ряда участников).

**Алексей Тимофеев.** Я бы тоже добавил неясности на этот счет. Главная моя обеспокоенность заключается в том, что предпочтительным клиентом ИИС как альтернативы банковского депозита должны стать люди, которые будут искать консервативную стратегию, низкие издержки. В связи с этим на чем будут тогда зарабатывать брокеры?

Вопрос «а кто будет выполнять намеренное?» является, как всегда, ключевым. Придумать идею — это даже не полдела и не четверть, а гораздо меньше. Надо, чтобы к идее был интерес. Чтобы и клиент, и брокер, и управляющий были бы одинаково заинтересованы в этом продукте, видели бы смысл в его использовании, чтобы брокеры не подорвали у клиента доверие к этому продукту, но тем не менее зарабатывали.

**Роман Горюнов.** Поделюсь еще одним опытом. Мне кажется, что тема заработка в этом вопросе, честно говоря, не должна вставать. Некоторое время назад мы с разными людьми обсуждали форекс в контексте брокерского бизнеса. Есть две противоположные модели построения квазиброкерского, посреднического, бизнеса. В форексной модели задача брокера — перекачать к себе в карман средства клиента. Вся форексная модель построена на том, что клиент приносит 100 рублей, и эти 100 рублей должны перейти к брокеру. Вторая модель абсолютно противоположная. Она основана на доходе брокера как функ-

ции от клиентских активов. Понятно, что эта функция сильно меньше 100%, но она основана на другом — на том, что чем больше активов, тем больше заработок.

Эти модели взаимоисключающие. Проблема российского рынка в том, что его модель половинная. Стимулирование спекулянтов, алготрейдеров — это, на самом деле, приближение к фореxной модели. Долгое время она превалировала на российском рынке просто потому, что модели заработка от большого количества инвестиционных активов не существовала. Пенсионные деньги не успели толком появиться, как их уже все забрали. Сейчас есть возможность — через инвестиционные счета — все же реализовать вторую модель. Но для этого и продукты должны быть соответствующими, и настрой.

Понятно, что будет соблазн реализовать «левую» модель, основанную на активных игроках. Но если мы говорим про миллионы человек, то бизнес-модель с их участием должна быть основана на клиентских активах.

И в этой связи у меня есть вопросы к регулятору относительно идеи абсолютной сегрегации клиентских активов через клиринг. В моем понимании предел этой регулятивной инициативы приведет к тому, что модель будет физически не реализована. Ее будет невозможно реализовать, если по счетам каждого клиента работать на уровне центрального контрагента. Тогда непонятно, зачем это брокеру, зачем это клиринговой организации и зачем рынку в принципе.

Но это тема для круглого стола, я думаю.

**Алексей Тимофеев.** Замечу, что, по моему, о такой сегрегации упоминал Андрей Шеметов. Ему наверняка будет что сказать на круглом столе в ответ на этот вопрос.

Я тоже думаю, что ИИС — это шанс для изменения бизнес-модели брокерского бизнеса и бизнеса управляющих.

Не скрою, нас немножко разочаровало то, что Московская биржа не взяла на себя функцию социального, что ли, маркетинга для всего рынка. Но мне понятна логика, к которой они склонились, — объединить брокеров. Бенефициарами от этих усилий все равно будет рынок.

**Борис Блохин.** Работу по продвижению инвестиционных счетов мы начали с участниками в начале этого года. И, не скрою, столкнулись с прохладным ощущением в отношении этого проекта от ряда участников. Очень часто мы слышали такие рассуждения: «Нормативной базы пока нет, мы подождем. Когда база появится, тогда и начнем делать продукты и доделывать бэк-офисные системы». Очень долго пришлось объяснять, что надо этим заниматься заранее.

На самом деле одной из главных проблем на текущий момент является то, что ряд нормативных актов, которых ждут участники, действительно отсутствует, и это тормозит их, в том числе в возможном запуске продукта с 1 января. Профучастники очень ждут и документов ФНС, и разъяснений Центрального банка.

Что касается оценки рынка по объемам инвестсчетов, то их нельзя считать панацеей. Появление ИИС — это возможность в принципе привлечь инвестора на рынок и в дальнейшем уже его развивать. Сейчас достаточно многим уже понятно, что безрисковых инструментов инвестирования практически не существует. Если говорить о гарантированном возврате 700 тысяч рублей по банковским депозитам, то форумы пестрят сообщениями, что тысячи людей не попадают в реестры АСВ; и что вопросы по возвращению денег решают от четырех до девяти месяцев. То есть возможность положить до 700 тысяч рублей в любой банк, а потом без проблем их получить, — это миф.

В любом случае люди теряют время, в некоторых случаях также еще и деньги и, конечно же, теряют нервы.



Поэтому в этом году мы видим у российских инвесторов определенную переориентацию. Я думаю, мы столкнемся с тем, что человек, который хочет инвестировать, будет вынужден рассматривать инвестиционные возможности фондового рынка и диверсифицировать свои вложения. В этом плане инвестсчета — это, безусловно, замечательная инициатива. Лично я прихожу к тому, что это лучший формат, который может быть.

По нашему мнению, по данному продукту должен быть ряд ограничений, чтобы продукт себя показал, чтобы он был понятен и чтобы деньги просто не перешли из одного кармана в другой. Мы ждем, что в первую очередь данным продуктом заинтересуются инвесторы, которые уже работают на рынке. Это один из главных сейлспойнтов. Если у брокера сейчас есть активный клиент, и брокер не сможет в начале года открыть ему инвестсчет, то клиент пойдет туда, где ему инвестсчет откроют.

Что касается опасений. Прозвучало, что инвесторам придется подавать инвестиционную декларацию. В России в год подается порядка девяти миллионов деклараций 3-НДФЛ. Трудно сказать, какой процент из этих девяти миллионов совершает операции только (или в том числе) на рынке ценных бумаг. Но по динамике (рост на 5–10% в год) мы видим, что люди начинают пользоваться различным налоговым стимулированием. Приток инвестсчетов, конечно же, повысит взаимодействие населения с налоговыми органами по возврату налогов. И мы очень надеемся, что налоговая будет готова — как с точки зрения нормативно-правовых актов, так и с точки зрения обработки этих запросов.

Да, есть определенный эффект низкой базы, и инвесторы будут оценивать имеющиеся инвестиционные возможности, риски и доходности. Мы считаем, что это будет склонять их к рассмотрению инвестсчетов как одного из инструментов вложения денежных средств.

О маркетинговой стратегии. Безусловно, мы полностью согласны, что ИИС — это общерыночный проект, и те действия, которые мы совершаем, адресованы всем участникам. Тот проект по продвижению, который мы разрабатываем, был инициирован самими участниками. Безусловно, качественный, хороший маркетинг — это достаточно большие деньги. В любом случае, мы разрабатываем не способы индивидуальной рекламы (какой-либо компании или какого-либо продукта), а форматы извещения клиента о новой возможности. Мы находимся в диалоге со всеми участниками — и федерального, и регионального уровня. Готовы взаимодействовать с любым участником и считаем, что это общевыгодный проект.

От регулятора участники ждут разъяснений, ограничений и документов. Как можно раньше. Потому что им придется настраивать свои системы. Все процессы сейчас максимально автоматизированы, и за несколько дней их будет очень тяжело перенастроить. Хотелось бы, конечно, чтобы с января этот проект стартовал у большинства участников.

Следует отметить, что мы видим интерес к этому продукту у ряда чисто классических банков. Именно интерес к возможному развитию инвестиционных продуктов на базе появления инвестсчетов. Если крупные филиальные банки включатся в эту стратегию, будет замечательно.

Скажу несколько слов по поводу финансовых советников. Я думаю, эта инициатива будет пользоваться спросом и будет развиваться. Но в моем понимании финансовый советник — это нечто большее. Хорошо, что он будет консультировать по возможным инструментам инвестирования. Но главное, чтобы здесь был бизнес, чтобы люди зарабатывали деньги. Если они деньги зарабатывать не будут, то и бизнеса здесь не будет. Я думаю, все застали тот момент, что где-то в 2006–2007 году у брокеров активно развивалась агентская

сеть. Частные лица консультировали клиентов, получали от брокеров какую-то плату. Сейчас это практически сошло на нет, потому что они не зарабатывали деньги.

Мне кажется, финансовые советники должны заниматься всеми финансовыми вопросами, начиная от страхования автомобиля, жилья. Любыми вопросами, связанными с финансами, которые вообще могут возникнуть у человека. И если финансовые советники смогут начать с общепонятных вопросов (машину страхуют многие, депозиты держит каждый второй), то в дальнейшем им будет намного проще предложить инвестиционные продукты. Поэтому очень важный вопрос, как их стимулировать. Есть идея, чтобы инвестсоветник брал плату либо только у клиента, которого он консультирует, либо у профучастника. В ряде стран разрешены оба варианта. На текущий момент ни у нас, ни на Западе люди не готовы платить. Думаю, тут вопрос именно взаимодействия тех институтов, кому появление финансовых советников будет максимально полезным.

Мы очень ждем нормативно-правового акта и будем всячески его поддерживать.

**Алексей Тимофеев.** По поводу неясностей. Я уже говорил, что лично у меня нет никаких сомнений в том, что ФНС успеет с принятием своих нормативных актов до конца года. Ключевыми в этом смысле являются документы, которые нужно передавать от одного участника рынка другому в связи с закрытием индивидуального инвестиционного счета. Вроде бы мы договорились о том, что это не означает передачи истории всех операций. Нужно будет к моменту закрытия счета у предшественника определить финансовый результат, подвести итог и передать счет следующему.

Центральный банк, спасибо ему большое, не так давно высказался сразу одним ответом на два вопроса. Первый — можно ли зачислять доходы по ценным бумагам (проценты, дивиденды) на

индивидуальные инвестиционные счета. Центральный банк сказал «да, это можно делать». И на вопрос, входит ли это в расчет суммы 400 тысяч ежегодно, он ответил «нет, не входит в расчет суммы 400 тысяч». Мне кажется, это очень позитивная позиция.

Есть несколько вопросов, которые нам предстоит обсудить с Министерством финансов. Например, действует ли в случае с индивидуальными инвестиционными счетами право воспользоваться вычетом в течение трех лет (это означает, что окончательное решение воспользоваться одним или другим налоговым режимом можно принять уже к моменту закрытия счета). Мы пока не знаем, что нам на это ответит Министерство финансов.

Очевидно, что средства со счета забирать нельзя. Этого не видно в законе, но я не хочу, чтобы кто-нибудь обманывался. Можно забирать только в связи с закрытием счета. Может быть, чтобы исключить эту неясность в законе, и Центробанк, и Минфин выскажутся достаточно определенно.

Есть вопрос (и я хочу, чтобы вы обратили на это внимание), как будет осуществляться налогообложение доходов средств ИИС, помещенных на депозиты. Есть ощущение, что Минфин не будет рад той и другой возможности налоговой льготы. Поэтому в разработке стратегий я бы не стал рассчитывать на такую возможность. Я не уверен, что Минфин согласится с тем, что можно и ставку рефинансирования плюс 5% прибавить от налогообложения, и 52 тысячи рублей с 400 тысяч ежегодно из федерального бюджета забрать. Они про эту проблему знают. Как именно ее решить, пока неясно. Если ее исключить из депозитов в пределах той доли, которую позволит использовать Центральный банк (там 35%-ная ставка сверх ставки рефинансирования и 5%). Это обсуждается, и я бы предложил брокерам в связи с этим занять более осторожную позицию, обещая доходы по индивидуальным инве-

стиционными счетам. Лучше сделать так, чем разочаровать своих клиентов. Не следует удивляться позиции Минфина или Центрального банка, более консервативной на этот счет.

Есть еще одна индустрия, которая, как мне кажется, должна быть бенефициаром открытия индивидуальных инвестиционных счетов. Я думаю, что драйверами развития фондового рынка в следующем году будут брокеры, управляющие. В первую очередь, мне кажется, брокеры, открывающие индивидуальные инвестиционные счета. Но пришла пора дать воспользоваться этими возможностями также индустрии коллективных инвестиций. Мне кажется, что разделение на брокерскую клиентскую базу и на клиентскую базу институтов коллективного инвестирования нужно преодолевать таким образом, чтобы каждый брокер в стране стал агентом управляющей компании, паевых инвестиционных фондов. Нам нужно создавать что-то вроде русского Fundsettle в Европе или Vestima в Индии. И с точки зрения эффекта этой реформы упростить доступ к инвестиционным паям паевых инвестиционных фондов.

Идея довольно старая, но на новом этапе, когда у нас есть центральный депозитарий, эффект от этой концепции мог бы быть равным созданию центрального депозитария на рынке акций, на фондовом рынке.

Я попрошу Ирину Тиссен рассказать о проекте, который для нас и НРД очень важен. Мы надеемся в следующем году запустить этот проект.

**Ирина Тиссен.** Добрый день, коллеги!

Хочу поблагодарить Алексея за приглашение на конференцию и за активное участие в нашем перспективном проекте, о котором я сейчас расскажу.

Тема создания единой системы для операций с паями обсуждалась три года назад, но в тот момент не была реализована. В настоящий момент мы вернулись к ней. Почему мы готовы опять к ней приступить?





Первое, как уже сказал Алексей, — это индивидуальные инвестиционные счета. Если данная система будет реализована, то НРД сможет предоставить все возможности ведения инвестиционных счетов и все возможности налоговых вычетов. Второе — это то, что НРД стал центральным депозитарием. Соответственно, возможности открытия счетов именного держателя в ЦД предоставляет новые опции для создания такой системы. Сразу хочу сказать, что в данный момент это является только проектом, который мы сейчас активно обсуждаем с участниками рынка с тем, чтобы создать продукт, который действительно будет востребован рынком.

Совместно с НАУФОР мы создали рабочую группу (и уже провели одно заседание) для обсуждения основных моментов, которые могут послужить драйверами или стопперами этого проекта. В частности, это необходимые законодательные изменения, необходимые каналы взаимодействия и другие темы, которые важны при реализации этого проекта.

Что мы хотим получить от проекта? НРД хотел бы создать единую систему, в которой через брокера может быть куплен как любой пай ПИФа, так и любая акция. Никаких агентов, никаких переходов между отдельными УК. Все можно будет купить просто со счета депо, открытого у брокера. А НРД как централизованная система передаст соответствующие заявки в УК.

Хотим также (возможно) избавить УК от функций налогового агента, а именно передать функцию налогового агентирования брокерам. С нашей точки зрения, это, во-первых, позволит повысить эффективность системы, во-вторых, для УК будет одним из драйверов подключения к этой системе и использования ее в качестве одного из основных каналов дистрибуции паев.

Кроме того, как дополнительное преимущество мы хотели бы организовать

на базе этой системы информационную систему, которая будет транслировать СЧА, стоимость пая и другие важные для инвесторов характеристики с тем, чтобы не собирать эту важную информацию по всему рынку.

И наконец, мы видим, что для брокеров это тоже будет интересно как новый сегмент бизнеса. Через брокеров можно будет приобретать также и паи (при этом мы надеемся, что агентские издержки от УК перераспределятся в их пользу).

За последние годы стоимость СЧА находилась в боковом тренде. НРД надеется, что при реализации данного проекта индустрия коллективных инвестиций сможет получить дополнительные преимущества, особенно благодаря индивидуальным инвестиционным счетам.

Специализированные системы для выдачи, погашения, обмена паев широко представлены на зарубежных площадках. Это, в частности, система Fundserv, FundSettle и Vestima. Мы в НРД сейчас активно обсуждаем особенности системы FundSettle с нашими коллегами из «Евроклира» (в частности, они представят нам необходимые материалы). Мы рассмотрим основные базовые моменты этой системы с тем, чтобы, основываясь на международном опыте, создать эффективную систему на российском рынке.

Схема будет достаточно проста. Инвестор будет подавать заявки через свой счет у брокера, брокер будет транслировать их в систему НРД, а НРД будет их транслировать в управляющую компанию и спецдеп-регистратор. Обратное взаимодействие также будет проходить по электронным каналам связи.

За счет внедрения данной системы мы, с одной стороны, планируем упростить процесс выдачи пая, а с другой стороны, ускорить его. Сейчас процесс выдачи паев может занимать достаточно длительное время. Мы надеемся, что сможем перейти на цикл T+1, T+2, и это будет также одним из стимулов для

инвесторов приобретать паи не через агентов, а пользоваться возможностями централизованной системы.

Таким образом, схема взаимодействия будет выглядеть так. Клиент будет открывать у брокера как денежный счет, так и счет депо, в НРД. Также мы планируем открывать в НРД транзитные счета фондов для паевых компаний. И, возможно, удастся внедрить механизм мэтчинга на уровне НРД, где будут мэтчиться как денежные средства, так и заявки на выдачу, погашение, обмен паев. То есть мы будем передавать в управляющую компанию результат этого мэтчинга. Для этого, предполагаем, потребуются изменения в законодательство.

Какие мы видим преимущества от создания этой системы? Как я уже упоминала, это будет автоматизированная система с понятными форматами заявок, понятными форматами отчетов, понятными форматами взаимодействия. Это будет унифицированная система, которая позволит всем участникам рынка приобретать паи автоматически.

В то же время мы предполагаем, что расчетный цикл сократится. Мы рассчитываем создать также информационную систему, которая будет одной из составляющих частей системы выдачи и погашения паев.

Мы надеемся, что создание такой системы послужит драйвером развития отрасли коллективных инвестиций в целом.

**Алексей Тимофеев.** Несколько важных замечаний по этому поводу. С точки зрения интерфейса идея НРД/НАУФОР заключается в том, что приобретать инвестиционные паи должно быть так же просто, как приобретать и продавать акции и ценные бумаги, обращающиеся на организованном рынке, через торговый терминал. Процесс должен быть стандартизован, автоматизирован, прост, создавать возможность открытой архитектуры. Это позволит управляющим компаниям не концентрироваться на

функционировании агентской сети. И сделает эту индустрию конкурентной просто потому, что лишит прежних конкурентных преимуществ те управляющие компании, которые принадлежат группе, обладающей наибольшей агентской сетью.

Эта схема будет более конкурентной, чем существующая. Она, мне кажется, должна привести к снижению общих издержек по размещению и выкупу инвестиционных паев. Поэтому перераспределение доходов в пользу брокеров может произойти, потому что, по сути, любой брокер, который пожелает воспользоваться этой системой в интересах своих клиентов, будет иметь такую возможность. И он станет, по существу, агентом всех этих управляющих компаний. Чем большее количество брокеров решит воспользоваться этой возможностью, тем ниже будут, как мне кажется, комиссионные, которые будут с этим связаны. Во всяком случае, мы на это очень надеемся.

Когда может появиться такая система?

**Ирина Тиссен.** Мы надеемся, что НРД сможет запустить систему уже к концу 2015 года.

**Алексей Тимофеев.** Дело там нехитрое на самом деле. И, честно говоря, наше последнее обсуждение привело нас к выводу, что стартовать этот проект может и без изменений в нормативные акты. Если нам удастся добиться от Минфина разъяснения по поводу того, что в этом случае налоговым агентом может являться брокер (а это казалось самым главным препятствием, а до этого препятствием казалась проблема идентификации, которая оказалась решена, поскольку идентификация выгодоприобретателей финансовых компаний отменена), то проект не будет зависеть от внесения изменений в нормативные акты.

Нам предстоит еще доработать, договориться по некоторым вопросам. Но это, скорее, улучшит проект впослед-

ствии, а препятствовать его старту не будет.

Дорогие друзья, уважаемые коллеги! На этом завершается наша вторая панель. Спасибо за внимание! Спасибо спикерам за выступления! ■