

ВН

ВЕСТНИК НАЦИОНАЛЬНОЙ
АССОЦИАЦИИ УЧАСТНИКОВ
ФОНДОВОГО РЫНКА

№1 ЯНВАРЬ 2020

Фундамент рынка —
доверие

Интервью
с Валерием Ляхом

Без законодательной травмы

Клиент в инвестпрофиль

Осознание ценности

Стандарты деятельности УК
и определения СЧА ПИФ



Содержание

№1, ЯНВАРЬ 2020



ТЕМА НОМЕРА: ФУНДАМЕНТ РЫНКА — ДОВЕРИЕ

Фундамент рынка — доверие

Валерий Лях, директор департамента противодействия недобросовестным практикам Банка России, рассказывает Ирине Слюсаревой о том, что при построении гудвилла важно создавать доверительное отношение к деятельности регулятора; а также объясняет, почему в ряде случаев принципы важнее жестких норм.

4

Без законодательной травмы

В рамках состоявшейся 25 ноября 2019 года ежегодной совместной конференции НАУФОР и Московской биржи «Розничный инвестор» прошла панель «Ключевые регуляторные и технологические тренды в индустрии частных инвестиций».

12



НОВОСТИ

3 Переквалификация

Центр оценки квалификаций НАУФОР начал проводить процедуру подтверждения квалификации специалистов, работающих на рынке ценных бумаг.

ТЕМА НОМЕРА: ФУНДАМЕНТ РЫНКА — ДОВЕРИЕ

24 Клиент в инвестпрофиль

В Москве 15 ноября 2019 года прошла вторая конференция НАУФОР, посвященная инвестиционному консультированию. В рамках конференции проведена сессия «Базовые стандарты инвестиционного консультирования: что необходимо знать».

34 Осознание ценности

В Москве в рамках второй конференции НАУФОР, посвященной инвестиционному консультированию, состоялся круглый стол, на котором обсуждались первые итоги и перспективы новой индустрии.

ПОДРОБНО

52 Стандарты о деятельности УК и определении СЧА ПИФ

С 1 января 2020 года вступают в силу внутренние стандарты НАУФОР для управляющих компаний: Стандарт деятельности управляющих компаний и изменения в Стандарт порядка определения СЧА. Подробно рассказывает вице-президент НАУФОР Илья Ванин.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

57 Обновление индекса

Российский рынок акций в 2019 году заметно вырос и обновил исторический максимум по индексу МосБиржи благодаря как внешнему позитивному фону (сформировавшемуся за счет перехода мировых центробанков к стимулирующей денежно-кредитной политике), так и снижению страновых рисков для России. Так, на второй план отошли санкционные риски, с другой стороны, сильные макроэкономические данные (положительное сальдо торгового баланса, профицитное исполнение бюджета, рост золотовалютных резервов) улучшили кредитные качества РФ.



Фундамент рынка — доверие

Журнал наш, «Вестник НАУФОР», при всей его специфичности, имеет ряд важных и, не побоюсь сказать, меритократических родовых особенностей. Это даже если не учитывать самой его подтверждаемой родovitости, уходящей корнями в толщу истории отечественного фондового рынка: иными словами, в 90-е годы прошлого века, когда и возникла российская деловая пресса, вся как есть. Что имеем, то имеем, другому было неоткуда взяться.

Одна из таких генетических особенностей (надеюсь, читатели ее заметили) — постоянное присутствие материалов, что называется, эксклюзивного качества. К числу таковых отношу серию интервью с сотрудниками Банка России. Которые каждый раз получаются не просто разговором о текущих делах, но почти манифестом. Текущий номер — не исключение. Читайте внимательно интервью с Валерием Ляхом.

Также хотелось бы, чтобы читатель заметил (и оценил, конечно!) новую рубрику «Подробно».

Ирина Слюсарева

Издание зарегистрировано в Комитете РФ по печати
Свидетельство о регистрации № 018649 от 31.03.99
Издается ежемесячно с октября 1996 г.

Главный редактор **Ирина Слюсарева**

Редакция

Шеф-редактор **Владимир Кузнецов**
Арт-директор **Павел Перов**
Иллюстратор **Евгений Тонконогий**
Цветоделение, ретушь и
подготовка к печати **Ксения Ключкина**
Фотография на обложке **Павел Перов**

Учредитель НАУФОР

109004, Москва, улица Земляной вал, 65, строение 2
Тел./факс: (495) 787-77-74, 787-77-75
vestnik@naufor.ru

Издатель КЦ НАУФОР

Автор макета **Петр Пирогов**
Автор редирайна **Павел Перов**

По вопросам приобретения журнала обращайтесь
по тел. +7 (495) 787-7775, доб. 5226 Татьяна Миронова.
Отпечатано в типографии «Парадиз»
Москва, Ленинградский проспект, дом 47
Тираж 1500 экз.

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей. Ответственность за достоверность информации в рекламных объявлениях несут рекламодатели. Все права защищены. Перепечатка допускается только по согласованию с редакцией.

Переквалификация

ЦЕНТР ОЦЕНКИ КВАЛИФИКАЦИЙ НАУФОР НАЧАЛ ПРОВОДИТЬ ПРОЦЕДУРУ ПОДТВЕРЖДЕНИЯ КВАЛИФИКАЦИИ СПЕЦИАЛИСТОВ, РАБОТАЮЩИХ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Требование о прохождении независимой квалификации предъявлено всему национальному рынку труда и действует далеко за пределами фондового рынка. Это требование введено Федеральным законом «О независимой оценке квалификации», который вступил в силу с 1 января 2017 года. Закон является юридической платформой для развития национальной системы квалификаций. Усовершенствование квалификационной системы, как разъясняется в правительственных документах, необходимо для решения ключевых задач развития страны. России нужен современный рынок труда, на котором присутствуют квалифицированные кадры и ответственные работодатели, а система профессиональной подготовки адекватно и гибко отвечает на запросы со стороны рынка труда. Мероприятия по улучшению качества трудовых ресурсов, как предполагается, при сравнительно небольших затратах будут способствовать реализации крупных национальных проектов и программ.

Согласно законодательству, независимая оценка квалификации проводится в форме профессионального экзамена

центром оценки квалификаций (ЦОК) в порядке, установленном правительством Российской Федерации.

В связи с изменением законодательства НАУФОР в 2019 году получила статус Центра оценки квалификаций и обладает правом проводить независимую оценку в отношении следующих квалификаций:

- специалист по брокерско-дилерской деятельности;
- специалист по управлению ценными бумагами;
- специалист по депозитарной деятельности.

Планируется получение статуса в отношении следующих квалификаций:

- специалист по финансовому консультированию;
- специалист по управлению инвестиционными фондами, негосударственными пенсионными фондами, паевыми инвестиционными фондами.

Процедура оценки квалификации пришла на замену действовавшей ранее на российском фондовом рынке системе аттестации специалистов фондового рынка.

В НАУФОР уже началась работа квалификационного подтверждения. ЦОК НАУФОР провел 31 декабря 2019 года первую процедуру подтвержде-

ния соответствия квалификации соискателей положениям профессионального стандарта «Специалист рынка ценных бумаг» по квалификации «Специалист по депозитарной деятельности» (6 уровень квалификации). Процедура прошла в форме профессионального экзамена и в соответствии с условиями признания действующего квалификационного аттестата специалиста финансового рынка.

Экзамены на подтверждение признания квалификации для владельцев квалификационных аттестатов специалистов рынка ценных бумаг будут проводиться в течение всего 2020 года. □



Валерий Лях

директор департамента противодействия недобросовестным практикам Банка России

Фундамент рынка — доверие

РЕГУЛЯТОР НЕ МОЖЕТ ПОЗВОЛИТЬ СЕБЕ ПРИНИМАТЬ РЕШЕНИЕ, КОТОРОЕ НЕВОЗМОЖНО ЧЕТКО И УБЕДИТЕЛЬНО ОБЪЯСНИТЬ РЫНКУ

Валерий Лях, директор департамента противодействия недобросовестным практикам Банка России, рассказывает Ирине Слюсаревой о том, что при построении гудвилла важно создавать доверительное отношение к деятельности регулятора; а также объясняет, почему в ряде случаев принципы важнее жестких норм.

Фотографии Павел Перов

— Валерий Владимирович, каковы на сегодняшний день приоритетные задачи департамента противодействия недобросовестным практикам?

— Как ни парадоксально, но мне кажется, неправильно называть в качестве приоритетной задачи противодействие недобросовестным практикам, мошенническим схемам. Хотя в этом по большей части заключается наша каждодневная работа. Но мы же мыслим на перспективу? А перспектива — это сделать так, добиться такого состояния, чтобы рынок самостоятельно вырабатывал иммунитет к недобросовестным практикам.

— В настоящей системе без регулятора, похоже, вряд ли справится. И дело не только в рынке. Скажем, потребители финансовых услуг тоже бегут в ЦБ уже строго после того, как сами сделали все возможные ошибки. Хотя, казалось бы, о мерах собственной финансовой безопасности могли узнать и превентивно?

— Сложный вопрос. Но если сейчас потребитель все-таки обращается к помощи регулятора уже по-

сле совершения ошибки, то, может быть, совместными усилиями можно прийти к ситуации, когда он начнет задумываться превентивно. По моим ощущениям, количество таких людей уже стабильно увеличивается, сейчас их значительно больше, чем лет 10–15 назад.

Хотя в целом степень общей финансовой грамотности российского общества все-таки недостаточна, факт. В нашей стране рыночные отношения стали формироваться сравнительно недавно, и вполне закономерно, что пока они неглубоки. Но тем не менее уже существуют. Любой минимум — принципиально больше нуля.

Не секрет, что в сети финансовых мошенников люди попадают по двум причинам. Первая — от непонимания того, что перед ними мошенники. Вторая — от того, что они весь финансовый рынок воспринимают как мошенников, не видя разницы между ними и нормальными, добросовестными финансовыми посредниками.

Поэтому — и тут мы возвращаемся к нашему первому вопросу — ключевой целью нашей деятельности является достижение доверия. Потребителей — к участникам финансового рынка, участников рынка — друг к другу, тех и других — к регулятору. Мы создаем гудвилл финансового рынка — репутацию, оцениваемую и потребителем, и самим рынком.

— В какой форме и по каким поводам возникает недоверие или напряжение в отношениях между регулятором (в части работы вашего департамента) и рынком?

Саморегулируемые организации могут действовать, например, через систему кодексов добросовестного поведения. Серьезную роль должны играть принципы, общая культура профессиональной среды.

— Зачастую к нам есть вопросы относительно сроков расследования при рассмотрении случаев манипулирования или инсайдерской торговли. Вопросы к регулятору в этой зоне возникают периодически. Но быстрые решения далеко не всегда являются лучшими: ни в коем случае не следует выносить суждения относительно обстоятельств, которые не до конца изучены и проанализированы. Не до конца продуманное, пережитое решение не получится убедительно мотивировать.

А принимать решение, которое невозможно четко и убедительно объяснить рынку — такого регулятор себе точно не может позволить. Кто-то из игроков может быть не согласен с мерами, которые мы принимаем к нарушителям по инсайду и манипулированию, — суммой штрафа, предписанием и так далее. Но если регулятор определил конкретную практику как недобросовестную, то не должно быть ни малейшего сомнения относительно

обоснованности этого решения. Миссия регулятора — быть объективным и безжалостным.

— Потребитель идет в банк или к брокеру. Понимает ли он при этом, что на брокера есть управа в лице регулятора? Должен ли он, кстати, в принципе понимать это?

— Да не факт. Ведь возможна же такая ситуация, когда граждане просто не получают поводов задумываться о существовании регулятора. Человек идет на финансовый рынок, выбирает посредника, благополучно с ним работает, нормально решает свои финансовые

задачи. Зачем ему знать, что есть еще мегарегулятор? Наличие доверия решает этот вопрос.

Скажем, мы как регулятор изначально подходим к участнику рынка как раз с позиций презумпции невиновности. Относимся к нему как к добросовестному члену финансового рынка. Хотелось бы, чтобы таким же было и отношение граждан. Чтобы они приходили на рынок спокойно, не ожидая встретить здесь неприятности, какие-то препятствия. Скорее всего, на правильном и зрелом финансовом рынке о существовании регулятора должны знать только участники рынка. Но не потребители, пришедшие к участникам за стандартными, в общем, услугами.

Но сделаю важное дополнение. Культура добросовестного поведения должна поддерживаться не только и не столько регулятором, но и участниками рынка, их саморегулируемыми организациями.

— Какими способами могут действовать СРО?

В любом случае, не только через систему формальных критериев, законов. Саморегулируемые организации могут действовать, например, через систему кодексов добросовестного поведения. Серьезную роль должны играть принципы, общая культура профессиональной среды.

Давайте называть вещи своими именами и формулировать до конца: очевидно же, что внутри профессионального сообщества участники рынка прекрасно понимают, кто является добросовестным игроком, а кто нет.

— Иными словами, от регулирования на основе жестких формальных критериев регулятор хотел бы идти в сторону регулирования на основе менее формальных и более глубоких практик? Более существенных, если такое выражение годится?

— Да, мы хотели бы перейти к системе принципов. Тем более что в такой тонкой и чувствительной сфере, как инсайдерская торговля и манипулирование, мы бы хотели в долгосрочной перспективе видеть, что не только регулятор, но и участники рынка взаимодействуют друг с другом на основе принципов добросовестного поведения. Безусловно, такой подход должен пройти проверку временем и правоприменением.

Сейчас мы плавно к этому идем. Например, есть нормативные предложения ЦБ, которые уже внедрены и предполагают, что участники рынка будут самостоятельно определять связанность тех или иных лиц. Это один из первых подходов, когда мы передаем вынесение каких-либо определений «на откуп» рынку. Мы считаем, что регулятор не должен в этом случае устанавливать четкие жесткие критерии, многие финансовые организации сами в состоянии оценить связанность, в том числе опираясь на профессиональные суждения о своей деятельности, присущих именно конкретной компании рисков. Вот пример того, как можно работать, исходя





из принципов, а не из жестких норм регулирования.

Пока, к сожалению, участники рынка нередко сами просят Банк России о введении каких-либо жестких правил. Но мы убеждены, что работа на основе стандартов, принципов — это более зрелые, более перспективные отношения.

— Если говорить все же о формальных нормах, то видите ли вы «серые» зоны в законодательстве о рынке ценных бумаг, применительно к практике именно вашего департамента?

— Сейчас мы концентрируемся на двух направлениях, принципиально важных, но разных, которые в комплексе форми-

руют на финансовом рынке доверительную среду.

Во-первых, это работа по выявлению искажений при формировании цены актива на организованных торгах (в первую очередь, инсайдерская торговля и манипулирование рынком). В том числе, при маркетмейкерстве или «рисовании» нужного уровня цены в целях, например, отчетности.

Во-вторых, это работа по выявлению и пресечению нелегальной деятельности на финансовом рынке и по пресечению деятельности финансовых пирамид (работа, которая с организованными торгами, наоборот, не связана).

Законодательные изменения, установившие уголовное преследование непосредственно за организацию финансовых пирамид, стали действовать не так давно. Сейчас в Государственной Думе рассматривается законопроект об уголовной ответственности для финансовых организаций, не внесенных в реестры Центробанка и занимающихся нелегальным кредитованием; предполагается, что ответственность для «черных кредиторов» будет ужесточена. Мы надеемся также на принятие проекта закона о наделении Банка России полномочиями по самостоятельной блокировке сайтов финансовых пирамид и нелегальных нелегализованных участников.

В этой области процесс идет. Но нужно четко понимать, что деятельность Банка России здесь в значительной степени является инициативной помощью — финансовой индустрии, населению, стране в целом. У нас нет функции, которая бы позволила силовыми методами бороться с нелегалами на финансовом рынке. Такими вещами занимаются правоохранительные органы, а мы им содействуем. Но противодействовать недолжным практикам на рынке — это также задача СРО и участников рынка. Потому что борьба с нелегальными игроками — это,

Противодействовать недолжным практикам на рынке — это также задача СРО и участников рынка. Потому что борьба с нелегальными игроками — это, по сути, борьба с недобросовестной конкуренцией.

по сути, борьба с недобросовестной конкуренцией.

Нелегалы сейчас успевают прийти к потенциальному потребителю первыми: они серьезно вкладываются в рекламу, могут пользоваться для привлечения клиентов любыми средствами, сколь угодно недобросовестными. Разумеется, деятельность таких организаций никак не связана с реальным инвестированием, это банальное мошенничество. Добросовестные участники рынка выстраивают свои деловые репутации много лет, по крупицам, ценой огромных целенаправленных усилий, а мошенники могут моментально уничтожить результаты этой работы. Пострадавший от мошенников потребитель радикально разочаруется в возможностях инвестирования вообще.

Но на поле борьбы с нелегальными практиками нечасто заходят даже саморегулируемые организации; а уж участники рынка — и того реже. Если

бы к этой деятельности подключились высококвалифицированные сотрудники финансовых компаний, ситуация менялась бы к лучшему гораздо быстрее и масштабнее. Хотя, повторюсь, нелегальные практики являются прямой угрозой конкурентоспособности именно легальных участников рынка. Мошенники отнимают у профессионалов их премии и зарплаты.

Причем, столкнувшись с мошенническими действиями, переслать регулятору или СРО координаты таких структур совсем несложно, как мы понимаем. Вот пострадавшие граждане

к нам по таким поводам обращаются. Профессионалы, к сожалению, — почти нет. А нам бы хотелось, чтобы обращались и они.

Лично мне кажется, что работники нелегальных компаний и финансовых пирамид тоже могут явиться ценным источником информации. Ведь иногда подобные организации могут внешне выглядеть вполне благопристойно и нанимать людей на работу так же, как обычные фирмы. Но если человек, устроившись на работу, понимает, куда он попал, и решает, что ему не по пути с мошенниками, то он может не только уволиться, но и сообщить нам, правоохранителям о незаконной схеме. Такие сигналы с описанием «внутренней кухни» могли бы серьезно ускорить принятие мер как нами, так и правоохранительными органами.

— Как можно охарактеризовать законодательную базу для первого названного вами направления — манипулирования и инсайда?

— В этом году вступили в силу поправки в закон об инсайте и манипулировании, которые готовились довольно долго. А сам закон вступил в силу еще в 2011 году.

Сейчас мы плавно движемся к гармонизации российского и зарубежного антиинсайдерского законодательства. Пока что в этом плане есть отличия. Основное — это наличие в отечественном законодательстве жестких значений существенных отклонений. В ряде случаев эти особенности ограничивают регулятора в скорости и эффективности решений, а также генерируют добавочные косты для участников рынка. Ровно потому, что профучастники вынуждены отказываться от проведения сделок из-за опасений, что регулятор сочтет формальные отклонения существенными и применит соответствующие санкции.

В то же время следует обязательно отметить такое ключевое изменение в законе об инсайте, как право Банка России дополнять перечень оснований, по которым можно классифицировать манипулирование рынком, через нормативный акт. Раньше все эти основания должны были быть четко перечислены в законе. Но ситуация меняется. И если в результате расследований, например, выявляются новые критерии, характерные для манипулирования, то теперь у нас есть возможность зафиксировать их в нормативном акте. Но за такие нарушения предусматривается только административная ответственность.

Есть также серые зоны в определении необходимости принудительного закрытия позиций клиента, в выставлении маржин-коллов. Это достаточно тонкий вопрос, потому что на рынок в такие моменты могут влиять непреднамеренные ошибки, другие обстоятельства (вроде исполнения крупных поручений, сильно двигающих рынок). Здесь саморегулирование тоже могло бы сказать свое слово, в принципе определив, каким образом

участники должны закрывать позиции клиентов.

— Маркетмейкерство еще не обсудили...
— Безусловно, та модель, которая существует сейчас, исчерпала себя достаточно давно. Мы видим разные практики маркетмейкерства, которые не всегда соответствуют духу закона, а некоторые ему прямо противоречат. Банк России совместно с Московской биржей провел опрос участников рынка относительно того, какие ключевые задачи маркетмейкерства должно решать сейчас и с какими вызовами оно столкнется в ближайшее время. В течение 2020 года ставим задачу совместно с участниками установить ключевые правила ведения маркетмейкерской деятельности, которые позволят рынку развиваться.

— Можно ли описать сам алгоритм выявления недобросовестных практик?

— Мы работаем с информацией в отношении сделок на организованных торгах. У нас есть специальное подразделение, которое анализирует данные торгов, выявляя аномалии, зоны риска, и дальше строит на основе этого определенные алгоритмы. Мы начинали работать, основываясь на жалобах, разбирая все вручную. Сейчас процесс в значительной степени автоматизирован. Это собственные разработки Банка России, некоторые из них мы делимся и с рынком.

Затем аномалии анализируются на предмет связанности, злого умысла и при необходимости мы начинаем расследование. Если факт инсайда или манипулирования подтверждается, мы о нем обязательно сообщаем — раскрываем эту информацию на сайте.

При этом, как я уже говорил, сроки наших проверок по инсайду и манипулированию значительны. Ведь первоначально мы рассматриваем любые аномалии как возможные последствия добросовестных действий. Зачастую именно так и бывает: аномалия может быть следствием стечения обстоятельств, технической ошибки. Мы долго разбираемся с каждым нестандартным

случаем, чтобы не скомпрометировать напрасно ни деловую репутацию компании, ни саму схему, ни репутацию конкретного исполнителя. Рынок не так велик, многие знают друг друга лично или через одно-два рукопожатия. Поэтому действовать надо очень и очень аккуратно.

Я надеюсь, что в целом наша деятельность по противодействию инсайду и манипулированию стала более понятной для рынка. Наши релизы по выявленным случаям недобросовестных практик сейчас стали более подробными, мы стараемся объяснить логику своих выводов.

Кроме того, расширяя взаимодействие с рынком, мы начали проводить открытые мероприятия для сотрудников служб комплаенса и внутреннего контроля профучастников, где обсуждаются конкретные кейсы, дается обобщающая практика, чтобы помочь компаниям самостоятельно выявлять и купировать подозрительные операции. Мы настраиваем участников рынка на то, чтобы такая работа проводилась более качественно.

Кстати, полномочия подразделений внутреннего контроля компаний-профучастников сейчас расширены — у них есть право самостоятельно уведомлять Банк России о подозрительных операциях. Раньше для такой процедуры требовалась санкция руководителя компании. Предполагается большая самостоятельность служб внутреннего контроля и их более глубокая вовлеченность в защиту интересов и клиента, и рынка в целом от недобросовестных практик. А мы при выявлении подобных случаев будем более пристально смотреть, использовала ли компания возможность выявить подозрительную информацию и сообщить о ней, оказывала ли противодействие.

В перспективе мы видим возможность выделения комплаенса в отдельную линию, конечно — в зависимости от масштаба деятельности компании. Это важно для долгосрочного развития и планирования, позволяет компаниям

не размывать долгосрочные цели в процессе операционной деятельности.

— Как выстраивается взаимоотношение с структурами МВД (возможно, иными силовыми структурами)?

— Мы находим достаточный уровень понимания относительно тех запросов и материалов, которые направляем в правоохранительные органы. Это эффективное взаимодействие.

— Возникают ли проблемы, связанные с интересом граждан к инвестициям в иностранные ценные бумаги?

— Как правило, инвесторы испытывают интерес к бумагам очень крупных, высоколиквидных, высоко капитализированных эмитентов. Вряд ли возможно говорить о том, что цены на такие активы в России устанавливаются несправедливым способом или искажаются. Это попросту некорректно, поскольку объемы сделок здесь и там — принципиально разные. Арбитража на российской площадке нет потому, что его и быть не может. А на бумаги с невысокой ликвидностью и спросом-то особого нет.

— Вы делали акцент на том, что рынок должен двигаться в сторону увеличения доверия. Можно ли оценить количественную сторону этого движения?

— За последние лет 7-8 отношения на рынке менялись, причем именно в сторону увеличения доверия. Я вижу это, отчетливо наблюдаю. Это движение идет, и оно стало заметным. Значит, это идет на пользу бизнесу на долгосрочном горизонте.

А нашей ключевой задачей является защита прав собственников ценных бумаг на их справедливую стоимость. □

ВДОХНОВЕНИЕ В ЦВЕТЕ!

ПАРАДИЗ®

ПРЕПРЕСС · ДИЗАЙН · ТИПОГРАФИЯ



+7 (495) 755 24 10



info@paradiz.ru  www.paradiz.ru



Москва, Ленинградский пр-т, дом 47, офисы 916, 920, 924
Мос. обл., г. Краснознаменск, ул. Парковая, дом 2а



Офсетная печать



Цифровая печать



Широкоформатная
и интерьерная печать



Послепечатные
работы



Дополнительные
услуги



Дизайн и допечатная
подготовка

Типография Парадиз – современная типография полного цикла. Мы предлагаем своим клиентам полный перечень полиграфических услуг и являемся лидерами в этой сфере.



РЕКЛАМНАЯ ПОЛИГРАФИЯ

брошюры, каталоги,
буклеты, газеты,
листовки, пакеты,
плакаты, флаеры,
афиши, журналы,
постеры, комплексные
заказы



ДЕЛОВАЯ И ПРИКЛАДНАЯ ПОЛИГРАФИЯ

визитки, блокноты,
ежедневники, папки,
бланки, открытки,
конверты, кубари,
фотокнижки, планинги,
гарантийные талоны,
инструкции, годовые
отчеты, книги



КАЛЕНДАРНАЯ ПРОДУКЦИЯ

квартальные,
настенные, карманные,
настольные,
перекидные,
календари-плакаты,
календари-домики,
календари-магниты,
календарные блоки



POS - МАТЕРИАЛЫ И УПАКОВКА

хенгеры, шелфтокеры,
вобблеры, коробки,
этикетки, наклейки,
пакеты, холдеры,
выкраски, подставки,
ценники, вкладыши,
конверты



НАРУЖНАЯ РЕКЛАМА

баннеры, таблички,
плакаты, постеры,
мобильные стенды,
штендеры, вывески,
чертежи, картины,
ростовые фигуры



Без законодательной травмы

В рамках состоявшейся 25 ноября 2019 года ежегодной совместной конференции НАУФОР и Московской биржи «Розничный инвестор» прошла панель «Ключевые регуляторные и технологические тренды в индустрии частных инвестиций»

Фотографии Павел Перов

Участники: Анатолий Аксаков (председатель комитета Государственной Думы по финансовому рынку); Юрий Денисов (председатель Правления ПАО Московская Биржа); Яна Пурескина (директор департамента финансовой политики Министерства финансов РФ); Сергей Швецов (первый заместитель Председателя Банка России).

Модератор: Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

Алексей Тимофеев. Добрый день, коллеги. Приветствую вас на ежегодной конференции «Розничный инвестор». Ее совместно проводят НАУФОР и Московская биржа; мы — я и глава Биржи Юрий Денисов — рады приветствовать вас. Именно Юрию Денисову хотел бы предложить начать нашу сессию с краткого обзора того, что происходит в сфере развития финансового рынка. В первую очередь, розничного сегмента финансового рынка, которому посвящена наша сегодняшняя конференция.

Юрий Денисов. Здравствуйте, дорогие коллеги! Спасибо большое, Алексей, за представление. Мы

подготовили небольшую презентацию о том, как видим ситуацию на фондовом рынке и с розничным инвестором. Думаю, что она будет интересна в плане цифр и фактов.

Давайте начнем с индексов. Индекс МосБиржи с 2015 года только растет (лишь в 2017 году было небольшое падение). За последний год, как видите, рост составил 25%, неплохо очень. А как выглядит наш рост на международных рынках, будучи номинирован в иностранной валюте? Мы видим, что Индекс MSCI вырос сильнее всех индексов, сильнее индексов и развитых, и развивающихся стран, — 33% роста, это очень неплохо.

Следующий слайд показывает, почему мы растем. У российских бумаг хорошая дивидендная доходность в силу того, что в лучшую сторону меняются и принципы корпоративного управления, и дивидендная политика компаний. Большую работу в этом плане проводил в последнее время и Центральный банк, и все инвестиционное сообщество. Мы видим, что дивидендная доходность на российском рынке в локальной валюте составляет сейчас 6,7%, а еще недавно была 7% с копейками.



На отечественном рынке присутствует большое количество высокодоходных акций. Поэтому интерес к российскому рынку сейчас велик — и у иностранных, и у локальных инвесторов.

Теперь смотрим, что происходит с частными инвесторами: тут имеет место рекордный приток. Еще на конференции в июне говорилось о том, что на Биржу приходит 100 тысяч новых физических лиц в месяц; сейчас мы видим, что приходит уже 150 тысяч. Реально появляется интерес к фондовому рынку. Понятно, что для этого много причин: и хорошие налоговые возможности, и понижение процентной ставки. Все это толкает инвестора идти на фондовый рынок. За

этот год пришел 1 млн 300 тысяч инвесторов, при том, что раньше приходило 100 тысяч инвесторов в год.

В акции Московской биржи в 2015-м году инвестировало примерно 4 тысячи инвесторов; сейчас у Биржи практически 61 тысяча инвесторов – физических лиц. Я думаю, что это показывает общую ситуацию тоже.

Еще одна цифра: за последнюю неделю было открыто 42 тысячи счетов ИИС. Иными словами, ускоряется приход новых клиентов и на этот рынок. Структура активов по ИИС подтверждает, что люди идут в акции. Мы видим, что 52% — это акции, 24% — корпоративные облигации и ОФЗ — 21%. На текущий момент на

этот рынок в основном приходят люди в возрасте от 25 до 45 лет.

Следующий слайд показывает, что люди, которые открывают счета ИИС, приходят в основном из регионов — 77%. Это говорит о том, что ИИС — большая программа, очень важная, очень интересная для всех, фактически общестрановая. Физические лица явно заинтересованы в ее продолжении.

Но хотя граждане России и открывают сейчас по 42 тысячи счетов в неделю, но в целом явно открыли их еще не очень много, фактически ИИС имеет 0,9% населения. Мы видим, что этот рынок будет расти и важно его четко понимать и прогнозировать. Следующий

график, тоже интересный, показывает ситуацию в разрезе «банки и брокеры»: через какого посредника в основном сейчас совершают сделки клиенты. Мы видим, что банки усилили свое присутствие на фондовом рынке, открывают много счетов, к ним приходит все больше и больше клиентов. У брокеров тоже продолжается рост, но умеренный.

Хочу еще один слайд показать перед тем, как мы начнем обсуждать все показанное. Это слайд о перспективах — куда дальше можно идти и каким может быть будущее. На графике серым обозначены объемы депозитов физических лиц [в общем объеме располагаемых личных финансов] в разных экономиках. Вы видите, что в Соединенных Штатах депозитов у граждан совсем немножко — 14%, в Бразилии — 19%, а в РФ — 65%. У российских физических лиц аккумулировано в сбережениях 30 триллионов рублей. Из них инвестировано в фондовый рынок только 5 триллионов рублей. Это при том, что капитализация российского фондового рынка сейчас составляет 48 трлн рублей. Это, кстати, тоже рекорд, за последние годы такого не было.

Вот, в принципе, то, что я хотел сказать для затравки нашего разговора. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Мне кажется, что этот обзор (мы делаем его из года в год) выглядит все более убедительным доказательством успеха усилий, которые мы предпринимали вместе, действуя дружно, — и государство, и Центральный банк, и Министерство финансов, и индустрия, и ее саморегулируемые организации. Однажды было решено, что для рынка важен интерес со стороны именно национального инвестора. После этого были приняты системные, сбалансированные решения — налоговые (связанные с налогообложением при долгосрочном владении, с налоговым вычетом для индивидуальных инвестиционных счетов), регулятивные, технологические решения (упрощение процесса идентификации, давшее возможность дис-

танционного открытия счетов и брокерских, и доверительного управления). Я думаю, что в этом контексте лежат и наши общие усилия по развитию деятельности инвестиционных советников. Все это, на мой взгляд, будет чрезвычайно важным для того, чтобы можно было рассчитывать на продолжение сформировавшейся тенденции в течение еще нескольких лет.

Спасибо Государственной Думе, которая нас поддержала в ключевой момент со всеми этими инициативами.

Но есть две темы, которые, мне кажется, было бы неправильно игнорировать на этой конференции. Я знаю, что Сергей Швецов собирается сфокусироваться на двух этих темах, в равной степени важных для обсуждения развития розничного сегмента фондового рынка. И хотел бы предоставить следующее слово ему, для того чтобы обозначить позицию Центрального банка по этим важнейшим темам.

Первая тема — это то, что мы называем категоризацией инвесторов, законопроект о требованиях к брокерам, оказывающим услуги розничным инвесторам, о том, какие инструменты какой из категорий инвесторов должны быть доступны. Еще одна тема, которая тоже уже некоторое время обсуждается, — не следует ли сфокусировать усилия на развитии индивидуальных счетов второго типа.

НАУФОР свои предложения на этот счет сделала. Теперь работа ведется на площадке Центрального банка и его мнение на этот счет является, на наш взгляд, ключевым.

Сергей, прошу высказаться.

Сергей Швецов. Коллеги, доброе утро!

Я продолжу тему ИИСов. Тут не хватает двух цифр. Первая — это соотношение объема средств на ИИСах, которые направляются в индивидуальное инвестирование, и средств, идущих в доверительное управление. Сегодня через счета ИИС 1/3 средств идет на ДУ, а 2/3 идут в индивидуальное инвести-

рование, что абсолютно нетипично для других рынков. Подавляющее большинство розничных инвесторов на разных рынках идет через схемы коллективных инвестиций или через схемы доверительного управления. У нас же «физики» предпочитают инвестировать сами.

Вторая цифра — а что, собственно, люди заработали. Потому что цель развития финансового рынка, которую мы всегда анонсировали и фиксировали при развитии финансового рынка, — это повышение уровня жизни наших граждан за счет использования инструментов финансового рынка. Если человек идет на рынок капитала, уходя из банковских депозитов, то, наверное, нужно иметь эмпирические доказательства, что это ему выгодно. Что можно заработать более высокую доходность, используя инструменты не сбережения, а инвестирования. Потому что вклад в банке — это инструмент сбережения.

Вот две мысли, они важные. Надеюсь, что на основе данных, которые есть у брокеров, есть у Московской Биржи, есть в Центральном банке, будет возможно, не открывая персональные данные владельцев счетов, получить соответствующую статистику, разбитую на группы. И, исходя из этого, дальше уже настраивать российское регулирование более зрячим образом.

Вернемся к истокам, чтобы понять, достигли мы цели или нет.

Первая цель — привлечение населения на фондовый рынок. Эту цель мы ставили, создавая ИИСы. Думаю, что здесь все идет очень хорошо. Год назад мы спорили, как будет расти рынок ИИС. НАУФОР был более консервативен, Центральный банк считал, что рост будет больше, в итоге рост превысил любые оценки. Понятно, что не все счета наполнены деньгами, понятно, что не все их владельцы активно инвестируют. Тем не менее, кросс-продажи банков сделали чудо: мы получили миллион с лишним индивидуальных инвестсчетов, и в следующем году, если все так пойдет, можем дойти до двух.



Вторая цель — повышение финансовой грамотности населения. Это очень важная задача, Минфин выделяет денежные средства через налоговые стимулы именно для того, чтобы привлечь население в эти инструменты. На российском рынке были неплохие годы в плане доходности по акциям (Юрий Олегович это показал), достигнуты хорошие результаты по смещению кривой ОФЗ вниз с пиков апреля 2018 года. Сейчас население должно стремиться немножечко усложнять свои стратегии, потому что по простым стратегиям оно получило хороший финансовый результат. Но это обязывает нас более правильно взаимодействовать с населением, объяснять риски, потому что

не каждый риск, который заново принимает инвестор, приносит ему счастье. Риском надо уметь управлять, а не только принимать его.

Ну, и третье — это привлечение длинных денег в экономику. Мы, конечно, далеки от выполнения этой задачи, пока объем средств на ИИСах не носит макроэкономически значимого характера, пока он на порядки меньше, чем инвестиции пенсионных фондов, страховых компаний, самих кредитных организаций. Но движение будет носить долгосрочный характер, если в долгосрочном плане эффект от инвестиций массово будет выше, чем эффект от банковских депозитов. Мне кажется,

профессионалы должны зарабатывать для частного инвестора больше, чем он сам, не обладая специфическими знаниями, навыками и поведенческими характеристиками. Однако в целом, наверное, мы все удовлетворены от того, что имеем сегодня.

Но где мы могли бы снимать избыточные барьеры или создавать дополнительные стимулы для того, чтобы эти деньги не просто приходили, но и оставались? Как можно переключать население со счетов типа А на счета типа Б? Мы договорились несколько лет не возвращаться к вопросу о пересмотре работы налоговых стимулов, вшитых в счета типа А. Тем не менее,



тип Б мы тоже хотим развивать, это длинные деньги, и люди не должны иметь внутренних стимулов их забирать.

Что, как видится, ограничивает развитие счетов типа Б? Во-первых, лимит в 1 миллион рублей, которые можно внести в течение года. Кроме того, невозможно открывать счета у разных провайдеров, которые (с точки зрения самого клиента) лучше делают отдельные формы работы. Один провайдер хорошо дает доступ к собственно торговле, у второго провайдера хорошо организовано доверительное управление и финансовое консультирование и так далее. Но сегодня человек не может диверсифи-

цировать свои накопления на ИИС, он должен раз и навсегда, как практически в браке, выбрать себе провайдера и с ним жить, пока жив сам ИИС. Отношения умрут только в день, когда он этот ИИС закроет.

Вот эти три главных ограничения и есть предмет нашего обсуждения для дальнейшего развития счетов типа Б.

ИИС не похож на пенсионный счет, где человек делает выплаты для того, чтобы получить их только на пенсии. Это немножко другой продукт, он предполагает возможность реализовывать не только долгосрочные, но и краткосрочные и среднесрочные задачи, связанные с улучшением качества жизни.

Как Банк России предлагает увеличить ежегодный размер взноса на ИИС? Я не могу обсуждать налоговые стимулы, их дает Минфин. Но мы предлагаем, если человек не использовал лимит пополнения счета за предшествующие два года, давать ему возможность использовать эти лимиты совокупно в текущем году. Более того, если человек получил вдруг большую сумму (для кого-то это премия, для кого-то продажа недвижимости, получение наследства), то может задействовать не только лимит назад, но и лимит вперед, то есть истратить в 2019 году лимит за 2021-й и 2022 год. Логично не резать эту сумму на куски, а сразу

положить ее на ИИС и дальше уже инвестировать.

Ну и, если человек вдруг изымал с ИИСа денежные средства, то 50% того, что он изъял, наверное, можно разрешать положить обратно. Мало ли, какая была жизненная ситуация: в моменте понадобились деньги, а через три месяца кассовый разрыв закрыт. Условно говоря, человек оплатил новую квартиру, но затем продал старую и может хотеть продолжить инвестирование. В этом случае 50% от того, что он снял за последний год, добавляется к базовому миллиону. В итоге получается неплохая сумма.

Запрет на открытие одного ИИСа. Каким может быть решение в этом вопросе? Тут сделаю отступление и скажу о сроках подготовки соответствующего законодательства. Я думаю, что мы не управимся в весеннюю сессию: есть три противоположных варианта законопроекта, эта дискуссия технологическая, ее предстоит пройти. Поэтому либерализация количества ИИСов — это тема осенней сессии следующего года. Все остальные предложения вполне можно принять уже весной.

Итак, вариант решения — делается основной ИИС и вокруг него открываются дополнительные, имея в виду, что основной держатель ИИСа ведет налоговый учет всей совокупности счетов. Вариант второй — когда каждый год можно открывать новый ИИС в другом месте. Ну, и вариант третий — человек может открывать несколько ИИСов, но при этом возникает некий администратор, который собирает всю эту информацию, обобщает ее и управляет отчетами перед налоговой инспекцией. Этим администратором может быть сам ФНС, а может быть центральный депозитарий, который сейчас готовится стать регистратором финансовых транзакций и администратором по пенсионным историям.

Эту дискуссию нам предстоит пройти с точки зрения эффективности, с точки

зрения понятности для населения и с точки зрения влияния на конкурентную среду, а мы здесь за развитие конкуренции.

Изъятие средств со счета владельцем. Мне кажется, это простая история: все, что положено на ИИС за пределами последних трех лет, точно может быть изъято владельцем счета без каких-либо проблем.

Второй момент — изъятие со счета в тяжелой жизненной ситуации. Сейчас объявлены каникулы по ипотеке, реализуется еще несколько важных инициатив, когда человек в тяжелой жизненной ситуации может воспользоваться возможностями, которыми в обычной жизни ему воспользоваться можно только со штрафом.

И третий вариант. Мы предлагаем, если вдруг так получилось, что человек решил войти в ипотечные отношения с банком и ему нужно сделать первый взнос на ипотеку, то ИИС второго типа может быть полностью и без ограничения истрачен на этот взнос, без каких-либо санкций налогового типа со стороны министерства финансов.

Может быть, в ходе обсуждения этого закона возникнут еще какие-то идеи, но вот эти пункты, мне кажется, сильно улучшают экономику ИИС типа Б.

Второй вопрос — это статус квалифицированного/неквалифицированного инвестора. Он связан с первым вопросом. Мы бы достаточно долго не трогали законодательство о квалифицированных/неквалифицированных инвесторах, если бы не проекты ИИС. Потому что проект ИИС означает, что на рынок массово приходят неподготовленные люди: они никогда не работали на рынке капитала, они привыкли использовать инструменты, которые типичны для сбережения, а не для инвестиций. Избыточное инвестирование или сохранение денежных средств через инструменты сбережений является неэффективным как для экономики (которая не получает длинных денег), так и для самих людей (ко-

торые недополучают доходность, будучи слишком консервативны).

Мы поэтому приветствуем, что люди приходят на фондовый рынок. Но к людям надо относиться бережно: они должны проходить свои университеты step-by-step, не должны вовлекаться в слишком сложные истории. Поэтому есть, как я уже говорил, два пути. Первый путь — это доверительное управление (будь то коллективные инвестиции или индивидуальное доверительное управление), думаю, что через два-три года состоится институт финансовых консультантов. Второй путь — частное инвестирование, где человек принимает решения сам, на свой страх и риск. К сожалению, пока последний вариант доминирует. Говорю «к сожалению», потому что здесь будет много разочарований: принятие рисков дает результаты, только если имеются соответствующие знания.

Два года назад регулятор вместе с рынком начал обсуждать, как ограничить риски граждан при вступлении в контакт с рынком капитала, особенно если речь идет о плече либо о действительно сложных финансовых инструментах. Цель законопроекта — создать систему, которая позволит неквалифицированному инвестору не приобретать избыточные риски, если он того не желает, причем настойчиво не пожелает.

Кто, собственно, будет тем субъектом российского рынка капитала, который будет встречаться с физическим лицом и выполнять особенные процедуры, которых требует законопроект о работе с неквалифицированным инвестором? Таким субъектом будут брокеры, форекс-дилеры, доверительные управляющие, управляющие компании, оператор инвестиционной платформы.

Мы не против, если внутри группы брокер разрешит передавать определенные процедуры на аутсорсинг другим компаниям группы: финансовому советнику или в банк. Но при этом ответственность все равно должна оставаться

на самом брокере, потому что аутсорсинг — это решение брокера, и брокер должен нести ответственность за качество такого аутсорсинга.

Мы предполагаем, что первая волна реформы будет касаться исключительно физических лиц. Регулирование юридических лиц — следующий этап, который мы будем обсуждать, думаю, даже не в следующем году. Но он тоже назрел, с учетом ряда судебных разбирательств по деривативным транзакциям между банками и компаниями, которые мы видели в предыдущие годы и где речь шла о том, можно ли признавать юридическое лицо квалифицированным инвестором.

Категоризация инвесторов производится очень просто: все, кто не прошел процедуру категоризации, являются неквалифицированными инвесторами. Если же гражданин прошел процедуру категоризации и было принято решение, что его можно признать квалифицированным инвестором, тот он получает совершенно другой статус: статус квалифицированного инвестора.

Кто такой квалиинвестор? Это человек, который либо имеет доказательство своих знаний в виде сертификата, либо эти доказательства вытекают из опыта его работы в определенной должности в финансовом секторе (не только Российской Федерации), либо который в свою пользу совершал не менее двух лет операции на российском финансовом рынке, либо человек, который имеет достаточно много денег.

Этот подход очень забавен, потому что само по себе богатство не означает наличия квалификации. Но богатый человек может себе позволить нанять эдвайзеров, может оплатить свое обучение, и, в конце концов, ответственность за собственность несет собственник. Если человек имеет большие деньги, то даже если он их проиграет, это не будет столь критично, как если бедный человек проиграет последнее. В этом смысле богатый имеет больше права рисковать своими деньгами. Регулятор поставил

[для получения статуса квалифицированного инвестора] маленькую планку (сравнительно с международным опытом): 10 млн рублей. Это чуть больше, чем сейчас (сейчас 6 млн рублей). Мы считаем, что быстрый приход к международным стандартам может навредить этому институту, отсекая от рынка людей, которые достаточно подготовлены, но не обладают большими денежными средствами. Создание больших баз данных, анализ операций физических лиц поможет нам через несколько лет, анализируя статистику, калибровать показатели более зрячим образом.

Философия законопроекта устроена очень просто: все инструменты делятся на две части. Неквалифицированному инвестору доступны только те инструменты, которые не ограничены в обороте. Те инструменты, которые прямо выпускаются для квалиинвестора, будут доступны только квалифицированному инвестору.

Дальше те инструменты, которые не ограничены в обороте, делятся на две части: доступные после тестирования и доступные без тестирования. 95% инструментов, которые сегодня потребляются российским неквалифицированным инвестором, смогут быть ему доступны по-прежнему без какого-либо тестирования: это акции и облигации, входящие в котировальные списки; это облигации, не входящие в котировальные списки, но имеющие определенный уровень рейтинга; это биржевые инструменты коллективных инвестиций (паи интервальных фондов, открытых фондов). Коллеги нас уговаривают (наверное, мы с этим согласимся) разрешить еще и паи фондов, которые соответствуют требованиям UCITS (это простые фонды, обрабатывающиеся на организованном рынке). Остальные инструменты будут доступны через тестирование.

Что такое тестирование? Тестирование — это несколько вопросов, которые задаются инвестору в целях выявления уровня понимания инстру-

ментов, которые он покупает. Если тест показывает, что инвестор понимает данную категорию инструментов, то он дальше приобретает их всю свою сознательную жизнь, пока самому не надоест, уже без тестирования. Если же тестирование показывает, что он не понимает, о чем идет речь, то в этом случае у него есть выбор — либо отказаться от данного инструмента, пройти курсы и идти на повторное тестирование; либо топнуть ногой и сказать «да, я не понимаю, что покупаю, но мне так хочется это купить, что я готов к приобретению данного инструмента, пусть и непонятного». В этом случае брокер будет иметь право выполнить данное «последнее слово» клиента в рамках 50 тысяч рублей на одно поручение.

Но есть один нюанс. На прошлой неделе мы закончили работу над Кодексом этики, этот кодекс в значительной степени построен на международных подходах, и мы как регулятор вместе с саморегулируемыми организациями будем приветствовать его внедрение в провайдерах финансовых услуг. Если брокер не может выполнить «последнее слово» клиента по этическим соображениям, то клиенту будет сказано: да, ты имеешь право на «последнее слово», но брокер тоже имеет право отказать тебе в его выполнении; мы здесь эвтаназией не занимаемся. Хочешь получить эту услугу — должен искать нового брокера, который все-таки согласится выполнять такое поручение.

Этика идет несколько дальше законодательного установления. Поэтому у брокера, в силу внедрения этических стандартов будет не только критерий — удовлетворять ли «последнее слово» человека, который не понимает, что покупает. Брокер дополнительно получит возможность анализировать, насколько такой инструмент действительно нужен клиенту, насколько его статистика проведения торговых операций показывает, что человек делает сделки себе во благо. Если человек приходит на рынок Форекс

для того, чтобы получить адреналин и заявляет в качестве цели инвестирования острые ощущения, — ну, милости просим. Но если человек все-таки приходит на рынок для того, чтобы получить материальную выгоду, то брокер должен ему помогать, обращать его внимание на потери, которые он несет в силу недостатка знаний.

Не буду сильно внедряться в детали законопроекта. Мы практически договорились с брокерским сообществом (остался пяток разногласий), и мы практически договорились с теми, кто защищает интересы инвесторов. Гэп касается двух-трех ключевых историй. Эти истории связаны с пресловутыми иностранными ценными бумагами. Мы исходим из того, что неквалифицированному инвестору после тестирования должны быть доступны только ликвидные ценные бумаги. Потому что купить-то легко, а вот что потребитель будет делать, если бумага неликвидна, с каким спрэдом ее продаст — это вопрос.

Третье наше разногласие касается переходных положений, вступления в силу этого закона. Я надеюсь, что Государственная Дума, как всегда, примет мудрое, взвешенное решение по этим моментам, и закон будет принят.

Мы согласны, что должен быть отведен достаточно большой период на то, чтобы СРО сделали стандарты тестирования. И должен быть отведен достаточно большой период на то, чтобы брокеры и другие участники запрограммировали тестирование в своих бизнес-моделях. Мы, конечно, далеки от мысли, что тестирование будет носить физический характер: это будет электронное взаимодействие, нормальный роботизированный процесс, который надо внедрить. Полтора года, с нашей точки зрения, это минимальный срок, который нужен для того, чтобы все прошло гладко.

И важный момент — последствия. Если все-таки брокер нарушил требования к тестированию, нарушил

требования к «последнему слову», то у потребителя будет возможность пойти в суд и взыскать с брокера все убытки, которые он понес в результате сделок, совершенных пусть даже и по своей инициативе, но с нарушением процедурных вопросов. И брокеру в суде придется доказывать, что процедурно не было нарушений. Этот момент призван дисциплинировать брокеров и убирать из практик моменты, которые уничтожают дух закона, сохраняя букву.

Еще коротко скажу о Кодексе финансового аналитика. Мы закончили его разработку. Но хочу сказать, что эта работа покрывает и публичных аналитиков, которые поддерживают те или иные ценные бумаги, дают по ним комментарии, делают прогнозы относительно потенциала роста и так далее. Надеюсь, именно внедрение этических стандартов позволит обеспечить «физикам» комфортную среду обитания на рынке капитала и даст им возможность действительно зарабатывать больше, чем они получили бы, оставаясь в рамках депозитных операций кредитных организаций. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Сергей, спасибо большое. Мне трудно оставаться просто модератором. Как представитель индустрии, которая спорит с регулятором по поводу этого законопроекта, перечислю эти четыре или пять разногласий, которые у нас с Центральным банком пока остаются. Вначале соглашусь с тем, что их осталось не так много, чтобы нельзя было договориться. Но они важны. Нам довольно трудно дается договоренность по поводу этих немногих оставшихся разногласий.

Первое. Ценные бумаги, обращающиеся на бирже, но не входящие ни в один из котировальных списков, как нам кажется, должны быть доступны неквалифицированным инвесторам без тестирования. На самом деле большая часть бумаг, доступных неквалифицированным инвесторам сегодня, это именно биржевые, но внесписочные ценные

бумаги. Цена вопроса — тысяча бумаг на Московской бирже вне списка, плюс к 880 бумагам в первом и втором списке, и тысяча иностранных бумаг на Санкт-Петербургской бирже. Нам кажется, что так же, как и по MiFID, эти бумаги могут быть доступны неквалифицированным инвесторам без специального тестирования.

Второе. Действительно, в плане тестирования сделан хороший шаг вперед, брокеры должны тестировать понимание клиентом инструмента и связанных с ним рисков. Спор лишь о круге инструментов, которые должны такому тестированию подчиняться.

В ходе дискуссии появилась мысль о том, что внебиржевые производные финансовые инструменты могут быть доступны только квалифицированным инвесторам. Это неправильно, потому что в эту категорию входят структурные продукты. И если есть общее решение — тестирование, то, на наш взгляд, тестированию должно подчиняться предложение любых структурных продуктов, таких, например, как инвестиционное страхование жизни. Если есть общее решение, давайте его в законопроекте зафиксируем. Нужно избежать регуляторного арбитража, когда инвестиционное страхование жизни было бы освобождено от всех требований, которые мы сегодня формулируем для индустрии посредников, а посредники бы восприняли всю тяжесть регулирования уже сейчас.

Дискуссия о сумме в 10 миллионов — много это или мало — зависит от того, какой круг инструментов будет позволен неквалифицированным инвесторам. Если неквалифицированным инвесторам не будут позволены внебиржевые производные финансовые инструменты, в том числе структурные продукты, — то это слишком большая цифра. Если речь идет о доступе неквалифицированных инвесторов к таким инструментам, то мы согласны, может быть, даже с повышением границы между квалифици-



рованными и неквалифицированными инвесторами. Тестирование и проводится для того, чтобы инвесторы отдавали себе отчет в том, что они приобретают.

Внебиржевые производные финансовые инструменты должны быть доступны? Конечно же. Планка на уровне 10 миллионов рублей лишает возможности доступа к таким инструментам слишком многих инвесторов.

Инвестиционные советники. Здесь сделана очень хорошая попытка в виде такой юридической конструкции, как поручение. Будут инвестиционные советники, которым брокер доверяет. Почему бы не отдать на усмотрение инвестсоветника решение о том, следует

ли проводить тестирование или нет, в зависимости от того, доверяет брокер инвестиционному советнику или нет. В этом случае он так же, как в случае с поручением, не будет освобождаться от гражданско-правовой ответственности за проведение тестирования. Почему бы не сделать этот шаг навстречу индустрии инвестиционных советников?

Мы почти уверены в том, что по крайней мере для инвестиционных советников в составе единой группы, где советник взаимодействует с брокером, это было бы хорошим решением. Давайте отложим окончательное решение на этот счет до оценки того, как хорошо работает индустрия финансовых

советников. Но если мы не освобождаем брокера от ответственности за то, что будет сделано советником, то почему бы не дать ему на усмотрение решение соответствующего вопроса?

Переходные положения. Я уже увидел хорошее движение вперед, мы близки к тому, чтобы договориться по этому поводу, мы готовы это обсуждать. Не так много пунктов осталось согласовать, давайте их согласуем тоже, и тогда рынок не будет возражать против этого законопроекта. Думаю, больше не будет препятствий, если мы договоримся по оставшимся трем или четырем позициям.

Ну, может быть, еще возникал вопрос, следует ли обусловить доступ к ино-

странным ценным бумагам включением их в специальные индексы, предусмотренные Центральным банком. Давайте это обсудим.

Сергей Швецов. Практически все так, но есть одно лукавство. Сделки с внебиржевыми производными с «физиком» сегодня являются сделками «пари».

И, собственно, претензии регулятора не столько про сложность, сколько про то, что вовлекать неквалифицированных инвесторов в истории, где они не могут иметь судебной защиты против сильных провайдеров финансовых услуг, — неправильно. Поэтому пока внебиржевые ПФИ будут оставаться сделками «пари», мы не готовы соглашаться с тем, что неквалинвесторы будут их делать.

Про брокеров я сказал. Я не против агентской схемы, еще раз говорю. Если ответственность остается на брокере, то пусть хоть «Спортлото» поручает этим заниматься.

Алексей Тимофеев. Я и соглашусь, и не соглашусь с подходом, связанным с судебной защитой. Получается нелепая ситуация: гражданам отказывают в судебной защите и на этом основании не дают им доступа к инструментам. Если вы, в нарушение запрета на предложение финансового инструмента его, тем не менее, гражданину предлагаете, то почему гражданин должен быть наказан за это и лишен судебной защиты?

Между тем, мне кажется, здесь решение есть: мы же за судебную защиту. Давайте здесь же, в этом законопроекте, предусмотрим судебную защиту для всех производных финансовых инструментов подобно тому, как это было сделано для форекс-дилеров. Вряд ли кто-то в индустрии будет против этого возражать. И позволим, при условии тестирования, приобретать такие инструменты. Может быть, дадим Центральному банку возможность ограничить круг таких инструментов, но вовсе запрещать их для неквалифицированных инвесторов, — это неверно. Давайте введем судебную защиту, дадим возможность

получать доступ к таким инструментам через тестирование, и, может быть, через полномочия Центрального банка вводить дополнительные ограничения для некоторых инструментов.

Сергей Швецов. Еще раз, опять черт кроется в деталях. У форекс-дилеров физическое лицо не обязано платить маржинальные взносы, у него не возникает безусловной обязанности доплачивать более того, что есть на залоговом счете. Вот если мы готовы (это надо посчитать, посмотреть) вводить судебную защиту по модели форекс-дилеров, — это возможный вариант. Там физическое лицо не сможет уйти в минус по производным инструментам. Он может потерять то, что инвестировал, условно говоря, в конкретной нише, но в обратную сторону это работать не будет. В таком варианте, наверное, имеет смысл пообсуждать.

Но еще раз говорю: жизнь длинная и закон мы будем менять еще не один раз. Я бы не хотел, чтобы эти сложные истории привели к тому, чтобы закон переехал на 2020 год. Мы его обсуждаем два года, дообсуждались до того, что разногласия носят миллиметровый характер по четырем-пяти пунктам. Надо теперь закон принимать, и будет пять лет до его вступления в силу, чтобы зачистить то, что требует либо изменения ГК, либо большой дискуссии. Потому что под инвестиционное страхование жизни требуется изменение Гражданского кодекса. Делать это одновременно означает, что мы еще год-полтора будем жить с принятым законом.

Поэтому я еще раз говорю: надо собраться у Анатолия Геннадьевича [Аксакова], все это дело обсудить и поставить на обсуждения точку.

Алексей Тимофеев. Ведь ИСЖ не запрещен для неквалифицированных инвесторов, а это структурный продукт, включающий в себя производный финансовый инструмент. Он является внебиржевым производным финансовым инструментом. Давайте продолжим обсуждение. Это откроет возможность для

принятия закона в отношении всех тех позиций, о которых мы договорились.

Я думаю, что участникам конференции важно знать, в каком месте нашей дискуссии мы находимся, и многие из них здесь именно поэтому. Если мы сможем ввести в этом законопроекте судебную защиту, если мы с этим согласны (а я согласен с теми экспертами, кто считает это возможным), то давайте это сделаем и продолжим дискуссии. Продолжим дискуссии о том, не следует ли впоследствии закрутить гайки сильнее.

Да, и хотел сказать по поводу ИИС. Хотел бы поддержать все, о чем говорил Сергей относительно индивидуальных инвестиционных счетов типа Б. Конечно же, увеличивать сумму взноса на ИИС типа Б важно. Потому что, по нашим расчетам, в трехлетней перспективе экономика счетов типа А и счетов типа Б сравнивается. А если мы увеличиваем сумму инвестиций в 2-2,5 раза, то через три года экономика счета типа Б становится более выгодной, чем экономика ИИС первого типа. Если люди будут предпочитать ИИСы второго типа, то мы решим сразу много задач.

Анатолий Геннадьевич, вам предстоит добиться компромисса на вашей площадке, и я бы хотел, чтобы вы подытожили нашу дискуссии.

Яна, прошу тебя.

Яна Пурескина. Коллеги, добрый день! Спасибо за слово. Начинаю с ИИСов. Сергей Анатольевич сказал о том, что ключевые задачи, которые мы решаем посредством ИИС, — это длинные деньги в экономику, это приток инвесторов на фондовый рынок. Но еще одна ключевая задача, которую мы решаем через ИИС, — это доверие инвестора к инструментам подобного рода, которые только-только начинают развиваться. Надо, чтобы этот инструмент вошел в рыночный обиход без сбоев, без явных мошеннических схем, с объективными преимуществами для потенциальных инвесторов. Чтобы он смог развить индивидуальную культуру инвестирования,

которая до сих пор массово не сформировалась, надо это признать.

Минфин — за развитие этого инструмента, и, конечно, надо говорить о рассмотрении увеличения лимитов. Я согласна и с предложениями изучить предоставление возможностей частичного изъятия, тем более что уже есть примеры, связанные с жизненными ситуациями, по другим финансовым сценариям. Наверное, правомерно говорить и о существовании нескольких счетов, и думать об иных преимуществах, в том числе налоговых, чтобы культивировать этот продукт, давать ему развитие и тем самым разворачивать экономическую модель от сбережения в инвестиции.

Интересно прозвучало в презентации Сергея Анатольевича, что 2/3 общего числа счетов ИИС — это частные инвестиции и только 1/3 идет через доверительное управление. Но этот факт требует анализа, на мой взгляд. Может быть, высока стоимость услуг индустрии доверительного управления? Может быть, нужно посмотреть на тарифную политику? Потому что, конечно, для формирования массового инвестора профессиональное управление имеет большое значение.

Конечно, хотелось бы видеть, сколько люди заработали, дают ли инвестиции выгоду сравнительно с депозитами.

Ну, и если говорить о существовании ИИСов первого и второго типа, то, наверное, сегодня оба эти продукта имеют право на существование. Я бы развивала ИИС второго типа в параллели, не ставя вопрос о запрете первого, потому что у счетов типа А есть результаты, и продукт надо лелеять.

Теперь к вопросу о квалифицированных инвесторах. Это системная реформа, и сейчас, по истечении двух лет, мы существенно продвинулись в подходах и приблизились к хорошему решению.

Мне казалось бы, что ключевым в разделении между квалифицированным и неквалифицированным инвестором должно быть все-таки тести-

рование, то есть понимание человеком продукта и риска, связанного с ним. В этом смысле институт инвестсоветников, наверное, даже глубже сможет оценить это знание. Поэтому здесь я бы согласилась с Алексеем, что вполне можно отдать брокеру право вместо тестирования принимать рекомендацию инвестсоветника.

Коротко по разногласиям, которые остаются. Мне тоже казалось бы, что можно отойти от привязки к котировальным спискам и использовать подход собственно допуска бумаг к организованным торгам.

Внебиржевые ПФИ. Я бы допустила ограниченное количество ПФИ для неквалифицированных инвесторов. По критерию защиты капитала, прежде всего. Может быть, имеет смысл оговорить еще какие-то критерии.

Если говорить о конкуренции с ИЖС. Неправильно, конечно, когда на рынке появляются продукты с разными условиями допуска, и мы постараемся, чтобы такая ситуация не возникла. Есть полтора года на вступление в силу закона, и за это время, я думаю, при поддержке Государственной думы мы постараемся внести соответствующие изменения в Гражданский кодекс.

Что касается судебной защиты для физических лиц — это общий конституционный признак, и если специально не оговаривать в законодательстве изъятия из него, то он и будет применяться. Мне кажется, что в отношении физических лиц это правильно, это дополнительная защита, к которой человек во всех жизненных ситуациях может и должен прибегать.

Если говорить об ограничении судебной защиты, то это, скорее, актуально для юридических лиц, для профессиональных организаций. Сейчас мы нечто подобное сделали для непрофессиональных кредиторов, которые замечены в мошеннических схемах по выдаче незаконных потребительских кредитов. Ну, вот в целом так, спасибо.

Алексей Тимофеев. Спасибо большое. В этой дискуссии много участников, это не только дискуссия индустрии с регулятором, в ней участвует и министерство финансов. Эта дискуссия идет на площадке комитета по финансовым рынкам. Я, кстати, этому очень рад. Чем дальше, тем чаще именно комитет по финансовым рынкам оказывается площадкой для обсуждения наиболее важных и очень часто весьма горячо дискутируемых тем.

Я думаю, что Анатолий Геннадьевич — исключительная личность, способная справиться с вызовами, которые такого рода дискуссии создают. Это непросто. И я очень признателен за все, что он сделал до этого момента и что ему предстоит сделать, каким бы ни был окончательный вывод в этой дискуссии.

Анатолий Геннадьевич, я был бы признателен, если бы вы поделились своими соображениями: как вы видите дальнейшую организацию дискуссий и продолжение процесса разработки законопроекта?

Анатолий Аксаков. Добрый день! Алексей Викторович облегчил мою задачу, он уже озвучил вопросы, которые требуют дополнительного обсуждения и дискуссии с Банком России. Соответственно, мне надо быть действительно мудрым и, как сказал Сергей Анатольевич, все точки над «i» расставить уже на заседании, которое пройдет в Комитете по финансовым рынкам.

Могу сказать, что мы уже мудро поступили в том плане, что закон до сих пор не принят. Хотя несколько раз ставились отсечки по выводу его на второе и третье чтение. В том числе с очень высоких уровней ставилась задача, что закон приоритетный и надо как можно быстрее его принимать.

Мы уже больше года его обсуждаем и пока, как видите, не приняли. Но тем не менее здорово продвинулись. Я сам несколько раз организовывал эти дискуссии. Начинались они чуть ли не с

бренных слов со стороны рынка, сейчас дискуссия идет намного более спокойно. Это говорит о том, что мы подошли к этапу, когда закон можно уже выносить на принятие.

Мы с Сергеем Анатольевичем договорились, что соберем узкий круг представителей (от Банка России, от рынка, от Минфина, естественно). И постараемся договориться о последних штрихах, которые сегодня здесь озвучивались. Как именно договоримся, я пока не готов прогнозировать, но решение будет мудрым, это однозначно.

Пока по плану, как мы договорились с Сергеем Анатольевичем, на декабрь — второе и третье чтение. Надеюсь, что нам удастся. Но есть просьбы от Эльвиры Сахипзадовны закон принять, причем они звучали несколько раз, и уже надо приходиться к финальному решению.

Что касается ИИС. Все озвучено, Алексей Викторович мне это в шпаргалке написал, все предложения известны, я их тоже озвучивал раньше. Сумма, до которой мы предлагаем увеличить взнос для ИИСов второго типа, — до 2,5 млн рублей. Надеюсь, Минфин нас в этом вопросе поддержит. Кстати, надо посчитать, выведет ли эта мера на те уровни доходности, которые позволят сделать второй тип счета более привлекательным, нежели первый тип ИИС.

Конечно, надо дополнить и возможности частичного изъятия средств с ИИС, возможность использования неиспользованных лимитов в последующие периоды действия ИИС — это все поддерживается. Все это внесено в текст законопроекта, мы его в ближайшее время разошлем, для того чтобы хотя бы в январе-феврале уже выходить на принятие решений.

При этом вопросы страхования средств на ИИС подвесли, мы еще подумаем над формулировками. Там проблема еще и в том, что сам закон, который мы приняли в первом чтении, называется «О страховании средств на индивидуальных инвестиционных сче-

тах», поэтому новое содержание в старое название очень трудно будет вклинить. Тоже трудность, которая требует подумать над тем, как страхование все-таки сохранить.

Ну, и еще одна информация, просто к сведению, но, возможно, она будет важна. Все-таки массовым розничным инвестором у нас были участники долевого строительства, дольщики. Ежегодно наши граждане вкладывали в жилищное строительство до 2 трлн рублей, и вы знаете все проблемы, которые с этим связаны. Последняя ситуация связана с тем, что некоторые страховые компании не перечисляют деньги в компенсационный фонд. Одна компания быстренько обанкротилась для того, чтобы не перечислять (очевидно, что она и не собиралась этого делать), и вывела активы, которые могли бы пополнить компенсационный фонд, используемый для дольщиков.

Обсуждая эту ситуацию, пришли к следующему. У Банка России должны быть полномочия по использованию неформальных способов оценки реальных бенефициаров, реальных контролирующих лиц во всех финансовых организациях для того, чтобы иметь возможность применить обеспечительные меры, причем в ускоренном порядке, для того, чтобы ограничить вывод активов и привлекать к субсидиарной ответственности контролирующих лиц, которые влияли на работу соответствующей финансовой организации.

В этом вопросе мы идем по пути ужесточения, повышения гибкости, оперативности реакции. Минфин нас в этом поддерживает, Банк России тоже поддерживает. Так что в ближайшее время такие изменения, связанные с розничным инвестированием, скорее всего, будут приняты. Спасибо за внимание.

Алексей Тимофеев. Анатолий Геннадьевич, большое спасибо.

Уважаемые коллеги! Вы были свидетелями дискуссии, которую мы ведем. Она очень напряженная, она довольно

эмоциональная. Люди заинтригованы законодательным процессом. Это часто ярко, это интересно.

Анатолий Аксаков. Я встречался с участниками рынка не только на публичной площадке. Они поодиночке ко мне приходили и высказывали свои мнения. Бывало, очень эмоциональные.

Алексей Тимофеев. Эта дискуссия довольно тяжелая. Я пока не могу сказать, что полон оптимизма в достижении компромисса, который так нужен для принятия этого законопроекта. Некоторые из тем, которые мы сегодня обозначили, могут быть очень тяжелыми для того, чтобы какая-то из сторон согласилась безоговорочно. Тем не менее, не зря мы провели в дискуссиях по поводу этого законопроекта коло трех лет. Нынешний законопроект здорово отличается от того, который был предложен в самом начале. И я должен отдать должное, с одной стороны, Центральному банку, который двигается в сторону, позволяющую достичь компромисса, а с другой стороны, индустрии, которая продемонстрировала готовность спорить с регулятором. Очень много законопроектов, к которым индустрия демонстрирует безразличие. Они не так болезненны, не так травматичны для ее развития. Этот законопроект может оказаться смертельным для развития индустрии, мы все это прекрасно видим и хотим этого избежать. Нам действительно еще предстоит шаг за шагом совершенствовать наше законодательство, и вовсе незачем принимать меры, очень сильно травмирующие индустрию, препятствующие развитию той тенденции, которой мы так радовались в начале нашей сессии. Я признателен участникам сессии за возможность предложить их вниманию спектр мнений по наиболее важным дискуссионным вопросам.

Спасибо вам большое. □

Клиент в инвестпрофиль

В Москве 15 ноября 2019 года прошла вторая конференция НАУФОР, посвященная инвестиционному консультированию. В рамках конференции проведена сессия «Базовые стандарты инвестиционного консультирования: что необходимо знать»

Фотографии Павел Перов

Участники: Ольга Шишлянникова (первый заместитель директора Департамента рынка ценных бумаг и товарного рынка Банка России); Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

Алексей Тимофеев. Формат этой сессии — в определенной степени эксперимент для НАУФОР. Обычно я или кто-то из моих коллег интервьюирует собеседника, которым обычно является сотрудник Центрального Банка. А сейчас я постараюсь быть равным собеседником Ольге и даже, может быть, буду говорить больше, чем она. Но буду каждый раз просить ее согласиться или не согласиться с моими утверждениями.

Предмет нашего обсуждения юридический: предполагается обсудить, как в ближайшее время будет регулироваться деятельность по инвестиционному консультированию (мы полагаем, что это произойдет в ближайшее время). Постараемся сконцентрироваться на двух-трех темах в рамках

общего обсуждения стандарта по инвестиционному консультированию, которые, мне кажется, очень важны для тех, кто намерен осуществлять деятельность по инвестиционному консультированию.

Итак, у нас несколько тем. Первая — что такое инвестиционное консультирование. Вторая тема (посмотрим, дойдет ли дело до третьей) — инвестиционное профилирование, осуществляемое инвестиционными советниками. Как это делается, особенности инвестиционного профилирования, осуществляемого инвестиционными советниками разными способами. Это интересно.

Итак, что такое инвестиционное консультирование. Определение этого понятия было дано в законе, где оно, это понятие, получилось очень абстрактным и похожим на очень многие другие услуги, которые на практике инвестиционным консультированием не являются (или не должны являться).



Закон определил инвестиционное консультирование как деятельность по предоставлению индивидуальных инвестиционных рекомендаций. И, может быть, с этого бы я и начал. «Деятельность», «предоставление», «индивидуальные инвестиционные рекомендации» — каждое из этих слов имеет собственное значение. Вместе с определением понятия «индивидуальная инвестиционная рекомендация», которое дано в Базовом стандарте, они образуют понятие «инвестиционное консультирование».

«Деятельность» — довольно абстрактное понятие во всех случаях использования. Прав ли я буду, если

скажу так: деятельность — это обычно несколько действий; но не всегда несколько действий являются деятельностью. И бывает ли так, что одно действие тоже может быть признано деятельностью? Я-то думаю, что может, потому что если действие случайно, эпизодично, то это никогда не деятельность. Одно действие тоже может быть деятельностью. Если говорить об инвестиционном советнике, то это лицо, которое ведет себя как советник, преподносит себя как советник и берет, например, вознаграждение как советник. В то же время есть много действий, достаточно часто производимых, но в целом деятельностью по

инвестиционному консультированию они не являются.

Это разумное объяснение? Или что-то с этим не так?

Ольга Шишляникова. Добрый день, коллеги! Я немножко не согласна с Алексеем, что у нас до сегодняшнего дня не было регулирования деятельности инвестиционных советников. Все-таки есть закон, есть даже несколько нормативных актов Банка России. Наверное, мы сейчас говорим про Базовый стандарт совершения инвестиционным советником операций на финансовом рынке.

Алексей Тимофеев. Да.

Ольга Шишляникова. Здесь имеется существенная особенность: мы пытаем-



ся (наверное, в первый раз) переложить значительную долю регулирования с плеч регулятора, с плеч Банка России на плечи самих участников. Нам это доставляет почти удовольствие. Потому что прежде каждый раз, когда нас критиковали за нормативные акты или законы, то участники рынка говорили: «Вы написали не так. Вот так надо было написать, чтобы все было понятно». Вокруг Базового стандарта по инвестиционному консультированию (в дальнейшем буду просто говорить: «Базовый стандарт») в последний год шли очень активные дискуссии. И, мне кажется, те, кто в них участвовал, испытывают определенное сочувствие к Банку России, когда думают

про то, что теперь уже им самим надо разработать нормативный акт. Потому что, оказывается, все не так просто, и то, что хорошо для одного участника процесса, плохо другому.

Алексей Тимофеев. Нет-нет, нам понравилось, не сомневайтесь, мы продолжим.

Ольга Шишлянникова. Замечательно.

Теперь, что касается деятельности. Я бы сказала, что ничего нового мы здесь обсудить не можем. Вот возьмем для примера всем наиболее понятную брокерскую деятельность. Один раз исполнить поручение клиента, выйти на рынок и купить ценную бумагу для клиента, а не для себя, — это брокерская деятельность?

Алексей Тимофеев. Нет. Если брокер (или кто-то иной) однажды даст совет, который всеми своими признаками соответствует индивидуальной инвестиционной рекомендации, но это было случайно, он не называл себя инвестиционным советником и денег за это не взял, накажет ли его регулятор за это? **Ольга Шишлянникова.** Если мы говорим про привлечение к ответственности, то известно, что закон требует заключить договор. Да, при обсуждении базового стандарта были жаркие дискуссии относительно того, что такое договор. Если бы все было просто: вот есть бумага, на ней сверху написано: «Договор об инвестиционном консультировании»...

Если такой бумаги у клиента или у инвестиционного советника нет, то тогда и инвестконсультирования нет. Это самый простой вариант. Но, к сожалению, жизнь — то не такая простая, она состоит не только из белого и черного, содержит сплошные оттенки. И эти оттенки в судебных практиках приобретают совершенно другое значение. Потому что то или иное слово в договоре о брокерском обслуживании может привести суд к выводу о том, что договор о брокерском обслуживании был смешанным. И, соответственно, этот договор о брокерском обслуживании регламентирует не только брокерскую деятельность, взаимоотношения клиента и брокера в рамках оказания брокерских услуг, но, возможно, регламентирует также целый ряд других правоотношений. В том числе, если, например, присутствуют слова про консультацию, или рекомендацию, или даже информацию, то это судом при определенных ситуациях может быть трактовано в том смысле, что наличие договора между советником и профессиональным участником рынка ценных бумаг имело место.

Требование закона о том, что инвестконсультирование осуществляется только на основании договора, — достаточно четкое и однозначное. Соответственно, если вы сели в такси и начинаете с таксистом обсуждать, куда инвестировать, а он говорит: «Ой, я вчера купил такую-то бумагу, за ночь она отросла на 5%, вы тоже срочно купите» — все-таки это тяжело будет отнести к инвестконсультированию.

Поэтому при рассмотрении вопроса, осуществлялась или нет определенная деятельность без получения специального разрешения, Банк России будет смотреть, может быть, не столь пристально, как суд. Наверное (или может быть) мы не сможем использовать свидетельские показания. Но мы все-таки будем ориентироваться на то, как сформулирован договор с клиентом, в первую очередь. Соответственно, если в дого-

воре отсутствует прямое указание на то, что [клиенту] оказывается инвестиционная рекомендация, то нас будет гораздо больше смущать другое — насколько агрессивно предлагались те или иные инструменты. Потому что агрессивное предложение — это, скорее, продажа, чем рекомендации. Но в первую очередь, конечно, мы будем отталкиваться от наличия договора.

Алексей Тимофеев. Вознаграждение не является признаком инвестиционного консультирования. Я согласен с тем, что договор, наверное, существенно более важен в оценке того, является ли услуга инвестиционным консультированием, если она оказывается случайно, между прочим.

Ольга Шишлянникова. Если говорить про вознаграждение. Мы же понимаем, что сейчас все время говорим о ситуации, когда профессиональный участник совмещает различные виды деятельности. Потому что если речь идет о советнике, который осуществляет только эту деятельность, то там странным будет наличие безвозмездного договора. Если к советнику пришел клиент и они заключили договор, то с очень большой долей вероятности это именно договор об инвестиционном консультировании.

Что касается совмещения иных видов деятельности именно с брокерской в первую очередь деятельностью, то все то же самое, что я говорила в отношении договора, верно и в отношении вознаграждения. Всегда можно сказать, что комиссия, которую брокер берет за оказание услуг, включает в том числе и плату за оказанные рекомендации.

На мой взгляд, вознаграждение само по себе не является явным критерием, во-первых, в силу того, что в законе про это не сказано. Да, мы знаем, что договоры, которые заключаются в рамках предпринимательской деятельности, вроде бы не должны быть безвозмездными. Но мы знаем также, что такие договоры есть, и там возникают вопросы у налоговой инспекции, которая трактует это как

своего рода дарение и считает, что с той суммы, которую не получили за услугу, предприниматель все равно обязан уплатить налоги. Однако это другая тема, это не тема нашей дискуссии.

Но я бы не относила вознаграждение к признакам, которые что-то добавляют или не добавляют к идентификации того, была ли оказана инвестрекомендация, либо было совершено какое-то другое действие.

Алексей Тимофеев. Закон был настолько абстрактен, что понадобилось внести в него изменения, предусматривающие, что признаки индивидуальной инвестиционной рекомендации могут быть определены базовым стандартом. То, на что мы потратили некоторое время (почти весь 2019 год) и что было очень большой интригой для всей индустрии, теперь принято комитетом [на заседании 2 октября 2019 года Комитет по стандартам по деятельности инвестиционных советников при Банке России согласовал базовый стандарт совершения инвестиционным советником операций на финансовом рынке]. И теперь Базовый стандарт содержит определение понятия, которое является ключевым для оценки того, является ли конкретная деятельность инвестиционным консультированием. Это понятие индивидуальной инвестиционной рекомендации.

Мне не кажется, что у нас получилось идеально. Но мы очень хорошо изучаем международный опыт. И видим, что вызовы такого рода — проблемы определения понятия индивидуальной инвестиционной рекомендации, инвестиционного консультирования — это вызовы, с которыми сталкиваются во всех юрисдикциях. И везде это требует дальнейшего толкования, уточнения, и везде это делается по-разному. Но то, что мы сделали, более или менее похоже на то, что является определением инвестиционного консультирования за рубежом.

Я насчитал около восьми признаков индивидуальной инвестиционной рекомендации, некоторые из них мы

уже упомянули. Они по-разному комбинируются, но шесть или семь из них должны обязательно присутствовать, в зависимости от комбинации. Я сейчас их перечислю, и мы обсудим, что каждый из них значит.

Ольга Шишлянникова. Наверное, можно дробить более сильно. В Базовом стандарте сейчас зафиксировано три признака, поэтому я пытаюсь судорожно пересчитать их еще раз, чтобы получить цифру, близкую к той, которую назвал Алексей.

Алексей Тимофеев. Итак, признаки. Я считаю таковыми все, что [в тексте Базового стандарта] начинается после тире и слов «индивидуальная инвестиционная рекомендация».

Итак, Ольга уже об этом говорила, — наличие договора об инвестиционном консультировании, по существу, является признаком. Нет договора — нет инвестиционного консультирования. Таким образом, вопрос о том, осуществляется ли инвестиционное консультирование, возникает только в том случае, если есть договор. В противном случае это разговор товарищей, это обсуждение, не имеющее юридического смысла, — но это не инвестиционное консультирование, не индивидуальная инвестиционная рекомендация.

Далее. Обращение к определенному лицу. Оно обязательно должно присутствовать. Вы должны обратиться, как можно более конкретно идентифицировав того, к кому обращаетесь. Но, например, рассылка (мы об этом поговорим), даже именная, — можем ли мы ее считать обращением к определенному лицу или нет?

Следующий признак — то, что я называю «рекомендацией сделки». Информация, которая была адресована определенному лицу, должна содержать рекомендацию на совершение сделки с определенным финансовым инструментом: с ценной бумагой или производным финансовым инструментом. Инструмент должен быть максимально определен,

это не обязательно указание ISIN, но должно исключаться недопонимание, о чем именно идет речь. Например, о какой именно акции «Газпрома» — привилегированной или обыкновенной — идет речь в этой рекомендации.

Далее. Следующий очень важный признак индивидуальной инвестиционной рекомендации, который я называю «заботой». Сами отношения между инвестиционным советником и его клиентом — это отношения фидуциарные, основанные на приоритете интересов клиента перед интересами советника. Внешне это выражается в заботе об интересах клиента. Если информация о конкретном финансовом инструменте сопровождается комментариями, которые свидетельствуют, что советник заботится о том, что рекомендуемый инструмент подойдет клиенту, то это становится очень сильно похожим на индивидуальную инвестиционную рекомендацию.

Далее. Цена. Должна быть определенная (или определяемая) цена. Понятно, отсылка к источнику, из которого можно выяснить цену, — достаточна для того, чтобы считать, что цена определена. Или, наоборот, исходя из цены, может быть определено количество инструментов, с которыми предлагается совершить определенную сделку.

Далее. Отсутствие дисклеймера.

Ольга, буду рад комментариям по поводу всех этих признаков: что ты считаешь важным, на что считаешь необходимым обратить внимание. Особенно насчет того, как работает дисклеймер. Определение понятия индивидуальной инвестиционной рекомендации упоминает (в качестве признака и наряду с наличием определенной цены) отсутствие дисклеймера, а стало быть, заявления о том, что эта информация инвестиционной рекомендацией не является. Как это работает?

Ольга Шишлянникова. Мы можем только предполагать, как это будет работать. Думаю, конкретику мы получим только

когда появится судебная практика и мы поймем, как суды воспринимают это.

Если говорить про признаки. Надо сказать, что в Базовом стандарте регулятор (совместно с рынком) создал такую формулировку, что инвестиционная рекомендация может быть признана таковой лишь тогда, когда в наличии все признаки. Если отсутствует какой-то из признаков, то это уже не инвестиционная рекомендация.

На мой взгляд, самый важный признак — «забота», как ее назвал Алексей. Потому что этот признак в большинстве случаев ограничивает деятельность инвестиционного советника от иной деятельности. До тех пор, пока не прозвучали слова «это только для вас», «это именно то, что тебе нужно», «потому, что я знаю твой инвестпрофиль»... я сейчас фантазирую, произношу произвольные слова. Когда проявлена забота именно о конкретном клиенте, — это тот признак, который, на мой взгляд, в первую очередь свидетельствует либо о наличии, либо об отсутствии инвестиционной рекомендации.

Мы долго дебатировали вопрос, Банк России выступал против цены как признака инвестиционной рекомендации, потому что мы исходили в первую очередь из интересов розничного клиента, за которого всегда переживаем. Предположим, человек, несведущий в рынке, пришел к профессионалу, и этот профессионал ему говорит: «обыкновенные акции «Газпрома» — именно то, что тебе нужно, это подходит твоему профилю, это соответствует твоим ожиданиям по доходности, это инструмент с тем риском, который ты готов принять». При этом профессионал не говорит, какова цена акций «Газпрома» или как она определяется. В такой ситуации нормальный человек, несведущий в рынке, услышав такую информацию, воспринимает ее как рекомендацию профессионала к определенным действиям. Поэтому, с нашей точки зрения, наличие цены или ее отсутствие — все-таки не

основной признак, который отделяет инвестиционную рекомендацию от иных услуг, которые оказываются на финансовом рынке.

Но мы пошли навстречу профессиональному сообществу и согласились применять этот признак как альтернативный. Если цена есть, то пускай будет признаком. Но в случае если цены нет, то обязательно должен быть дисклеймер, что это не инвестиционная рекомендация. Для того чтобы обыватель, который воспринимает это как руководство к действию, в конце получил ушат воды: «Это не инвестиционная рекомендация, вам надо оценить другую информацию, другие аспекты ваших жизненных условий для того, чтобы принять решение». Наличие дисклеймера в Базовый стандарт также включено.

На мой взгляд, разумный человек, который услышал первую половину спича (о том, что инструмент хороший), услышав вторую часть, должен понять, что это было не прямое указание к действию, а просто информация, которую он должен критически оценить, прежде чем примет какое-то решение.

Рынку казалось, что наличие цены — все-таки более объективный признак, чем признак заботы, чем признак наличия договора, чем признак конкретного предложения сделки. В Банке России посчитали, что подход с присутствием дисклеймера при отсутствии цены также может быть поддержан.

Алексей Тимофеев. Цена реже встречается в других, похожих на инвестиционное консультирование, услугах. Вот почему мы просили рассмотреть это в качестве признака.

И повторюсь про заботу: забота — это очень важно. Этот признак должен, во всяком случае, исключать заблуждение клиента в отношении того, в каком качестве с ним работает финансовая организация, сотрудник этой финансовой организации. У инвестора не должно быть никаких сомнений: является ли сотрудник сейлзом (и значит, действует

без учета его интересов, отдавая на усмотрение самого клиента инвестиционное решение); либо сотрудник является инвестиционным советником (и значит, заботится об интересах инвестора, считает, что конкретный инструмент ему подходит).

Поэтому Базовый стандарт говорит о заботе как о признаке индивидуальной инвестиционной рекомендации. И одновременно говорит о том, что в случаях, когда такого рода заблуждение [является ли конкретное предложение инвестором рекомендацией или нет] может возникнуть, рекомендуется пользоваться дисклеймером; и такой дисклеймер предлагает. Стандарт говорит, что следует предупредить клиента о случаях, когда инвестсоветник не может судить о том, подходит ли конкретная сделка, конкретный инструмент интересам инвестора, когда решение о сделке или инструменте отдается целиком и полностью на усмотрение инвестора и на его риск. А если инвестор хочет получить инвестиционный совет, то должен обратиться к другому специалисту.

Как все-таки работает дисклеймер? Может ли дисклеймер лишить рекомендацию качества инвестиционной, при наличии всех остальных признаков? Можно ли продемонстрировать заботу, можно ли предложить конкретному клиенту конкретный финансовый инструмент по конкретной цене и сказать: «Это не инвестиционная рекомендация»? Что бы это значило, если бы было сделано?

Ольга Шишлянникова. Я думаю, как долго мне держать паузу для того, чтобы всех заинтриговать...

Алексей Тимофеев. А все уже и так заинтригованы.

Ольга Шишлянникова. Я понимаю, вы ждете, что я скажу: «дисклеймер решает все ваши проблемы, вы встали дисклеймер — и жизнь ваша стала прекрасна».

Но вернусь к тому, с чего начала. Представьте себе ситуацию: судебный спор, клиент приходит в суд и говорит:

«Смотрите, у меня есть договор об инвестиционном консультировании, у меня есть запись того, как я общался с этим участником. Он сказал и про то, какую конкретно сделку совершить, и про то, что это подходит под мой профиль, и под мои ожидания риска и доходности, и даже цену назвал. А потом сказал: «Это не является инвестиционной рекомендацией». С вашей точки зрения, есть ли вероятность того, что судья скажет: «Да конечно же, это не инвестиционная рекомендация, раз вам так сказали»? Наверное, нет.

Именно поэтому, когда рынок очень хотел, чтобы в базовом стандарте появилась фраза о том, что такие-то и такие-то услуги не являются индивидуальными инвестиционными рекомендациями, а регулятор настаивал на ином решении, то рынок (спасибо ему за это) пошел на компромисс. И формулировка про несоответствие признакам вошла в текст стандарта. Потому что мы боялись, что вы воспримете это как индульгенцию. А, на мой взгляд, это полной индульгенцией не является. И даже не потому, что Банк России может привлечь участника рынка к ответственности. Но потому, что вы должны понимать: далеко не всегда дисклеймер сможет спасти, особенно в отношении клиентов, которые хотят злоупотребить своим правом. Вот для таких — абсолютно точно — дисклеймер не будет препятствием. Поэтому, принимая решение, вы должны исходить из этого.

Да, в отношении адекватных и разумных клиентов, которые пришли именно за услугой, а не за тем, чтобы потом шантажировать профессионального участника, наличие дисклеймера — это красный флажок. Но остается еще зона риска, которую дисклеймер, на мой взгляд, не закрывает. Может быть, не очень большая, но она есть. Каждый участник рынка должен сам решать, принимать этот риск или не принимать, и как с этим риском бороться.

Алексей Тимофеев. Вот это очень важно. Я хочу, чтобы вы имели в виду это толкование Банка России по поводу чрезвычайно непростой формулировки. Вам может показаться, будто бы дисклеймер имеет большее значение, чем имеет в виду Центральный Банк.

Ольга Шишляникова. В качестве ремарки. Скорее всего, если имела место очень агрессивная продажа, то регулятор будет предъявлять претензии именно к агрессивности продажи, а не к тому, дал инвестсоветник рекомендацию или нет. Наша цель в том, чтобы продажи были цивилизованными, чтобы на клиента не давили при принятии решения, чтобы он мог взвесить все «за» и «против». Мы от этого не откажемся. Это другая, параллельная, работа Банка России. Она полностью не завязана на наше отношение к инвестиционному консультированию.

Алексей Тимофеев. Это абсолютно правильно, потому что не быть инвестиционным консультантом — не означает теперь избегать любого вообще регулирования. В связи с этим стоит обратить внимание на стандарты предложения финансовых продуктов, работа над которыми завершается. Вероятно, в ближайшее время будут приняты эти стандарты, которые посвящены, по существу, сейлзам — как финансовые продукты должны предлагаться, если они предлагаются не инвестиционными советниками.

Ольга Шишляникова. На мой субъективный взгляд, действия сейлзов по утвержденным скриптам, произнесение именно тех слов, которые в скриптах прописаны, — это серьезная защита. Потому что есть базовый стандарт по предложению. Если прозвучали определенные слова, то весь рынок понимает это как продажу. Если не прозвучали, то это не продажа. Мне казалось, что для судебных споров это гораздо более веское основание, чем добавление дополнительных признаков к инвестиционной рекомендации.

Алексей Тимофеев. Что в связи с этим еще важно знать? Это предмет базового стандарта, а значит, предмет надзора саморегулируемых организаций. И, конечно, НАУФОР как СРО в нашей правоприменительной практике будет ориентироваться на мнение Центрального банка. Но мы, со своей стороны, намерены быть чрезвычайно осторожными в оценке. Доверьте нашему профессионализму как саморегулируемой организации оценки того, является ли конкретная деятельность инвестиционным консультированием, — в каждом конкретном случае, с учетом всех обстоятельств. Соответственно, и наказание будет следовать в том случае, если мы будем приходить к выводу, что нет никаких сомнений на тот счет, что в данном случае мы имеем дело с индивидуальной инвестиционной рекомендацией, с инвестиционным консультированием.

Забота — это очень важно. Есть случаи, когда забота не имеет значения, — это автоследование. Автоследование, в соответствии с нашим общим толкованием, является видом инвестиционного консультирования. По существу, это демонстрация примера, за которым клиенту предлагается последовать способом, чрезвычайно похожим на доверительное управление. Однако этот способ доверительным управлением не является — просто потому, что автору стратегии активы клиента в распоряжение не передаются, они могут находиться в другом месте. Строго говоря, если бы эту практику захотели назвать доверительным управлением, то так не вышло бы, поскольку это не соответствует российскому Гражданскому кодексу. Но все остальное очень похоже. Инвестиционное консультирование и доверительное управление подчиняются одним и тем же фидуциарным правилам, необходимости ставить интересы клиента выше своих собственных и, соответственно, регуляторному режиму, похожему на инвестиционное профилирование. Инвестиционных советников и

доверительных управляющих объединяют и некоторые другие требования

Тему дисклеймера я на этом завершу. Могу сказать о том, с чем мы столкнулись, когда эту тему обсуждали. Например, остается вопрос с ИВ. Я нашел американское разъяснение, которое звучит буквально следующим образом: сотрудники SEC полагают, что структурирование сделки в рамках подготовки IPO, хотя и отвечает всем признакам инвестиционного консультирования, однако инвестиционным консультированием не является.

Толкование имеет большое значение. Мы будем толковать практику в соответствии со здравым смыслом, исходя из определения понятия, которое выработали, а также общих практических соображений.

Ольга Шишляникова. Я бы вернулась к автоследованию. Не считаю, что в автоследовании нет категории «забота». Вопрос в другом: когда она, эта забота, проявляется и как. Когда клиенту изначально предлагается конкретная стратегия автоследования, она ему предлагается именно потому, что соответствует его интересам, соответствует его ожиданиям и всему остальному. Да, наверное, эта забота не проявляется при отправлении сигнала, но она сохраняется, начиная со стадии заключения договора или предложения продажи этой стратегии, а потом просто исполняется. Поэтому мне кажется, что «забота» и для автоследования — это тоже признак, который работает в полном объеме. Просто он не распределен во времени, а привязан к начальной стадии предложения той или иной стратегии.

Алексей Тимофеев. Закрывая тему определения и понятий, я хотел бы вот еще чем поинтересоваться. Есть сложные продукты, которые включают в себя деривативы. Означает ли это, что предложение структурных продуктов, ценными бумагами не являющихся (назовем вещи своими именами, предложение ИСЖ), должно считаться инвестиционным кон-



сультуриванием, если соответствует всем остальным признакам. Означает ли это, таким образом, что ИСЖ можно предлагать только с заботой и только через инвестиционного советника?

Ольга Шишляникова. Мне кажется, вопрос очень дискуссионный. До сих пор нет ни судебной практики, ни каких-то иных подтверждений тому, что индивидуальное страхование жизни можно считать инструментом, который точно в себе содержит элемент производного финансового инструмента, то есть является смешанным договором. Если мы соглашаемся с тем, что все-таки договор смешанный (такая трактовка допустима), то это означает, что рекомендовать

его надо по правилам закона об инвестиционных советниках. Но это не означает, что его нельзя продавать. Да, продажи не должны быть агрессивными, должны сопровождаться разъяснением определенных рисков и так далее. Ровно так же, как при продаже других инструментов, такая продажа должна быть цивилизованной.

Но есть право и на другую трактовку; есть представление о том, что ИСЖ — это все-таки договор страхования. Да, специфический, но он в себе не содержит производного финансового инструмента. И я даже понимаю, почему такую позицию, может быть, надо поддерживать. Давайте забудем про индивидуальное страхование жизни, давайте

вспомним про вклады со сложными процентами. Просто если мы признаем смешанную природу договора ИСЖ, то тогда и вклады со сложными процентами тоже могут рекомендоваться только через инвестиционного советника. Принятие этого решения, к сожалению, распространится не только на ИСЖ, но и на целый ряд других инструментов, которые до сегодняшнего дня мы никак не могли отнести к рынку ценных бумаг в том понимании, которое обсуждаем сейчас. Предсказать последствия такой трактовки достаточно тяжело.

Во мне борются два начала. С одной стороны, я юрист и я согласна с Алексеем, что в составе ИСЖ есть про-

изводный финансовый инструмент. Но, с другой стороны, во мне сидит человек, который говорит, что распространение такой неоднозначной (даже при том, что я ее поддерживаю) трактовки ИСЖ может привести к непредсказуемым последствиям. И, может быть, стоит еще подумать над этим.

Алексей Тимофеев. Да, я как юрист услышал, что основания для такого толкования есть. Я понимаю, чем продиктована осторожность, которую предложила Ольга. Но как юрист я считаю, что ИСЖ — это инструменты, которые включают в себя деривативы и, таким образом, деривативами являются. И в той части, в какой они являются страховым продуктом, они должны подчиняться правилам о страховании. А в той части, в которой они являются деривативами, они должны подчиняться правилам о деривативах. Стало быть, их предложение должно подчиняться либо общим правилам предложения финансовых продуктов, либо, если речь идет об инвестиционном консультировании, правилам оказания услуг по инвестиционному консультированию.

Есть еще одна очень важная тема, которую я хотел бы затронуть. Про инвестиционное профилирование.

Как формируется инвестиционный профиль? Так же, как в случае с доверительным управлением, стандарт инвестиционного консультирования говорит об элементах инвестиционного профиля. О двух элементах для квалифицированных инвесторов (ожидаемая доходность и инвестиционный горизонт), и о трех элементах для неквалифицированных инвесторов (ожидаемая доходность, допустимый риск и инвестиционный горизонт).

Есть очень интересный вопрос, который мы обсуждали, когда готовили стандарт. Он заключается в том, как относиться к готовности клиента принять больший риск, чем ему предлагает инвестиционный советник. Думаю,

что имею право сказать, как мы с этим определились.

Мы в стандарте говорим о том, что допустимый риск для неквалифицированного инвестора определяется с учетом трех факторов: цели инвестирования; существенные материальные, гражданско-правовые обязательства в течение срока инвестиционного горизонта; опыт и знания клиента в сфере инвестиций. С учетом этих обстоятельств инвестиционный советник определяет допустимый для соответствующего клиента риск и дает ему рекомендации.

Клиент недоумевает и говорит: «Я готов к большему риску». Можно ли предлагать клиенту более рискованные инструменты, чем те, которые соответствуют допустимому риску? Похоже, стандарт отвечает, что нет. Ольга, правильно ли я, нет ли?

Ольга Шишляникова. Сергей Анатольевич Швецов, когда рассказывает про финансовый рынок, очень любит приводить примеры, связанные с медициной ...

Алексей Тимофеев. С моргом.

Ольга Шишляникова. Да. Я тоже хочу привести пример, не столь страшный. Представьте себе, вы приходите к врачу, врач смотрит ваши анализы и говорит: вам нужно вот такое лекарство. А вы отвечаете: «Да вы что, мне надо лекарство по сильнее». Хотя это и утрировано, но очень похоже на то, как советует инвестиционный советник. К нему пришли как к профессионалу, он выяснил цели инвестирования, обязательства, которые надо учитывать для того, чтобы оценить толерантность к риску и возможность нести те или иные обязательства, знания клиента. Выяснил все, предлагает определенный риск-профиль, а клиент говорит: «Да нет, я хочу больше риска». Конечно, он хочет больше риска, ведь чем больше риска, тем больше доходность. Но стоит ли в данном случае соглашаться?

Первый аспект. Если участник рынка не согласится, то клиент развернется и пойдет к другому. Да, риск такой есть. Но есть и другой риск: вы ему предложили более агрессивный профиль, он выполнил вашу рекомендацию, риск реализовался и теперь клиент не может исполнять свои обязательства. Мне почему-то кажется, что суд скорее склонится к тому, что советник в данном случае учел не все интересы. Поэтому надо выбрать между двумя рисками. Либо вы потеряете этого клиента, и он уйдет к другому. Но, возможно, даже в этом случае вы получите дополнительную выгоду от того, что клиент расскажет другим людям про несговорчивого инвестиционного советника, который не хочет уступать в оценке риска, готов стоять до последнего за интересы этого самого клиента.

Либо клиенту захочется потребовать возмещения убытков. И это будет, скорее всего, несоразмерная сумма и значительно больший риск. Но это выбор каждого инвестиционного советника.

Мы считаем, что в первую очередь инвестсоветник должен учитывать объективные аспекты, а не желания клиента. **Алексей Тимофеев.** Очень важный аспект. Базовый стандарт содержит требование о том, что внутренний документ, определяющий профилирование, должен предполагать сбалансированный и, более того, мотивированный подход к этому процессу.

Ольга Шишляникова. Да, он допускает возможность учета в какой-то степени и мнения клиента. Но всегда надо помнить о том, что клиент в этом случае должен подписать тот инвестпрофиль, который ему предложили. Но при этом все равно вы должны мотивированно обосновать, почему, учитывая объективные обстоятельства, которые были получены при инвестпрофилировании, вы все-таки скорректировали профиль в ту или иную сторону. Надо еще раз понять, есть ли у вас достаточные доказательства для возможных судов. Пока в базовом

стандарте содержится не очень жесткая формулировка, давайте посмотрим, как она будет работать.

Алексей Тимофеев. Второй вопрос. Мы придумали образ стандарта, он назывался «Доктор Джекилл и мистер Хайд». Инвестор может быть консервативным, может быть агрессивным, в нем может ужиться несколько личностей. Стандарт предусматривает несколько инвестиционных профилей, но исключительно в связи с тем, что они соответствуют разным инвестиционным целям. Помните, я упоминал инвестиционную цель как один из факторов, которые принимаются во внимание при оценке толерантности к риску.

Итак, инвестиционная цель — на пенсию ли инвестор хочет копить или квартиру хочет купить. Это наиболее очевидные примеры инвестиционных целей, под каждую из которых может быть сформирован свой инвестиционный профиль, соответственно, свой инвестиционный портфель.

Позиция достаточно консервативная. Я лично скорее ратую за возможности всестороннего развития личности и согласился бы с разной степенью агрессивности инвестиций. Но стандарт с этим не согласился. Стандарт говорит о том, что инвестиционные профили могут отличаться только в случае разных инвестиционных целей, в остальных случаях нет.

Ольга Шишлянникова. Мне кажется, все очень разумно. Потому что если есть инвестиционный профиль, есть единые ожидания риска, то в рамках портфеля можно предложить инвестору и рискнуть, если он хочет. Но вы должны тогда сбалансировать такую рекомендацию консервативными инструментами, которые в итоге тот риск, который вы предложите клиенту, приведут к ожидаемому риску, который клиент готов нести. Формируйте портфель как из рискованных инструментов, так и инструментов, которые хеджируют этот риск.

Да, возможна и другая история. Здесь мы согласились с рынком, что, возможно, некоторым клиентам либо, наоборот, советникам так удобнее. История такая. Приходит клиент и говорит: «У меня есть миллион, этой суммой я готов рискнуть для получения большей доходности, готов инвестировать ее в течение года. Также есть неприкосновенная сумма в 10 млн, которую я собираю для оплаты обучения ребенка (или на лечение, или на улучшение жилищных условий), и здесь я риск не готов принимать». Соответственно, определяются два инвестпрофиля и два портфеля. Один агрессивный, со всем чем угодно — структурные продукты без защиты капитала, производные. Пускай инвестор играет, пытается заработать. И второй профиль — с абсолютно консервативным портфелем (если не ОФЗ, то что-то близкое). Мне кажется, что это дает возможность и участникам, и клиентам получить и в первом, и во втором варианте то, на что они рассчитывают.

Алексей Тимофеев. Мне кажется, что стандарт придерживается скорее консервативного подхода. Более агрессивного портфеля он не позволит, если все существенные обязательства инвестора являются долгосрочными.

Ольга Шишлянникова. Я согласна с этим. Но это тогда опять вопрос, от которого мы только что отошли. Вопрос относительно того, может ли инвестпрофиль строиться не только на объективных признаках, но и на желаниях клиента. Если мы согласились, что подход в первую очередь должен быть консервативным и объективным, то автоматически приходим к тому, что подход должен быть консервативным. И не должны предлагаться агрессивные инструменты, именно исходя из того, что инвестсоветник заботится об этом клиенте.

Алексей Тимофеев. Итак, стандарт принят Комитетом по базовым стандартам регулирования деятельности инвестиционных консультантов. Он предусматривает, что определение понятия

«индивидуальная инвестиционная рекомендация» вступает в силу, теперь его предстоит принять Банку России. Когда это произойдет и он будет опубликован, та его часть, которая содержит определение понятия (в том числе определение понятия «индивидуальная инвестиционная рекомендация» для того, чтобы разграничить виды деятельности, похожие на инвестиционное консультирование, но инвестиционным консультированием не являющиеся, от собственно инвестиционного консультирования), вступит в силу. В момент опубликования.

Все остальные положения стандарта вступят в силу через шесть месяцев после этого. Стало быть, у индустрии будет шесть месяцев для приведения своей деятельности в соответствие: для подготовки скриптов, IT-решений, подготовки специалистов, их дополнительного образования.

Уважаемые коллеги, на этом время нашей сессии завершилось. Спасибо большое за внимание, надеюсь, вам было интересно. Спасибо большое, Ольга, за участие. ■

Осознание ценности

В Москве в рамках второй конференции НАУФОР, посвященной инвестиционному консультированию, состоялся круглый стол, на котором обсуждались первые итоги и перспективы новой индустрии

Фотографии Павел Перов

Участники: Алексей Кучерявенко (начальник Управления регулирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг и инфраструктуры финансового рынка Департамента рынка ценных бумаг и товарного рынка Банка России); Ирина Мельникова (начальник Управления профессиональных услуг на финансовом рынке Департамента стратегического развития финансового рынка Банка России); Олег Сорокин (руководитель экспертной группы департамента противодействия недобросовестным практикам Банка России); Алексей Тимофеев (президент НАУФОР); Константин Балабушко (индивидуальный предприниматель); Игорь Вагизов (генеральный директор ООО «ИК «Инвестлэнд»); Михаил Громов (руководитель отдела инвестиционного консультирования АО «Открытие Брокер»); Евгений Коровин

(начальник отдела инвестиционного консультирования «ВТБ Капитал Брокер»); Сергей Рыбаков (руководитель дирекции брокерских операций, управляющий директор АО «АЛЬФА-БАНК»); Екатерина Сафронова (генеральный директор ООО «Уралсиб - Стиль Жизни»); Максим Ставицкий (исполнительный директор ООО «Финплан»); Ольга Сумина (генеральный директор, председатель Правления ООО «УК «Райффайзен Капитал»); Кирилл Фатеев (руководитель отдела инвестиционных продуктов для состоятельных клиентов АО «Тинькофф Банк»); Олег Чихладзе (руководитель департамента консультационного брокериджа «БКС Брокер»); Евгений Шильников (индивидуальный предприниматель).

Модератор — Екатерина Андреева (вице-президент НАУФОР).



Алексей Тимофеев. Уважаемые коллеги, давайте начнем. «Круглый стол» — это отличный способ собрать больше 5–6 спикеров, поскольку хочется получить как можно более репрезентативное мнение индустрии, а для этого пригласить самых разных ее участников. Вот они перед вами. Конечно, не все, кого нам хотелось бы видеть, но очень многие из них здесь. Здесь также коллеги из Центрального банка. Я думаю, что им самим будет полезно узнать, что мы думаем о происходящем, и нам будет чрезвычайно полезно знать, что думают о происходящем они.

Хотел бы предложить Екатерине вести этот «стол», а я буду по возможности ей помогать.

Екатерина Андреева. Коллеги, спасибо, что вы с нами! Хочу предоставить слово в первую очередь Ирине Мельниковой, которая является начальником Управления профессиональных услуг на финансовом рынке Департамента стратегического развития финансового рынка Банка России. Ирина, что вы думаете по поводу регулирования программ для инвестиционного консультирования и автоследования? Мы эту тему начали обсуждать на первой панели, погово-

рили о практике, о том, как это видят со своей стороны участники. Теперь хотели бы услышать мнение Банка России.

Ирина Мельникова. Здравствуйте, уважаемые коллеги! Хотела бы поблагодарить Екатерину и Алексея за приглашение. Очень почетно открывать этот «круглый стол».

Я являюсь руководителем рабочей группы Центрального банка, которая занимается изучением практического применения программ инвестиционного консультирования. Мы начинали с аккредитации программ, потом передали эту функцию саморегулиру-



емым организациям. Но процесс не останавливаем, продолжаем изучать программы. Постепенно я перейду к описанию ожиданий регулятора от программ и того, как мы видим развитие отрасли. Вначале хотела бы коротко рассказать о первых итогах и первых наблюдениях.

На сегодняшний день саморегулируемыми организациями аккредитовано 17 программ, из них восемь являются программами автоконсультирования, три — программами автоследования, а две программы совмещают обе функции. Только в трех случаях на аккредитацию подавали непосредственно разработчики программ, все остальные — это

программы непосредственно инвестиционных консультантов и, как правило, совмещающих с ними деятельность брокеров.

Мы посмотрели уже 13 программ, и вот что хотелось отметить. Большинство программ автоконсультирования формируют индивидуальные инвестиционные рекомендации в виде портфеля финансовых инструментов на основе модельного портфеля, то есть в зависимости от определенного программой инвестиционного профиля клиента. Отсутствует возможность изменения структуры модельного портфеля с учетом потребностей и особенностей клиента.

Дальше. Индивидуальные инвестиционные рекомендации представляются в большинстве случаев на разовой основе для создания первоначального портфеля. Только одна-две программы проводят ребалансировку портфеля.

В большинстве индивидуальных инвестиционных рекомендаций, формируемых программами, отсутствует детальное описание ценной бумаги или производного финансового документа, который предлагается клиенту. Отсутствует информация о доходности инструмента и динамике ее изменения. Мы не говорим, что это обязательно, просто отмечаем,

что в предлагаемой клиенту программе, возможно, должны содержаться определенные опции, но они не содержатся. Дается информация только об изменении цены корзины ценных бумаг, входящих в портфель, за несколько лет.

Часть программ не имеет клиентского интерфейса, это программы, которые предназначены для использования только сотрудниками инвестиционной компании (порядка пяти программ из, соответственно, тех 13, которые мы посмотрели). Вот такая короткая справка о том, что мы увидели.

Теперь о том, как мы видим развитие этих программ и на что ориентируемся. По нашему представлению, индивидуальные инвестиционные рекомендации должны быть более индивидуальными и учитывать гораздо более значительный объем информации о клиенте (вкуче с изменениями этой информации), чем реализовано сейчас.

В текущем режиме мы видим достаточно скудный перечень вопросов, который задается при определении инвестиционного профиля клиента. Это, скорее, имеет цель классификации клиента и определения его в стандартную рисковую категорию, нежели цель определения его индивидуального риск-аппетита.

В основном задача рассмотренных программ — это, скорее автоматизация продаж и предложение стандартных продуктов определенным стандартным категориям клиента. Я не говорю, что это хорошо или плохо, это факт. И, наверное, регулятор бы хотел видеть более индивидуальный подход к клиенту.

Мы также хотели бы исключить конфликт интересов между бизнес-моделью разработчика программы и интересами клиента. На сегодняшний день, как я уже сказала, большинство

программ являются продуктами брокера, совмещающего деятельность с инвестиционным консультированием. Опять же не говорю, хорошо это или плохо, это факт.

С учетом той практики, которая сейчас формируется, наша рабочая группа будет выработать требования, которые лягут в основу, возможно, нормативного акта. Будем делать это именно для развития программ инвестиционного консультирования и для того, чтобы они соответствовали определенным стандартам качества. Мы постараемся сделать их очень базовыми, не с целью построить некие барьеры, а так, чтобы обеспечить качество и самих программ, и продуктов, которые через них представляются, и снятие определенных рисков для будущих пользователей.

Мы установим определенные требования, которые лягут в основу либо нормативного акта, либо, может быть, это можно будет сделать через стандарты инвестиционного консультирования. Но это мы уже посмотрим позже. Пока мы пытаемся только выработать подходы, которые будут, скорее, развивать, чем ограничивать рынок.

Екатерина Андреева. Ирина, спасибо большое, что подтвердила мой тезис. Я в первой панели рассказывала, что, дорогие друзья, скоро будут внедрены базовые стандарты инвестиционного консультирования, и вам всем придется переделывать программы. Мы как раз говорили про то, что необходимо будет разрабатывать соответствующий стандартам перечень сведений, которые указываются в инвестиционной рекомендации. У меня есть также положительная ремарка: как раз та программа, которую в Банке России еще не посмотрели, занимается тем, что ребалансирует активы клиента.

А еще у меня вопрос: когда ожидать нормативного акта?

Ирина Мельникова. До конца года мы только сформулируем требования. И, безусловно, сначала обсудим их с рынком: посмотрим, какие из этих требований лягут в нормативный акт, а какие будут положены в будущий стандарт. Но сам перечень требований планируем сделать до конца года.

Екатерина Андреева. Мы очень рассчитываем на участие в этом процессе. Спасибо большое.

Я хочу сейчас рассказать вам про одну свою боль. Мы в НАУФОР проконсультировали неприлично большое количество людей, которые хотят стать инвестиционными советниками, получили от них обратную связь. Многие говорили о том, что рынку инвестиционных советников мешают определенные вещи: например, необходимость наличия в штате контролера, согласно 115-ФЗ, к этому обязательно еще сегодня вернемся.

Но всегда одной из помех называется наличие «серого» рынка инвестиционного консультирования. И меня все спрашивают: Катя, что же вы собираетесь с этим делать? Честно скажу: лично я ничего делать не собираюсь, у меня нет таких полномочий.

Но на нашем «круглом столе» есть представители специального департамента, которые должны заниматься борьбой с недобросовестными практиками. И я очень хочу сейчас попросить Олега Сорокина, который руководит в этом департаменте экспертной группой, поделиться своими мыслями и соображениями, как можно привести поле «серого» инвестиционного консультирования в приемлемое состояние.

Олег Сорокин. Добрый день, уважаемые участники конференции! Спасибо за приглашение. На самом деле на предыдущей сессии и Алексей Тимофеев, и моя коллега Ольга Шишляникова косвенно коснулись сложных, неоднозначных



проблем, связанных с недобросовестной деятельностью. Легальный институт инвестиционного консультирования еще довольно молод, а уже приходится говорить о том, что существует нелегальный рынок, как-то его оценивать, определять и так далее.

В данном случае мы тоже будем отталкиваться, прежде всего, от практики. И свои подходы будем выработать, исходя из той практики, которая будет складываться. Мы наблюдаем за рынком, мониторим его, но пока что говорить о конкретных выводах рано: мы вырабатываем только подходы, на которые будем в дальнейшем опираться в своей деятельности.

При выработке подходов (позволю себе немного порассуждать) надо сначала определиться с самим понятием. Модель инвестиционного консультирования, которая заложена в законе, не предполагает, что любая деятельность, связанная с консультированием для совершения операций с финансовыми инструментами, должна осуществляться исключительно в форме инвестиционного консультирования.

Если бы подход был таким, было бы, конечно, проще и комфортнее противодействовать нелегальному сектору: сразу были бы очерчены границы, было бы понятно, с чем мы имеем дело. Но на сегодняшний день

закон исходит из того, что, если человек хочет заниматься инвестиционным консультированием, то он просто должен соответствовать определенным требованиям.

Все мы прекрасно понимаем, что врачебные услуги могут предоставлять только квалифицированные, дипломированные врачи. Если вам понадобилась помощь, допустим, в уголовном процессе, то вы можете обратиться исключительно к адвокату, а не просто к квалифицированному юристу, который может что-то посоветовать. Не потому, что вы доверяете именно адвокату, а потому что закон так полагает: эти услуги могут оказывать только адвокаты.

Здесь несколько иная история. Что из себя представляет нелегальный «серый» рынок инвестиционного консультирования, на основании каких признаков следует выявлять нелегальные услуги такого рода? То ли это будет критерий доказанного факта заключения договора и дачи индивидуальных инвестиционных рекомендаций в совокупности с тем, что консультирующее лицо не включено в реестр инвестсоветников, то ли будут иные подходы, — это еще только предстоит выработать.

Второй момент, из которого мы будем исходить при выработке подходов, — это оценка масштаба проблемы. Во-первых, существует ли в принципе такая проблема, как нелегальный рынок инвестиционных консультаций. А если она есть (может быть, ее нет), то каков ее масштаб. Потому что в зависимости от масштабов проблемы регулятор будет представлять, какие ресурсы и какие механизмы необходимо включать, чтобы ей противодействовать. Точечные моменты, которые возникают в связи с такими вещами, не всегда свидетельствуют о том, что необходимо задействовать всю мощь правовых механизмов, чтобы противодействовать.

И, наконец, третий момент, — может быть, с него следовало начать. Мы можем проделать всю эту работу, определиться с понятиями, с категориями, с масштабом проблемы. Но главное, что следует понимать: существуют ли вообще правовые механизмы ответственности за эту деятельность?

На сегодняшний день таких правовых оснований на самом деле нет. Несмотря на то, что инвестиционное консультирование — это профессиональная деятельность на рынке, применить к ней напрямую ответственность и запрет, который установлен законом

в отношении лицензионной деятельности, мы не можем. Прежде всего потому, что это деятельность нелегализуемая. Если проблема существует и необходимо будет включать правовые механизмы противодействия, то нужно будет в законе просто-напросто устанавливать ответственность за осуществление такой деятельности. Потому что на сегодняшний день мы оставляем за собой право использовать такую форму, как предписание Банка России о запрете участнику рынка совершать отдельные операции (либо их части) сроком на полгода в случае, если такие операции нарушают права и интересы инвесторов (либо создают угрозу их нарушения).

Естественно, мы будем следить за «серыми» зонами, выявлять их, обращать внимание участников рынка на существование таких зон, связанных с нелегальным (на наш взгляд) инвестиционным консультированием. Но подходы и механизмы нашего реагирования только предстоит выработать. Спасибо.

Алексей Тимофеев. А разве ответственность не предусмотрена не только за безлицензионную деятельность, но также за деятельность, которая предполагает наличие определенного статуса, но ведется без соответствующего статуса?

Олег Сорокин. Напрямую для инвестконсультантов пока еще не предусмотрена.

Алексей Тимофеев. Но эта деятельность предполагает наличие статуса инвестиционного консультанта. Лицензией этот статус не называется, но по-моему, это также является нарушением, — не знаю точно, уголовного ли права или иного...

Олег Сорокин. В 39-м законе сказано «безлицензионная деятельность», поэтому тут необходимо конкретизировать.

Алексей Тимофеев. Я имею в виду уголовную и административную ответственность, которую несут компании за безлицензионную деятельность или деятельность без наличия статуса, когда такой статус предусмотрен законодательством. Мне кажется, что ответственность есть, я думаю, что именно это заставило насторожиться очень многих участников рынка, которые прежде деятельность по инвестиционному консультированию осуществляли спокойно. С введением требований к деятельности по инвестиционному консультированию они должны были стать более осторожными. Должны были перестать называть свою деятельность инвестиционным консультированием и постараться избежать признаков такой деятельности. Именно из-за риска быть привлеченными к уголовной или административной ответственности.

Мягкий режим — это может быть и разумно на первых порах формирования индустрии, это может быть вариантом правильной регулятивной политики. Индустрия формируется, постепенно люди разберутся с достоинствами и недостатками осуществления этой деятельности со статусом советника или без.

Екатерина Андреева. Мне кажется, многих сейчас порадовала речь Олега. Но я бы не очень расслаблялась, потому что регуляторная мысль развивается, как нам известно, гораздо быстрее, чем многим бы хотелось.

Предлагаю перейти к обсуждению рыночных практик. Предлагаю начать этот разговор Ольге Суминой, которая является генеральным директором управляющей компании «Райффайзен Капитал». На МФК была отдельная сессия, посвященная конкуренции управляющих компаний, с одной стороны, и с другой стороны, нового гибрида, который создан между, условно, брокером и инвестиционным советником.

Возникло как бы три больших сегмента. Оля, вам-то оно зачем? Вот вы и управляющая компания, и инвестиционный советник — что вы с этим собираетесь делать?

Ольга Сумина. Катя, спасибо большое. Коллеги, спасибо, что такой интерес проявляете именно к управляющим компаниям в рамках инвестиционного консультирования.

Не раз уже говорила, что как раз управляющие компании достаточно давно занимаются консультированием. У нас есть лицензия не только профучастника, но и управляющей компании паевых инвестиционных фондов, на основании которой мы имели право уже достаточно давно оказывать консультационные услуги. Многие игроки данную практику приобретали, и она пользовалась популярностью у клиентов, особенно западных фондов.

Так как нормативных требований к деятельности лицензированных консультантов не было, то мы рассуждали так: у нашей компании есть лицензия на управление и плюс есть мандат на консультирование, поэтому мы прекрасно можем предлагать услуги инвестиционного консультирования.

Конечно, у клиентов возникали вопросы, можем ли мы рекомендованные сделки также исполнять? Мы говорили, что не можем, потому что УК — не брокер. В западной практике консультант может исполнять сделки. Поэтому мы очень обрадовались, когда данная история приобрела более явное регулирование, теперь уже точно всем говорим, что у нас есть практика консультирования.

Наша панель началась с того, что участники заговорили о проблемах. Вот я со стороны управляющей компании могу сказать, что все названные моменты — для нас не проблема. У нас есть и платформы, и выстроенные процессы, и риск-менеджмент, и контроль, и все-все-все.

Мы хотели бы уже рассмотреть возможность синергии с институтом финансовых советников, который сейчас появляется. Если им чего-то не хватает, а у нашей компании это есть, то в данном ключе мы бы с удовольствием пообщались.

Екатерина Андреева. Давай прямо сейчас спросим: коллеги, чего вам не хватает, чего вам бы хотелось от компании «Райффайзен Капитал»? Константин Балабушко, человек, именем которого озаглавлен процесс входа в реестр инвестиционных советников Банка России, поскольку он туда вошел первым.

Константин Балабушко. Очень интересное направление — финансовые советники, инвестиционные советники. Мне кажется, что на сегодняшний день управляющие компании, большие брокерские дома, банки еще ведут конкурентную борьбу за клиента. Скорее всего, по мере того, как требования к советникам будут уменьшаться, а количество предпринимателей этого профиля будет расти, фокус конкуренции может сместиться. Борьба начнется не за клиента как такового, а именно за представителя этого класса, потому что модель инвестирования — это очень личная история между клиентом и советником.

В связи с этим возникает вопрос. Вот институт эдвайзинга появился, а модели эдвайзер-fee еще не представлено. На мой взгляд, консультанту, советнику было бы очень интересно консультируя клиентов, при этом иметь бухгалтерию не на собственной стороне, а на стороне брокера как партнера.

Екатерина Андреева. Или управляющей компании.

Константин Балабушко. Да-да, которая бы могла предложить именно эдвайзер-фи. Я понимаю, меня могут поправить и сказать, — а как же конфликт интересов? Честно говоря, я считаю, что это не такая уж проблема:

если советник захочет предложить продукты, которые не соответствуют риск-профилю инвестора, то наличие прямых взаиморасчетов между клиентом и инвестором не станет помехой для недобросовестных практик. С другой стороны, отлаженный механизм, скажем, большого брокерского дома исключает очень много моментов по взаиморасчетам.

Очень тяжело быть человеком, который и просит деньги, и дает рекомендации одновременно. Мне кажется, было бы интересно подумать в этом направлении.

Екатерина Андреева. Игорь Вагизов, генеральный директор компании «Инвестлэнд», которую мы очень любим, которая к нам, спасибо большое, приезжает из Перми.

Игорь Вагизов. Добрый день, коллеги!

Общий вопрос, который я обозначаю постоянно на всех конференциях — это платформа внутри больших банков и управляющих компаний для независимых финансовых советников. Это должен быть механизм, который позволяет советнику работать. Возможно, эта платформа может создаваться как для внутренних советников, так и для внешних, и если она будет единой, то будет удовлетворять всем интересам. От этого выиграют все — и клиенты, и управляющие компании, и банки, и институт независимых финсоветников, очень перспективный.

Сейчас мы, кроме развития текущего бизнеса, изучаем международный опыт — европейский и американский. В ближайшее время съездим в Штаты, с удовольствием потом поделюсь нашими наблюдениями, проведу сравнение практики международной и российской. Уже сейчас вижу много общего. Единственно, средний возраст финсоветников в США составляет 56 лет, а в нашей компании — меньше 40.



Екатерина Андреева. Даже не знаю, хорошо это или плохо. Я бы хотела Евгения подключить к этой дискуссии. Евгений Шильников, индивидуальный предприниматель, самый настоящий инвестиционный советник.

Евгений Шильников. Спасибо. Основная проблема, которую я вижу, носит технический характер. Правильно отметили коллеги — мы (если говорить о независимых консультантах) не можем делать экзекьюшн, не можем брать с клиента комиссию, как в Соединенных Штатах Америки устроено. Почему там вырос такой громадный рынок независимых советников? потому что им очень удобно работать — они мо-

гут подключить клиента, взять с него комиссию.

В этом плане мы для себя пока нашли только вариант развития в сторону робоэдвайзинга, то есть автоконсультирования, автоследования. Общаемся с командой компании «Софтлинк», которая уже подготовила робота и готова помогать советникам переносить их стратегии в автоматизированное исполнение. Это единственная возможность для нас сейчас делать экзекьюшн.

В этом плане мы фактически проигрываем конкуренцию профессиональным участникам, имеющим брокерскую лицензию, либо тем зависимым советни-

кам, которые будут продавать продукты банков или финансовых организаций, потому что им экзекьюшн делать не надо. Конечно же, клиент не пойдет сам реализовывать наши рекомендации, 95% этого делать не будут.

А в целом мы очень довольны тем, что происходит. Видим значительные улучшения регулирования, видим работу Центрального банка, который действительно слушает участников и старается сделать рынок интересным. Спасибо.

Екатерина Андреева. Спасибо. Я бы сейчас хотела подключить к дискуссии Кирилла и Олега, которые являются представителями крупных брокерских

компаний и к которым со всех сторон взывают — хотят ли они делать для инвестиционных советников какие-то сервисы. Кирилл Фатеев представляет «Тинькофф Банк», а Олег Чихладзе — управляющий директор компании «БКС Брокер».

Кирилл и Олег, существуют ли у вас такие планы, что для вас значит институт независимых советников? или вы все-таки видите в них конкурентов? **Кирилл Фатеев.** Это история про то, что первично — пчелы или мед. Пока, я так понимаю, пчелы есть, а как ими пользоваться, непонятно. Пчел, во-первых, достаточно мало. Нашей компании как достаточно крупному брокеру нужно сделать для работы с инвестсоветниками инфраструктуру, вложиться, а аккредитованных индивидуальных советников — 5 или 6, точно не знаю, сколько сейчас. Большие вложения в инфраструктуру, пока непонятно, ради чего. Хотелось бы, конечно, увидеть упрощение законодательства касательно аккредитации именно индивидуальных советников и требований к ним. В принципе, это интересная история.

Мы любим любые маркетплейсы, всегда их с радостью тестируем и пробуем. Для «Тинькофф» не есть проблема реализовать такую платформу. У нас очень похожая модель реализована внутри брокера: там есть сегментация клиентов, модель работы менеджера с клиентом очень похожая. Завести отдельный сервер, вложить туда программу эдвайзинга и дать возможность индивидуальным предпринимателям этим пользоваться, в принципе, интересно. Но пока предпринимателей-советников шесть или десять, это смысла не имеет.

Екатерина Андреева. Олег, у вас сколько инвестиционных советников в штате?

Олег Чихладзе. Собственных инвестиционных советников у нас достаточно

много — несколько сотен. Но все это делается на основе наших аккредитованных программ автоконсультирования. Кстати, большое спасибо НАУФОР и за оперативную помощь в аккредитации и за то, что многие вещи, которые мы хотели сказать, были услышаны. НАУФОР занимал во всем этом активную позицию.

По поводу независимых финансовых советников. Мы достаточно давно на этом рынке, имеем собственные наработки для того, чтобы наши финансовые советники вовремя давали рекомендации клиентам. Для того, чтобы это масштабировать, нам просто нужно немного больше времени. В эту сторону мы активно движемся.

Конечно, нас смущает то, что рынок не очень большой. По нашим расчетам, в России мы имеем одного финансового советника где-то на 72 тысячи человек, а в США этот показатель — где-то один советник на 1,5 тысячи. Пропорция 1 к 50.

Тем не менее, наработки у нас достаточно далеко продвинулись, мы их готовы масштабировать уже вниз, в этом направлении активно инвестируем, и в любом случае будем предлагать независимым финансовым советникам свою платформу. Мы видим в этом большой потенциал, большое будущее, и для нас не составит большого труда сделать этот шаг.

Екатерина Андреева. Могут ли советники прямо сейчас к вам обращаться за платформой, например, автоследования?

Олег Чихладзе. За платформой автоследования, которая является одной из компонент нашего общего модуля, который мы хотим предложить независимым финансовым советникам, они обращаться могут уже прямо сейчас. Но полноценный модуль для эдвайзера, где портфель составляется именно индивидуально под каждого

клиента, — это все все-таки вопрос ближайшего будущего.

Екатерина Андреева. Спасибо. Я сейчас хочу вас обрадовать тем, что вчера очень обрадовало меня. Я ехала в метро, мне начали звонить люди и говорить: знаешь, в реестре советников появился № 66, и это компания «Уралсиб – Стиль Жизни». Познакомьтесь, пожалуйста, Екатерина Сафронова, генеральный директор.

Катя, вы, наверное, сейчас претендуете на роль одного из крупнейших советников, которые не совмещают свою деятельность с брокерской. Специально не говорю слово «независимый».

Екатерина Сафронова. Добрый день, коллеги! Мне очень нравится понятие «соло-консультант».

Екатерина Андреева. Какой классный неологизм. Мне кажется, нужно его запомнить.

Екатерина Сафронова. Да, мне кажется, он наиболее применим к нашей деятельности. Да, мы действительно не совмещаем свою деятельность с брокерской деятельностью управляющей компании. Каждый должен быть уникален в своем роде. С другой стороны, мы являемся частью большой финансово-банковской группы.

Путь был непрост, это был, скорее, квест из серии «стань инвестиционным советником», вот как в известном анекдоте — стань из мышки ежиком. Учитывая, что по факту инвестиционным консультированием мы занимались в силу своей деятельности не один год, — то и закон мы, безусловно, приветствовали, и регулирование в этой области тоже приветствовали. Потому что это не только дает нам возможность настроить свою деятельность и свои процессы наиболее понятным и прозрачным образом, но это также дает защиту нашим клиентам, интересы которых мы, безуслов-



но, ставим впереди каких-либо еще интересов.

Семь месяцев занял у нас этот замечательный процесс. Как в русских сказках, трижды мы обращались в Центральный банк с тем или иным пакетом документов, и вот вчера действительно произошло это событие. Хорошо, что оно случилось, потому что это позволяет нам двигаться дальше. За это время мы очень много чего сделали внутри себя, и, в общем, к работе в новом качестве готовы.

Екатерина Андреева. Катя, расскажи, что вы видите для себя основными драйверами бизнеса в будущем и основными зонами улучшения.

Екатерина Сафронова. Основной драйвер (мы это обсуждали в мае и на конференции, и в рамках уже более узких дискуссий) — тот, что существующее нормативное регулирование будет развиваться. И те «серые» места, которые сейчас в нем существуют, будут закрыты.

Далее, мы сегодня много времени уделили вопросам технологического развития. Для нас это тоже безусловный драйвер, потому что это интенсификация нашей деятельности, это снижение доли человеческого ресурса. Автоматизация — это для нас, безусловно, элемент развития.

Что еще важно для нас? Конечно, изменения в 115-й закон.

Екатерина Андреева. Который уже прошел первое чтение.

Екатерина Сафронова. Для нас это очень важное событие. Я говорила на конференции в мае, что ПОД/ФТ для инвестсоветников, именно для советников, не совмещающих свою деятельность с брокерской или деятельностью управляющей компанией, — это terra incognita. Изменения в 115-й закон, который позволяет нашу деятельность, не имеющую объективно отношения к реальным деньгам клиента, вынести за пределы действия этого закона, — безусловно, позитив.

Какие у нас пожелания? Опять же возвращаясь к законодательному



полю, мне кажутся важными неконкурентные условия налогообложения деятельности инвестиционных советников. Налоговый кодекс в области НДС, к сожалению, на нас распространяется в полной мере: мы не являемся лицензируемым профучастником (там речь идет об исключении лицензируемой деятельности профучастников из-под действия налога на добавленную стоимость). Не имея лицензионного статуса, мы не входим в закрытый перечень профессиональных участников рынка ценных бумаг, имеющих право на исключение из-под налогообложения НДС.

Здесь мы надеемся, что НАУФОР проводит соответствующую работу, это трудная и большая задача. **Екатерина Андреева.** Максим Ставицкий, представитель компании «Финплан», она же «Андерида». **Максим Ставицкий.** Истоки нашей компании лежат именно в области финансового планирования, и мы всегда работаем очень в контексте клиентов. Например, роботизация и автоматизация — это нам не подходит, разве только в части подготовки решений, оценки рисков. Но с точки зрения фронт-офиса мы с каждым клиентом работаем по индивидуальному сценарию. Мы берем конкретную

жизненную ситуацию и разрабатываем для нее финансовое планирование. И уже после проведенного финансового планирования можем предложить инвестиционное решение.

На рынке имеется запрос на то, чтобы за финансовым планированием шло инвестиционное решение, и мы пошли за этим запросом. Никто не понимает потребностей клиента так хорошо, как финансовый советник.

. Для нас главная задача — найти риски и правильно, корректно, глубоко раскрыть суть этих рисков. И только после этого, уже на фоне реакции клиента мы подбираем инвестиционные решения. Так что вот.

Екатерина Андреева. Максим, у вас ведь достаточно большая компания, да? И она представлена в большом количестве регионов страны. Насколько сложно было такую структуру адаптировать под новое законодательство?

Максим Савицкий. Нашей компании более 10 лет. Помимо постоянно действующих финансовых консультантов, у нас есть еще образовательный институт, то есть мы сами же еще и подготавливаем кадры финансовых консультантов. Соответственно, сейчас стоит задача усилить это направление. Мы также готовим программу для обучения инвестиционных советников, будем поддерживать их и давать им формальные полномочия для работы на рынке. Мы проявляемся практически во всех регионах страны, нас действительно много, также у нас существует партнерская сеть, где мы также помогаем нашим партнерам набирать, образовывать и учить финансовых консультантов, теперь и инвестиционных консультантов.

Екатерина Андреева. Спасибо. Мне нравится тот факт, что у нас за столом присутствуют люди не только из Москвы. Константин из Питера, Игорь — человек мира, Максим приехал тоже из Питера, то есть география независимых советников достаточно широка.

Мне, когда прозвучали регионы, сразу захотелось подключить системообразующие банки. Но перед этим я хочу сделать плавный переход от относительно небольших игроков к очень большим, попросить Михаила Громова из компании «Открытие Брокер» прокомментировать, что принесло им новое законодательство, какие сервисы они смогли предоставить клиентам и что из этого получилось?

Михаил Громов. Спасибо. Новое законодательство принесло, с нашей точки зрения, больше порядка в индустрии, и мы очень рады, что рынок перехо-

дит в более цивилизованную стадию. Предыдущие панели конференции произвели очень сильное впечатление, потому что дискуссии дошли до тонких обсуждений сложных отношений между клиентами и компанией. Мы имеем международный опыт, мы видим, как сейчас развивается индустрия в России, и нам очень приятно, что все идет именно в сторону большей цивилизованности.

В плане того, что мы делаем. Брокерская составляющая у нас была давно, но буквально два месяца назад мы запустили полнофункциональное консультирование для сегмента прайвэт-банкинга. Мы полностью сделали инвестиционное профилирование, создали инвестиционный комитет, создали системы, инфраструктуру, собрали сильную команду. Поэтому весь спектр вопросов, которые обсуждаются на конференции, нас касается в полной мере.

Безусловно, мы ставим на первое место интересы клиента, и, безусловно, идем от риска к доходности, а не наоборот. Безусловно, мы следуем принципам диверсификации и хотим, чтобы клиенты росли вместе с рынком. И стараемся подводить клиентов к этому пониманию.

Екатерина Андреева. Спасибо. Это была ступенечка к большим банкам. Я хочу начать с правой руки: Евгений Коровин — представитель инвестиционного подразделения компании ВТБ. Евгений, хочется послушать, как тяжеловесы разворачивают бизнес в сторону клиента посредством продуктов инвестиционного консультирования.

Евгений Коровин. Добрый день, коллеги. У нас сервис инвестиционного консультирования был перезапущен уже в рамках нового регулирования в конце прошлого года. В апреле этого года был аккредитован робоэдвайзер и, в общем, эта услуга гармонично волилась в общую

платформу инвестиционных продуктов, которые предлагает «ВТБ Капитал Инвестиции».

Есть три основных продуктовых направления. Это, во-первых, брокер, где клиент самостоятельно управляет своим портфелем, ему нужна только высокотехнологичная, качественная платформа, которая дает доступ к рынку. Это, во-вторых, управляющая компания, где человек доверяет свои деньги профессионалам, управляющим его деньгами через паевые фонды, через доверительное управление. Третье направление — инвестиционное консультирование — находится посередине. Клиент участвует в управлении, но ему нужна профессиональная поддержка. Если это состоятельный клиент, то он работает с высокопрофессиональным инвестиционным консультантом, который помогает ему сформировать индивидуальную стратегию, помогает избежать стандартных ошибок при самостоятельном инвестировании, дает консультации по глобальному рынку, по инструментам.

Человек, который еще не перешел в разряд состоятельных или любит цифровые сервисы, может воспользоваться нашим робоэдвайзером, который доступен для совсем небольших чеков и помогает составить портфель тоже на основе инвестиционного профилирования. А дальше управлять и ребалансировать.

Сервис робоэдвайзинга более чем востребован. У клиентов есть потребность контролировать происходящее с их портфелем, участвовать в управлении, в каком-то смысле даже учиться управлять своими деньгами как раз с помощью того самого профессионального консультанта. Поэтому бизнес развивается. Думаю, что будем догонять Америку.

Екатерина Андреева. Какую долю планируете занять?



Евгений Коровин. Думаю, что будет кратный рост. По крайней мере, по этому году мы видим кратный рост бизнеса, при этом уровень проникновения в портфель клиента инструментов фондового рынка, в общем-то, пока еще остается низким. Поэтому, наверное, высокие темпы роста будут сохраняться.

Екатерина Андреева. Теперь слово получает Сергей Рыбаков, «Альфа-Банк». Тоже большая компания, но немножко отличается в подходах. Сергей, как это выглядит у вас и каков ваш взгляд на происходящее?

Сергей Рыбаков. У нас есть консультирование, сейчас оно представлено в

двух формах. Есть профессиональные инвестиционные советники, которые консультируют больших клиентов, предлагают им индивидуальные решения. Там все хорошо и с результатами, и с количеством клиентов, и с ростом бизнеса. Есть также программа автоконсультирования, она аккредитована, ее использует розница в отделениях. Там тоже все неплохо, сотрудникам она все больше и больше нравится, конверсия увеличивается и так далее. В следующем году, наверное, запустим программу автоисполнения, которую тоже аккредитуем и будем использовать. Тут ничего выдающего сказать не смогу.

Но хочется обратиться к представителям мегарегулятора и поднять большую тему, возможно, надоевшую, но раз уж меня пригласили за «круглый стол», то я подниму. Она касается закона о квалифицированных инвесторах, у которого все еще нет финальной стадии. Хочется еще раз попросить уважаемый Банк России, чтобы он рассмотрел возможность использования индивидуальной инвестиционной рекомендации от инвестиционного советника как инструмент снятия всех ограничений в части использования инструментов, разрешенных для неквалифицированных инвесторов. Мы не просим разрешать на основе ИИР

покупать инструменты для квалинвесторов. Но уж во всяком случае, если рекомендацию дал инвестсоветник, то может быть, неквалинвестору можно разрешить не проходить экзамен и не ограничивать его 50 тысячами рублей. Если инвестсоветник за него подумал. Все на этом. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Я, может быть, скажу сейчас, почему изменилась последовательность сессий нашей конференции. Это было связано с участием некоторых из нас в совещании...

Екатерина Андреева. То есть Алексея Викторовича...

Алексей Тимофеев. ...и Ольги Шишлянниковой... в совещании в Центральном банке по вопросам законопроекта о категоризации.

Мне кажется, что мы нашли общую точку зрения по поводу того, о чем ты, Сергей, говоришь. Мы надеемся увидеть в следующей версии проекта (будет ли нам предложена презентация или уже текст законопроекта) положение, освобождающее брокера от обязанности и оставляющее, таким образом, на его усмотрение проведение тестирования в том случае, если поручение дается на основании индивидуальной инвестиционной рекомендации. С той лишь оговоркой, что брокер в этом случае не освобождается от ответственности за нарушение правил тестирования. Иными словами, если брокер доверяет инвестиционному советнику, то на усмотрение брокера отдается вопрос, проводить ли еще раз тестирование клиента или нет. Надеюсь, что я правильно понял наших коллег из Центрального банка, на этот счет мы как будто бы нашли согласие.

Ведь конференция — это часть большой работы, которая ведется саморегулируемой организацией, это повод не только сверить часы, но также повод выяснить, то ли мы делаем, на том ли

фокусируемся. Например, я знаю, что для брокеров было большой проблемой разграничение сервисов инвестиционно-консультирования и похожих на него сервисов.

Для соло-советников, для специализированных советников, понятно, стоит вопрос о налогообложении, о применении ПОД/ФТ, о риск-менеджменте, об упрощенном бухгалтерском учете. Мы этим занимаемся. Но что еще должно быть сделано, например, для брокеров, совмещающих свою деятельность с инвестиционным консультированием? правильно ли мы понимаем проблемы соло-консультантов? Эта конференция — одна из возможностей обратить внимание саморегулируемой организации на то, что нам следует делать.

Сергей Рыбаков. После такого сообщения хочется сказать: побольше конференций НАУФОР, хороших и разных. Просто огромное спасибо.

Екатерина Андреева. Даже не знаю, что может сейчас прозвучать более оптимистично.

Алексей Тимофеев. Плохую новость тоже могу сказать. Заходила речь об НДС, со стороны министерства финансов пока отрицательная позиция по этому поводу. На нашей стороне Центральный банк. Будем продолжать работать в этом направлении, но вот сейчас пока мнение Минфина относительно освобождения услуг соло-советников от НДС, скорее, отрицательное, чем положительное.

Екатерина Андреева. Я хочу вернуться к Кириллу Фатееву, который, как мне показалось, не все сказал про свое видение развития сервисов, коллаборации и новых видов программ.

Кирилл Фатеев. Мы были одними из первых, кто подавал документы на аккредитацию нашего первого ПО, это был просто робоэдвайзер. За этот год, совместно с коллегами из НАУФОР

и Центрального банка, мы провели большую работу по согласованию нашей позиции и позиции регулятора. Первоначальную версию программы мы понимали как сервис, который помогает клиентам собрать начальный портфель. Если клиент новичок на рынке, то ему нужно подсказать, как собрать максимально надежный и спокойный портфель. А если рынок 10 лет подряд растет, то клиент обычно смотрит на растущий график и покупает одну-две растущие акции. Соответственно, первая версия робоэдвайзера, которую мы аккредитовывали, в первую очередь решала эту проблему. У коллег из Центрального банка были замечания по поводу того, что мы клиентам не подсказываем, что делать с портфелем дальше.

Тут возникают две проблемы: клиенту нельзя навязать наше видение того, как инвестировать. Мы можем только подсказывать в рамках инвестиционного консультирования (особенно, когда сервис реализован на брокере, а не в рамках доверительного управления). Мы для себя выработали двоякую историю: оставили первую программу, которую делает робоэдвайзер, именно с точки зрения сбора портфеля после определения инвестиционного профиля клиента, внесли улучшения в анкету определения инвестиционного профиля.

Но тут надо очень аккуратно двигаться, поскольку каждый новый вопрос, который не очень комфортен клиенту, приводит к снижению конверсии. Мы, например, более явно стали спрашивать клиента: «А какие у вас сбережения?». После этого вопроса количество тех клиентов, кто продолжает проходить анкетирование, падает на 15%. Добавить еще 5-10 таких вопросов, и все уйдет опять в серую зону, непонятные люди будут собирать портфели из бумаг западных компаний, а наша

индустрия не будет расти и привлекать клиентов.

Так что недавно мы запустили второе приложение (решили аккредитовать его отдельно), — именно то, которое позволяет клиенту понять, что происходит с его портфелем. Мы очень трепетно стараемся, чтобы клиент понимал, что происходит с его портфелем. Поэтому пытаемся делать такие сервисы, которые, с одной стороны, дают клиенту упрощение, с другой стороны, клиент понимает, исходя из чего мы советуем.

Примерно месяц работает наш новый сервис портфельной аналитики. Клиент, заходя в приложение, может увидеть распределение по активам, распределение по отраслям, по компаниям, по валютам. И в рамках разговора об активах и отраслях мы говорим клиенту, насколько диверсифицирован его портфель. По 10-балльной шкале, в соответствии с рыночным бенчмарком определяем, как клиент сейчас инвестирует — на единичку, на пятерочку или на десятку. В соответствии с этим советуем клиенту докупить либо облигации, либо капитал не волатильных, а более спокойных секторов, например, потребсектора.

Конечно, хотелось бы, чтобы эти сервисы жили в синергии с законом о категоризации. Потому что, когда наш робот что-то советует, а клиент ничего из рекомендованного списка купить не может — это достаточно странно. Спасибо.

Екатерина Андреева. Олег, дополнишь?

Олег Чихладзе. Если говорить о наших сервисах, то мы представлены в двух сегментах, в частности, консультируем крупных клиентов. После того, как закон о рекомендациях вступил в силу, мы стали двигаться в сторону отраслевых стандартов (это так же организова-

но на Западе). То есть от выдачи клиенту отдельных рекомендаций мы стали двигаться к тому, что строим клиенту финансовый план. В итоге составляем портфель из широко диверсифицированных инструментов, чтобы у клиента не было отдельной экспозиции и портфель состоял не из 5 или 10 бумаг, а из бумаг широко диверсифицированных секторов.

Предложив этот продукт верхнему сегменту клиентов, мы хотим теперь его масштабировать вниз, но тут наткнулись на то, что закон о категоризации отсекает многих клиентов от возможности получить широкую диверсификацию. Хотя, конечно, десять бумаг все-таки лучше, чем две бумаги.

Мы бы хотели, чтобы розничный инвестор, самый незащищенный в плане долгосрочных накоплений, как раз снижал свой маркет-риск через широкую диверсификацию, через доступ к инструментам, которые это позволяют сделать недорого. Потому что диверсифицироваться дорого в России возможность есть, а сделать это недорого могут только обеспеченные клиенты.

115-й ФЗ — это наша боль. Он не дает возможности удобно масштабировать наши сервисы для розницы, через сервисы автоконсультирования и автоисполнения, для использования независимыми эдвайзерами, которых мы, надеемся, будет все больше и больше. Собственно, мы на это делаем ставку, и хотели бы, чтобы законодательные барьеры не отсекали всех этих эдвайзеров, потенциально возможных.

Надеемся на поддержку НАУФОР, которая, в общем-то, является нашим провайдером, нашим связующим звеном с регулятором.

Екатерина Андреева. Спасибо, Олег. Я как в некотором смысле организатор этой конференции уже начинаю задумываться о следующем мероприятии, которое состоится через год.

И хочу предложить присутствующим: давайте сделаем прогноз на год. Выскажем пожелания, которые, возможно, еще пока не прозвучали, что, собственно, хотелось бы за этот год поменять, чтобы всем было хорошо и все цветы росли.

Константин, начинай.

Константин Балабушко. Да, спасибо. Прогнозы тяжело строить, если честно, а вот пожелания точно есть. По поводу категоризации хотел бы закинуть как идею для обсуждения, что, наверное, персональный контакт всегда позволяет и консультанту, и инвестору глубже раскрыться. И хорошо было бы создать для этой связки какое-то преимущество. Если клиент имеет статус неквалифеста, но реально работает с персональным консультантом, то консультант, будучи индивидуальным предпринимателем, отвечает головой за все. И раз уж он берет на себя ответственность, то почему бы ему не получить за это какое-то преимущество. Это давало бы новому институту и динамику, и реальное небольшое преимущество перед большими игроками. Мне кажется, стоит это обсудить. Это первое.

Второе: во всех предписаниях Центрального банка (это тоже для обсуждения) есть такой момент, что любая рекомендация должна быть либо за живой подписью, либо за электронно-цифровой. Если бы можно было пользоваться только простой цифровой подписью, это было бы проще...
Екатерина Андреева. Так рекомендация это и есть простая электронная подпись, Костя.

Я вам больше скажу. Коллеги, если вдруг кто-то еще не позвонил мне по этому поводу, а сама я пока не рассказала: на сайте НАУФОР размещено специально полученное на эту тему разъяснение Банка России, на получение которого лично я потратила



два месяца в прошлом году для того, чтобы максимально облегчить тот процесс, о котором сейчас говорит Константин. Огромное количество людей на практике делают следующим образом. Поговорили по телефону, дальше следует фраза: «А теперь я тебе пришлю по электронной почте рекомендацию, лови». Есть такая возможность, на эту тему есть официальное разъяснение Банка России, оно висит на сайте НАУФОР. Когда вы нажимаете кнопочку «Sent», с вашего авторизованного адреса электронной почты уходит mail клиенту, и отправка этого mail с авторизованного адреса считается подписанием рекоменда-

ции простой электронной подписью. Пожалуйста, посмотрите в разделе «Регулирование» на сайте НАУФОР. Если не найдете, позвоните нам, мы скажем, где посмотреть.

Константин Балабушко. И еще один момент, по поводу эдвайзер-fee. Было бы неплохо, мне кажется, если бы эта информация появилась в брокерских отчетах клиентов. Было бы очень прозрачно для клиента понимать, где и за что он платит, за какую именно услугу — за доверительное управление, за брокерскую сделку, конкретно за совет.

Екатерина Андреева. Это к вопросу об интеграции с брокерскими платформами.

Константин Балабушко. Да, да. В этом направлении тоже интересно двигаться. И немного о том, к чему бы хотелось прийти за этот год. На панели уже было сказано об желательном освобождении ИП от НДС, от необходимости иметь контролера в штате. Но все-таки организационно-правовой статус ИП — это первоначальная стадия. У меня такие же пожелания и для статуса ООО. Все это хотелось бы воплощать в жизнь. И если все это сделать за год — то это прямо то, что надо.

Екатерина Андреева. Записано. **Игорь Вагизов.** Мне кажется, индустрия финансового консультирования будет

развиваться в направлении именно перевода клиентов от продуктового подхода к подходу консультативному. Не секрет, что большинство банков продает так: продукт запускается и предлагается всем клиентам, независимо от профиля клиента, его пожеланий, благосостояния и количества иждивенцев. Это первое.

И второе. Это не пожелание к НАУФОР. Тем не менее, стоит просто отметить, что в этом году сделаны определенные шаги в либерализации валютного законодательства, и это очень важно для эдвайзеров, которые ведут международные счета россиян. Потому что очень сложно работать, когда у человека есть портфель облигаций и он их не может реализовать на международном счете. Хотя международный счет открыт по всем правилам и по всем законам. Вот сейчас мы видим сдвиги в этом направлении. Мне бы хотелось, чтобы этот тренд продолжился. Спасибо.

Екатерина Андреева. Кирилл, подытожишь?

Кирилл Фатеев. Если говорить про комиссию, то мне кажутся вполне состоятельными две модели. Мы изначально приняли решение не брать пока отдельную комиссию за эдвайзери, работаем в рамках брокерских комиссий. Почему? Очень просто. Пока индустрия только зарождается, объяснять каждому клиенту, что является инвестиционным консультированием, а что просто брокерской сделкой, достаточно сложно. Для индивидуальных предпринимателей это более понятная история, но это понятно для 100, для 200 клиентов. А когда клиентов уже 1 миллион, то достаточно проблематично каждому объяснять тарифы. Мы их всегда пытаемся сделать максимально простыми. На этапе роста и становления индустрии вариант суперпростых комиссий мне кажется оптимальным.

Екатерина Андреева. Спасибо Женя? **Евгений Коровин.** Я думаю, что в части регулирования и нормотворчества основные моменты сегодня уже были озвучены, вряд ли я что-то добавлю. Но, думая о 2020 годе, я думаю, что он будет очень непростым в части рынков. Если в этом году нужно было умудриться, чтобы потерять, то в следующем году все будет не так просто. Поэтому я хочу пожелать всем инвестиционным консультантам — и людям, и роботам — чтобы они давали клиентам качественный сервис. А клиенты их чтобы чувствовали себя спокойно и использовали те возможности, которые неизбежно открываются в моменты, когда на рынках растет волатильность, для того чтобы приумножать свой капитал. А не бегали в панике или закрывались по стоп-лоссу.

Екатерина Андреева. Очень хорошо понимаю, о чем ты говоришь. Так классно давать советы брокерским клиентам, когда рынок растет. Когда нефть росла с \$20 за баррель до \$120 — вообще классный был период. Просто покупал все подряд.

Но нас действительно ждет серьезный проверочный год. Клиент всегда считает, что удачную идею придумал он сам, а вот неудачную придумал советник. Следующий год, думаю, будет очень показательным в плане турбулентности рынков. Поэтому через год у нас может состояться очень интересная показательная дискуссия. Михаил?

Михаил Громов. Отвечая Константину и Игорю, хотел сказать, что у нас выделен не только эдвайзери-fee, но и success-fee, и брокеридж-fee, и вообще все прозрачно. Мне кажется, что прозрачную отчетность обеспечить проще, чем сложные объяснения.

Насчет того, что можно было бы еще сделать в смысле регулирования, назову два пункта, они частично уже сегодня обсуждались.

Например, вопрос изменения риск-профиля. Предположим, клиент прошел инвестиционное профилирование, получил результат. Смотрит на этот результат и говорит: «Подождите, подождите. Дайте-ка, я еще раз отвечу на некоторые вопросы». Потом пришел на следующий день, еще что-то поменял. Через день пришел снова что-то подправить. Насколько было бы правильно ограничивать количество таких изменений или просто их хотя бы учитывать? Потому что, если человек постоянно меняет свои позиции, то тут объективность в отношении определения его настоящего риск-профиля становится спорной.

Второй момент касается инвестиционного профиля и возможности сейчас делать несколько инвестиционных профилей на одного человека. В принципе, все можно реализовать через один инвестиционный профиль, а целеполагание изложить внутри. То есть, если у человека имеется несколько целей, то можно эти цели реализовать внутри совокупного риск-профиля. Логически можно представить, что если человек имеет отношение к риску, то оно одно. Но если у него достаточно денег, то небольшую их часть он может вложить во что-то рискованное и это не нарушит его совокупную картинку риска. Мне кажется, это более гармоничный вариант. Спасибо.

Екатерина Андреева. Спасибо, Женя.

Евгений Коровин. Отвечая, во-первых, Фатееву Кириллу, который сказал, что пока консультантов мало, не имеет смысла делать для них платформу. Тут вопрос, что вначале — курица или яйцо? Может быть, советники не регистрируются именно потому, что понимают: технически им придется чуть ли не по телефону сопровождать клиента при открытии сделок, или водить его в брокерскую

компанию, или (в лучшем случае) делать автоконсультирование (но оно требует вложений). Может быть, если бы появились платформы, которые позволяют небольшим консультантам работать, это бы привело как раз к росту количества советников. И они бы включались в реестр, потому что понимали, как могут работать.

Что касается НДС. Если Минфин России так отрицательно смотрит на обнуление НДС для инвестиционных советников, то, может, он все-таки разрешит нам использовать упрощенную систему налогообложения? Это будет, по крайней мере, для небольших участников отличным вариантом.

Ну, и касательно того, что мы ждем на следующий год. Наверное, мы в следующем году впервые столкнемся с проверками НАУФОР, возможно, Центрального банка. Желаю всем успешно пройти эти проверки. Спасибо.

Екатерина Андреева. Столкнетесь.

Алексей Тимофеев. Похоже, в случае тупика в дискуссии об НДС придется идти именно по пути упрощенки. Чтобы добиться похожего, по крайней мере, результата.

И да, проверки. Мы уже обращаем внимание на рекламу наших членов в интернете, иногда она вызывает у нас желание уточнить, задать вопрос. Обратите внимание на это. Саморегулирование — это и надзор, проверки будут, и некоторые из них будут спровоцированы вашими собственными действиями. Мы полагаем, будем за этим следить для того, чтобы члены саморегулируемой организации выгодно отличались от нечленов саморегулируемых организаций.

Екатерина Андреева. Сергей.

Сергей Рыбаков. В части бизнеса больших банков, уверен, в 2020 году все будет хорошо. Особенно после сообщения о том, что регулятор услышал нас в части закона о квалах.

А вот в части бизнеса небольших независимых инвестиционных советников мне хочется предложить ЦБ подумать над двумя пунктами.

Пункт № 1 — рассмотреть возможность, чтобы в качестве инвестиционных советников могли работать физические лица в статусе самозанятых. Пункт № 2 — рассмотреть в качестве альтернативы контролеру, который должен взаимодействовать с инвестсоветником, например, наличие сертификата CFA. Мне кажется, что такой сертификат — более надежная вещь, чем, в общем, полуформальный контролер.

Думаю, что при одновременной легализации этих двух инициатив — самозанятое физлицо и сертификат CFA вместо контролера — мы сможем поднять из «серой» области немалое количество бывших аналитиков, трейдеров и сейлзов. Которые сейчас неофициально консультируют своих бывших клиентов десятилетиями и не собираются переходить в статус инвестконсультанта, с учетом существующих ограничений.

Екатерина Андреева. Спасибо, я стараюсь в эти моменты не смотреть выразительно на тех людей, которые именно сейчас этим занимаются. Но я думаю, что они меня услышат и пойдут в официальный реестр. Максим.

Максим Волков. Спасибо большое. Могу поделиться планами, что конкретно мы будем делать в будущем году. Мы усилим работу в направлении именно раскрытия информации — не только по рискам, но и по портфельным метрикам. Потому что в этом году сложилась достаточно активная тенденция — в нашу компанию, хотя мы это никогда не рекламировали, стали обращаться за вторым мнением. Люди приходят с существующими портфелями, как правило, из банковского сектора, и просят нас этот портфель

прокомментировать. Потому что им непонятно, как он был сложен, а в рекомендациях не даются профессиональные портфельные метрики.

А мы умеем делать профессиональные портфельные метрики. Крупные игроки не станут терять клиентов, если будут более внимательно относиться к их запросам и понимать, что те уже имеют некоторый инвесторский опыт. Потому что с нами клиенты зачастую разговаривают уже на общем профессиональном языке. Кстати, когда мы составляем второе мнение, то замечаем, что и вопросы рисков недостаточно раскрываются.

Екатерина Андреева. Вот НАУФОР придет с проверкой и посмотрит. Спасибо, Максим. Катя.

Екатерина Сафронова. Я всех внимательно слушала. Про риски проговорили, про нормативную недостаточность поговорили, технологии, понятно, в стадии становления. А я хочу пожелать рынку, чтобы он осознал институт инвестиционного советника как ценность. Как услугу, нужную нашим клиентам. Поверьте мне, мы работаем с физическими лицами очень давно. Для них действительно важно понимать, что рядом находится профессионал, обладающий всеми необходимыми квалификациями, которому они могут доверять. А если что-то пойдет не так, то этот профессионал регулируется должным образом, и есть, в конце концов, управа на него в лице саморегулируемой организации. А если дело дойдет до драки, то и в лице Центрального банка. Чтобы мы осознали это как ценность.

И, осознав самих себя как ценность, мы сможем совместными усилиями, вместе с саморегулируемой организацией и при поддержке мегарегулятора решить все наши вопросы с рисками, с наличием/отсутствием отдельной комиссии за эдвайзинг, развить все наши технологии должным образом и



сделать эту индустрию действительно значимой для рынка. И тогда нас будет не 66, как сегодня, а несколько тысяч.

Екатерина Андреева. Катя, спасибо большое.

Коллеги, мы сейчас будем завершать. У нас есть сложившаяся традиция: если вы заметили, справа от меня сидит скромный человек, зовут его Алексей Кучерявенко. Ценность его очень велика по одной простой причине: как вы все знаете, советники являются предметом надзора Департамента рынка ценных бумаг и товарного рынка Банка России, а

Алексей — начальник управления регулирования деятельности профучастников. Наша сложившаяся практика — всегда предоставлять Алексею слово в конце. Чтобы Алексей, послушав представителей рынка, прокомментировал то, что услышал.

Алексей, тебе завершающее слово. **Алексей Кучерявенко.** Катя, спасибо. Коллеги, добрый день. Начать свой комментарий хотел бы с того, что ровно год назад в этом же зале настроение было несколько другим. Было больше обеспокоенности, легкой тревоги. Сегодня все люди с улыбками на лицах предлагают друг другу

услуги, обмениваются контактами, ждут кратного увеличения клиентов. То есть, в принципе-то, все хорошо. Темпы, которыми мы идем в развитии, крайне высоки. Думаю, мало кто год назад мог даже себе представить, что в ноябре следующего года первое чтение пройдут изменения в 115-ФЗ. Это, в общем, близко к подвигу. Пока не получилось того же с Налоговым кодексом, но мы усилия совместно с НАУФОР не останавливаем. Надеюсь, все получится.

Что касается регулирования, которое лежит непосредственно в сфере Банка России. Я услышал много пред-

ложений, но часть из них (я вот даже себе ставил галочки) мы уже реализовали, — в частности, в базовых стандартах. В общем, мы вас слышим, мы идем вместе с вами.

На следующий год в плане регулятора стоит подготовка нормативного акта по системе внутреннего контроля. Как обычно (это уже сложившаяся практика), мы его будем разрабатывать совместно и с саморегулируемыми организациями, и с рынком. Мы понимаем, что определенные требования, конечно, надо адаптировать под масштабы деятельности, под организационно-правовую форму «индивидуальный предприниматель».

При этом, как я уже говорил, очень много вопросов связано с тем, что мы не хотели бы допускать арбитража в регулировании. Потому что тот самый инвестиционный советник, который имеет организационно-правовую форму индивидуального предпринимателя, потенциально может иметь штат из 30 человек. А другой человек выбрал организационно-правовую форму ООО. При этом работает один: он и дает консультации, и является главным бухгалтером, и так далее. Но это юрлицо. На него должны тогда в полный рост распространяться требования по системе внутреннего контроля. Мы думаем об этом, рассматриваем разные варианты. Обязательно вместе с вами, когда начнем детально обсуждать положения проекта, рассмотрим все ваши пожелания.

Что касается количества инвестиционных профилей. Вопрос мы обсуждали достаточно долго на комитете. Екатерина подтвердит...

Екатерина Андреева. Подтверждаю.

Алексей Кучерявенко. ...и более того, у меня было полное ощущение, что наличие нескольких инвестпрофилей —

это строго желание рынка, что это сложившаяся практика, что так удобнее работать. Мы не увидели на тот момент рисков для клиентов, поэтому пошли вам навстречу.

Давайте теперь посмотрим, как работает наше регулирование. Успешно завершен первый этап его формирования: есть закон, есть нормативные акты Банка России. Комитетом принят стандарт, надеюсь, в ближайшее время он будет утвержден. То есть мы прошли первый круг. Есть предложение на этом временно остановиться и посмотреть, как работает созданная система, какие в ней существуют проблемы. Одновременно мы готовы вас слышать в текущем режиме, если какие-то акты мы разрабатываем, то давайте их совместно обсуждать.

У нас, по сути, осталась только одна нереализованная компетенция — установление требований к программам по инвестиционному консультированию. Но тут регулятор тоже должен, во-первых, внутри себя понять, какие именно требования хотел бы установить, во-вторых, обсудить это с рынком, и, в-третьих, понять временные ориентиры, которые мы для этого себе возьмем.

Тут, по моему мнению, очень важно не поторопиться, потому что на текущий момент регулирование уже позволяет рынку работать. Создавать лишнюю регуляторную нагрузку у нас в планах нет.

Дайте нам чуть-чуть со всем этим пожить и решить возникшие проблемы.

Екатерина Андреева. И встретимся здесь через год
Алексей Кучерявенко. Да. Пока будем наблюдать, как все работает. Регулятор всегда готов услышать предложения рынка, даже если нет повода в виде работы над конкретным проектом. Спасибо.

Екатерина Андреева. Коллеги, спасибо вам большое еще раз, что пришли. Мы завершаем. До новой встречи через год с новым настроением. ■

С 1 января 2020 года вступают в силу внутренние стандарты НАУФОР для управляющих компаний: Стандарт деятельности управляющих компаний и изменения в Стандарт порядка определения СЧА ПИФ

Стандарты: о деятельности УК и определении СЧА ПИФ

ПОДРОБНО РАССКАЗЫВАЕТ ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ НАУФОР Илья Ванин

1. Насколько появление обязательных единых стандартов для УК меняет общую архитектуру их деятельности и нормативно выстраивает эту инфраструктуру?

— Нельзя сказать, что появление стандартов приведет к кардинальному изменению деятельности УК. В том или ином виде УК и так занимались работой по предотвращению конфликта интересов и управлением рисками. При этом, являясь в первую очередь рамочным документом, стандарты послужат упорядочиванию данной работы во всех компаниях отрасли. Кроме того, появившееся требование о соответствии состава и структуры активов названию фонда (стандарт 2), позволит избежать введения клиентов в заблуждение и в большей степени соответствовать их ожиданиям от управления.

2. Какие сложности вы видите в имплементации положений документов, вступающих в силу с 1 января? Для каких категорий фондов, а также для каких компаний (крупных, небольших) они действуют?

По нашему мнению, внедрение стандартов в отношении предотвращения конфликта интересов и управления рисками не должно вызвать значительных сложностей для УК. Как и говорилось выше, речь скорее идет об упорядочивании уже проделанной ранее работы по этим направлениям. Что касается стандартов названия паевого фонда и информирования о рисках, то в данном случае речь идет о внесении изменений в Правила доверительного управления путем их регистрации в Банке России. Это вызвало определенные сложности, особенно для закрытых фондов, поскольку внесение таких изменений было связано с проведением общего собрания владельцев инвестиционных паев. В связи с этим в декабре в стандарт были внесены изменения, которые продлили срок внесения изменений в части информирования о рисках до 1 апреля 2020 года; кроме того, исключили такую обязанность для закрытых фондов, зарегистрированных до вступления стандарта в силу.

3. Распространяются ли стандарты (в части конфликта интересов и так далее) на компании, не являющиеся УК, но обладающие лицензией ДУ?

— Нет, для таких компаний, являющихся профессиональными участниками рынка ценных бумаг, существуют свои стандарты деятельности, в том числе по предотвращению конфликта интересов.

4. Есть ли планы разработать методические документы к отдельным положениям стандартов?

— Что касается стандартов деятельности УК, то нет, на наш взгляд, дополнительных методологий не потребуется. Наиболее остро стоял вопрос с соответствием названия фонда и его инвестиционной декларации, мы выпустили соответствующие разъяснения информационным письмом. В настоящее время более остро стоит вопрос подготовки методических рекомендаций для стандарта расчета СЧА, поскольку ряд компаний, особенно небольших, столкнулись с трудностями при самостоятельном описании методов оценки ряда активов в Правилах расчета СЧА. В ближайшее время НАУФОР вместе с участниками рынка организует совместную с Банком России работу для подготовки соответствующих методических рекомендаций.

5. Должны ли были компании полностью пересмотреть инвестиционные декларации? Какие сложности возникали?

— Тут было две проблемы. Первая связана с названием фондов, вторая — с уведомлением о рисках, поскольку этот раздел в Правилах ДУ также относится к инвестиционной декларации. В первом случае — да, в случае указания в названии фонда на конкретный вид активов, УК требуется соответствующим образом отразить это в инвестиционной декларации (либо изменить название). Это требует ее переработки и последующей регистрации изменений в Банке России. Что касается второго случая, то это автономный

Стандарт деятельности управляющих компаний включает в себя основные принципы саморегулирования в отношении деятельности управляющей компании и содержит следующие главы:

1. Предотвращение конфликта интересов,
2. Стандарт названия паевого инвестиционного фонда,
3. Управление рисками управляющей компании,
4. Информирование клиента о рисках.

Стандарт был утвержден Советом директоров НАУФОР 26 апреля 2019 года и вступил в силу с 1 января 2020 года. На том же заседании Совета директоров было принято решение об отсрочке вступления в силу главы 2 до 1 апреля 2020 года, а в конце 2019 года были приняты новые изменения, согласно которым срок вступления в силу главы 4 (требующей внесения изменений в инвестиционные декларации фондов в части информации о рисках) был перенесен на 1 апреля 2020 года. При этом указанная обязанность была исключена для ЗПИФ, правила доверительного управления которыми зарегистрированы до 1 января 2020 года.

Стандарт порядка определения СЧА паевого инвестиционного фонда и стоимости инвестиционного пая устанавливает общие принципы, которые могут быть применены УК при определении СЧА ПИФ. Стандарт начал действовать с 1 января 2018 года. В 2018 и 2019 годах в документ были внесены изменения, последние из которых, утвержденные 30 сентября 2019 года, вступили в силу с 1 января 2020 года. Эти изменения касаются, в том числе, методики определения справедливой стоимости активов.

раздел инвестиционной декларации и значительной переработки в этом смысле не требуется.

6. В чем состоит сложность реализации пунктов стандартов, связанных с названием фондов, решены ли спорные вопросы или потребуются дополнительные консультации или решения?

— В первую очередь сложность состояла в том, что было не до конца ясно, какие конкретно случаи попадают под действие стандарта и требуют изменения названия фонда или инвестиционной декларации. Это вызывало вопросы. Мы выпустили информационное письмо, которое помогло прояснить эту ситуацию, также точно ответили на запросы некоторых компаний. В целом понимание требований стандарта уже появилось. Возможно, какие-то отдельные случаи непонимания еще остались, мы готовы будем их обсудить в индивидуальном порядке, чтобы УК успели привести деятельность в соответствие стандарту до 1 апреля текущего года.

7. Какие еще внутренние документы должны пересмотреть или утвердить компании в целях соответствия стандартам?

— Нет, основные документы касаются только конфликта интересов и управления рисками, а также Правил ДУ.

8. Насколько усложняется организация контроля за конфликтом интересов, каким образом НАУФОР будет определять наличие нарушения стандартов в этой части?

— Как говорилось выше, для УК она скорее не усложняется, а упорядочивается. Что касается контроля со стороны НАУФОР за соблюдением соответствия стандарту, то сейчас разрабатывается соответствующая методика, по которой будет осуществляться контроль.

9. Стандарты содержат определенные исключения для ЗПИФ, связанные с проведением решений через общие собрания; могут ли эти требования в дальнейшем быть отсрочены или исключены?

— Исключения для ЗПИФ были внесены по объективным причинам, поскольку требовали проведения достаточно трудоемкой (особенно в случае большого количества владельцев паев) процедуры созыва общего собрания, это также могло привести к появлению права на досрочное погашение инвестиционных паев у тех пайщиков, которые проголосовали против данного решения. Это, по нашему мнению, было бы экономически не совсем обосновано. В остальном внесение изменений в стандарт на данный момент не планируется. При этом НАУФОР всегда ищет возможности учесть интересы и

потребности участников рынка. Так что в случае возникновения объективных причин для внесения изменений они будут учтены.

Из разъяснения НАУФОР о применении Стандарта определения СЧА от 24 декабря 2019 года:

- Стандарты устанавливают общие принципы, которые могут быть применены управляющими компаниями при определении справедливой стоимости активов. Стандарты не содержат исчерпывающих методов, которые могут быть применены управляющими компаниями в каждом конкретном случае, а также подходов к их выбору и применению. Такие методы и подходы должны быть разработаны управляющими компаниями самостоятельно, в зависимости от вида и качества конкретных активов, полученных рекомендаций и предписаний Банка России, и, по согласованию со специализированным депозитарием, внесены в Правила СЧА. При этом Стандартом (глава 5) предусматривается, что правилами СЧА могут устанавливаться иные, в том числе не соответствующие Стандартам, методы определения справедливой стоимости активов. В этом случае необходимо дополнительное уведомление НАУФОР.
- При подготовке методик определения справедливой стоимости активов, находящихся в управлении управляющих компаний, для включения в Правила СЧА рекомендуем руководствоваться комментариями, данными сотрудниками Банка России на встрече с представителями управляющих компаний и специализированных депозитариев 23 декабря 2019 года (запись доступна на сайте НАУФОР по ссылке <https://naufor.ru/1k/tree.asp?n=18423>). Кроме того, на первый квартал 2020 года запланирована подготовка методических рекомендаций НАУФОР по этому вопросу.
- В случае невозможности своевременного приведения правил СЧА в соответствие с требованиями Стандарта, в том числе, по причине затруднения при самостоятельной разработке необходимых методик определения справедливой стоимости активов, необходимо предоставить в НАУФОР соответствующее письмо с указанием причин и предполагаемых сроков приведения в соответствие. В этом случае будет рассмотрена возможность временного неприменения дисциплинарных мер со стороны НАУФОР». □



Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Обновление индекса

Рост российских индексов в 2019 году превзошел показатели ведущих мировых фондовых индикаторов

Российский рынок акций в 2019 году заметно вырос и обновил исторический максимум по индексу МосБиржи благодаря как внешнему позитивному фону (сформировавшемуся за счет перехода мировых центробанков к стимулирующей денежно-кредитной политике), так и снижению страновых рисков для России.

В истекшем году на второй план отошли санкционные риски, с другой стороны, сильные макроэкономические данные (положительное сальдо торгового баланса, профицитное исполнение бюджета, рост золотовалютных резервов) улучшили кредитные качества РФ.

Долларовый индекс РТС по итогам года вырос на 44,9% — до 1548,92 пункта, при этом повышение индекса МосБиржи за счет почти 13%-го укрепления рубля к доллару было более скромным — на 28,6% (индикатор достиг 3045,87 пункта). Для сравнения рост американских фондовых индексов за год составил 22-35%, европейские фондовые площадки прибавили в долларовом выражении 10-28%, японский Nikkei 225 вырос на 19%, гонконгский Hang Seng — на 10,2%, китайский CSI 300 — на 33,5%, австралийский S&P/ASX200 — на

19,6% (изменения пересчитаны в долларовом эквиваленте).

Спрос на активы ЕМ и снизившиеся санкционные риски толкали вверх акции РФ в начале года

Рынок акций РФ начал 2019 год с бодрого роста вслед за мировыми фондовыми площадками и нефтью на ожиданиях прогресса в торговых переговорах США и Китая, сокращения добычи сырья странами ОПЕК+, а также снятия санкций Минфина США с «РусАла» и En+ Group. При этом индекс МосБиржи уже в январе стал обновлять свои исторические максимумы.

Мировые рынки капитала в начале года поддерживали новости о возобновлении переговоров по торговым взаимоотношениям между США

и Китаем (президент США Дональд Трамп заявил, что переговоры с Китаем идут очень хорошо), а также сообщения о том, что китайское правительство готово поддержать экономику страны путем расширения масштабов снижения налогов, увеличения госрасходов, поддержки финансирования малого и среднего бизнеса, стабильности юаня и продолжения гибкой денежно-кредитной политики.

Определенную поддержку рублевым активам в конце января оказало снижение санкционных рисков после того, как ОФАС (подразделение Минфина США, отвечающее за правоприменение в области санкций) исключило «РусАл», Еп+ и «Евросибэнерго» из санкционного списка, где они находились с 6 апреля 2018 года. Санкции с компаний были сняты за день до полномасштабного вступления в силу. В итоге индекс МосБиржи с начала 28 января обновил исторический максимум, поднявшись выше 2502 пунктов, а затем 6 февраля индикатор вплотную подобрался к отметке 2552 пункта.

Локальная февральская коррекция

Откат рынка акций усилился 7 февраля на фоне общемировой коррекции. Снижение индексов МосБиржи и РТС на 1,2-1,3% стало максимальным с начала года, однако индикаторы смогли удержать важные психологические рубежи 2500 и 1200 пунктов, соответственно. Европейская комиссия (ЕК) ухудшила оценку роста ВВП еврозоны на 2019 год до 1,3% на фоне неопределенности в отношении процесса выхода Великобритании из Евросоюза и замедления темпов роста экономики Китая. Прогноз на 2020 год был понижен до 1,6% с 1,7%. Кроме того, на мировых рынках возросли опасения по поводу торговых переговоров США и Китая.

Вместе с тем вторая декада февраля началась с умеренного роста на новостях о повышении рейтинговым агентством Moody's странового рейтинга России до инвестиционного уровня «Ваа3» со «стабильным» прогнозом. «Повышение рейтингов России отражает положительное влияние политики последних лет, направленной на укрепление и без того устойчивых государственных финансов и внешних показателей РФ, а также на снижение уязвимости страны перед внешними потрясениями, включая новые санкции», — отметили аналитики Moody's. При этом «стабильный» прогноз учитывает равновесие повышательных и понижательных кредитных рисков.

Ближе к середине февраля рынок акций РФ вновь развернулся вниз и поставил новый рекорд падения индексов с начала года под давлением возросших санкционных рисков, при этом локомотивом падения выступили бумаги финансовых компаний во главе со Сбербанком. Газета «The Financial Times» сообщила, что представители США и ЕС близки к тому, чтобы согласовать санкции против России в ответ на инцидент с задержанием украинских моряков и кораблей в Керченском проливе. Кроме того, группа сенаторов США представила законопроект, предусматривающий введение дополнительных санкций против РФ в ответ на «российское вмешательство в работу демократических институтов за рубежом», а также за связанные с украинским кризисом события.

Вместе с тем опубликованный 27 февраля на сайте Конгресса США вариант законопроекта о новых антироссийских санкциях, по мнению участников рынка, оказался не таким «жестким», как прогнозировалось. У инвесторов были опасения, что

санкционная тематика может вновь вернуться на повестку дня и стать основным фактором влияния на динамику российских активов, но опубликованный законопроект снизил эти опасения, поскольку участники рынка не увидели в нем серьезного ужесточения санкционного давления.

Весенний рост рынка на локальных историях и снижении санкционного давления

В середине марта рост долларového индекса РТС ускорился за счет заметного укрепления рубля, что было вызвано снижением геополитических рисков вокруг России на фоне публикации довольно «мягкого» варианта новых антироссийских санкций со стороны ЕС, США и Канады. Санкции были объявлены из-за конфликта в Керченском проливе и присоединения Крыма. Они ограничивались лишь расширением списка подсанкционных лиц и компаний, но не затронули ни крупные значимые для экономики компании и банки, ни отдельные сектора экономики.

Первую декаду апреля рынок акций РФ начал с обновления исторического максимума индекса МосБиржи за счет роста акций Сбербанка и нефтяных бумаг на фоне нефтяного ралли (котировки Brent достигли \$71 за баррель). При этом мировые рынки и в целом рискованные активы поддержали заявления Трампа о том, что Федеральному резерву следует понизить процентную ставку и прекратить сокращение объема активов на балансе. Активность игроков на повышение стимулировалась также новостями об ослаблении энтузиазма Конгресса США в отношении дополнительных антироссийских санкций. Сенатор-республиканец Марко Рубио сообщил, что законопроекты, направленные на ограничение доступа

российских компаний и чиновников к рынку и капиталу США, не имеют поддержки президента Трампа и достаточно вяло обсуждаются в Конгрессе.

Очередной пик роста российского рынка акций пришелся на 23 апреля, когда индекс МосБиржи в ходе торгов вплотную подходил к отметке 2600 пунктов, после этого на рынке стали преобладать коррекционные настроения на фоне забуксовавшей в подъеме нефти.

Индекс Мосбиржи обновил максимум благодаря выстрелившему "Газпрому" и дивидендным историям

Начало мая было не совсем благоприятным для российского рынка акций — котировки большинства бумаг снизились на фоне вернувшихся опасений торговых войн. Так, мировые рынки рухнули 6 мая после заявлений президента США Трампа о новом повышении пошлин на ряд китайских товаров, поставивших под угрозу ход торговых переговоров между Вашингтоном и Пекином. В итоге с 10 мая в США вступило в силу повышение с 10% до 25% пошлин на товары китайского экспорта стоимостью 200 млрд долларов в год, которое ожидалось еще с 1 января, но неоднократно откладывалось. Также Трамп объявил, что стартовал процесс введения 25%-х пошлин для оставшихся товаров китайского экспорта объемом 325 млрд долларов.

Вместе с тем рынок акций РФ смог отскокить 14 мая благодаря улучшению внешней конъюнктуры, а также росшим рекордными темпами с ноября 2008 года бумагам «Газпрома» (+16,4%) на новостях о планах почти двукратного увеличения дивидендов концерна за 2018 год (до 16,61 рубля на акцию после выплат 8,04 рубля за 2017 год). В итоге компания смогла выйти на второе место

по рыночной капитализации на российском фондовом рынке после Сбербанка. Позитивом для внешних рынков стали новости, что США намерены на 6 месяцев отложить решение о введении 25%-х пошлин на автомобили европейского производства.

С наступлением лета рынок акций РФ продолжил подъем на дивидендных идеях во главе с бумагами «Газпрома» и Сбербанка, благодаря чему индекс МосБиржи в очередной раз обновил исторический максимум, закрепившись выше отметки 2700 пунктов, индекс РТС превысил 1325 пунктов. Акции «Газпрома» в первый же торговый день июня обновили новую пик и максимум объема торгов с 2008 года, в результате чего компания вышла на первое место по уровню рыночной капитализации, обогнав Сбербанк.

Банк России 14 июня ожидаемо снизил ключевую ставку на 25 базисных пунктов (до 7,5% годовых) и дал сигнал о возможном дальнейшем смягчении денежно-кредитной политики в этом году. Индекс МосБиржи 20 июня вновь обновил исторический максимум на фоне общемирового ралли на сигналах от Федрезерва США о вероятном скором смягчении монетарной политики. Американский ЦБ не стал менять ставку по итогам июньского заседания, но подготовил почву для ее снижения на следующем заседании, отметив появившуюся неопределенность в отношении перспектив экономики.

Летняя коррекция на дивидендных отсечках

Индекс МосБиржи 4 июля обновил свой исторический максимум четвертые торги подряд на фоне благоприятной внешней фондовой конъюнктуры, локомотивом подъема выступили бумаги «Газпрома», обновившие пик с августа

2008 года и разогравшие капитализацию компании выше 6 трлн рублей. Пик роста рынка пришелся на начало торгов 5 июля, когда индекс МосБиржи поднимался в район 2850 пунктов, после чего рынок перешел в стадию коррекции.

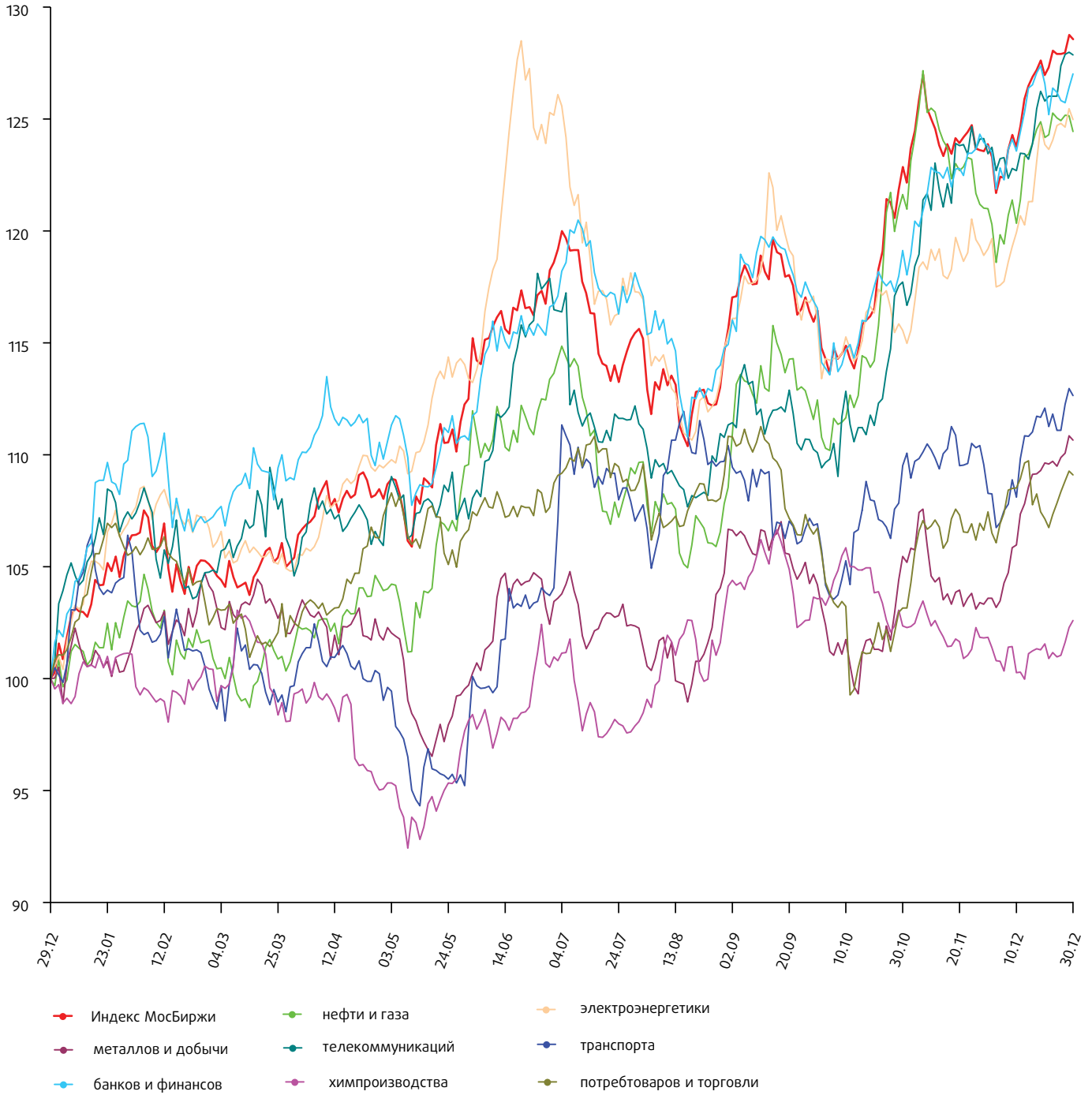
Снижению российских акций способствовали также вернувшиеся опасения введения Соединенными Штатами новых антироссийских санкций. Палата представителей Конгресса США поддержала поправку к законопроекту об оборонном бюджете страны на 2020 год, которая предусматривает введение новых санкций по российскому суверенному долгу из-за предполагаемого вмешательства России в президентские выборы США в 2016 году.

Кроме того, во второй половине июля падение рынка усилили дивидендные отсечки в бумагах «Газпрома», «Сургутнефтегаза», «Транснефти». Дивидендная доходность «префов» «Сургутнефтегаза» за 2018 год на момент отсечки (16 июля) составляла порядка 18,2%. За четыре торговых сессии после дивидендной отсечки бумаги компании в общей сложности потеряли в цене более 25%.

Пик падения рынка акций РФ пришелся на начало торгов 25 июля на фоне заметного снижения акций «Газпрома» на новостях о продаже 2,9%-го пакета квазиказначейских акций. Но довольно быстро бумаги газовой компании перешли от снижения к бурному росту, потащив за собой вверх и весь рынок, в результате чего индекс МосБиржи превысил отметку 2700 пунктов. По итогам дня акции «Газпрома» подорожали на 3,3%.

Газпромбанк собирал заявки на покупку 2,93% акций «Газпрома» (693 млн 627 тысяч 848 штук) с баланса «дочек» монополии. В итоге «дочки» «Газпрома» получили заявки на общую

Рисунок. Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ



сумму 198,894 млрд рублей. При этом цена размещения была установлена в размере 200,5 рубля за штуку, что было заметно ниже уровней вторичного рынка. Однако несмотря на такую низкую цену размещения квазиказначейских акций, бумаги «Газпрома» активно росли в течение нескольких дней подряд и 31 июля достигали уровня 239,64 рубля, закрыв тем самым «дивидендный гэп», зафиксированный двумя неделями ранее.

Рынок акций РФ начал первую полноценную неделю августа со снижения на фоне общемирового отката из-за эскалации торгового противостояния США и Китая, однако снижение оказалось неглубоким благодаря новостям об относительно «мягком» характере новых антироссийских санкций США. Новые санкции США против РФ запретили американским банкам участие на первичном рынке суверенных евробондов и валютное кредитование российского правительства. Однако они не затронули госкомпании, вторичный рынок валютного долга, а также сектор рублевых гособлигаций (ОФЗ).

Новый виток роста

Во второй половине августа коррекция завершилась, инициатива на рынке вновь перешла к игрокам на повышение, благодаря в том числе повышению рейтинговым агентством Fitch суверенного рейтинга России на одну ступень (до уровня «ВВВ») со «стабильным» прогнозом. «Россия продолжает придерживаться надежной и последовательной политики, которая обеспечит улучшение макроэкономической стабильности, уменьшит влияние волатильности нефтяных цен на экономику и поддержит усиление устойчивости к внешним шокам», — отмечалось в сообщении агентства. Fitch полагает, что укрепление политики России, подкрепляемое более

гибким обменным курсом, твердой приверженностью таргетированию инфляции и разумной фискальной стратегией, а также сбалансированный бюджет помогут ей справиться с санкционными рисками.

В начале сентября инвесторов порадовали акции «Сургутнефтегаза», заметно выросшие на новостях о создании дочерней структуры — ООО «Рион», которая заявила в качестве своих видов деятельности вложение в ценные бумаги и управление ценными бумагами. Это спровоцировало у участников рынка ожидания, что «Сургутнефтегаз» может начать инвестировать свои финансовые накопления в рынок акций или даже объявить о выкупе собственных бумаг с рынка.

Мировые рынки поддержали новости о том, что Дональд Трамп в качестве жеста доброй воли принял решение отложить повышение пошлин на китайские товары стоимостью 250 млрд долларов с 1 на 15 октября в связи с тем, что КНР 1 октября будет отмечать свое 70-летие. ЕЦБ по итогам сентябрьского заседания снизил процентную ставку по депозитам на 0,1 процентного пункта, до минус 0,5% годовых. Кроме того, ЕЦБ объявил о возобновлении программы покупки активов с 1 ноября объемом 20 млрд евро в месяц.

Федрезерв США ожидаемо снизил в сентябре ставку на 0,25 процентного пункта (до 1,75-2% годовых); глава ФРС Джером Пауэлл заявил, что регулятор может снизить ставку еще сильнее в случае реализации существующих рисков для экономики.

После локальной коррекции в середине октября рынок акций РФ нашел в себе силы для возобновления роста как благодаря внешним позитивным новостям, так и внутренним историям. Президент США Трамп объявил о скором заключении «очень значительной сделки» с КНР. В свою очередь

Федеральная резервная система заявила, что с 15 октября начнет выкупать казначейские векселя общим объемом 60 млрд долларов в месяц, выкуп продлится как минимум до конца второго квартала 2020 года.

Оптимизм на российском фондовом рынке был омрачен обвалом акций «Яндекса» (-18,4%) на рекордных оборотах (более 11,896 млрд рублей), произошедшим 11 октября на сообщениях о начале обсуждения в Госдуме РФ законопроекта, предлагающего ввести понятие «значимого информационного ресурса сети интернет» и установить требование к таким ресурсам иметь не более 20% иностранного участия в уставном капитале. Чуть позже акции компании смогут не только отыграть данное падение, но и обновят исторические максимумы.

Акции «Сургутнефтегаза» за три дня (23-25 октября) взлетели почти на 30%, обновив максимумы с мая 2006 года, при достаточно высоких объемах торгов. Причем рост шел без новостей, а только на различных слухах, касающихся, прежде всего, возможного инвестирования компанией своей «денежной кубышки». Впоследствии, когда практически все бродившие по рынку слухи были официально опровергнуты, акции компании лишь немного скорректировались вниз.

В конце октября локомотивом российского фондового рынка вновь выступили акции «Газпрома», прибавившие за полторы недели 17% в стоимости и укрепившие тем самым свое лидерство по уровню капитализации на отечественном рынке. При этом бумаги компании достигли максимальных уровней с августа 2008 года. Благодаря высокой доле бумаг газовой компании в индексе МосБиржи индикатор в очередной раз обновил исторический максимум.

Акции «Газпрома» ускорили рост на новостях о завершении компанией заполнения газом экспортного газопровода в Китай «Сила Сибири», о чем сообщило управление информации концерна. Кроме того, поддержку бумагам «Газпрома» оказали сообщения о том, что Датское энергетическое агентство выдало разрешение на строительство газопровода «Северный поток-2» в исключительной экономической зоне страны.

Пик роста российского рынка акций пришелся на 7 ноября, когда индекс МосБиржи локально превышал отметку 3008 пунктов, а индекс РТС приближался к уровню 1488 пунктов. Вместе с тем в конце первой декады ноября по мировым рынкам прокатилась волна фиксации прибыли из-за противоречивых сигналов относительно торговых переговоров США и Китая.

Но коррекция российского рынка была недолгой, и уже в третьей декаде ноября инициатива на рынке вновь перешла к покупателям. Раллировали бумаги «Яндекса» на новостях о проведении buyback на сумму до 300 млн долларов и введения в структуру управления «Фонда общественных интересов», который будет согласовывать сделки по консолидации 10% акций компании в одних руках. Также заметно выросли бумаги «Газпрома» на сообщениях о продаже второго пакета казначейских акций. «Газпром» выставил на продажу 3,59% казначейских акций (850,59 млн штук). Пакет в итоге был продан с дисконтом к рынку в 13%: цена размещения составила 220,72 рубля за акцию (сумма сделки — 187,7 млрд рублей).

Основными позитивными факторами декабря как для российского, так и для мировых фондовых рынков стало, с одной стороны, решение стран ОПЕК+ относительно дополнительного сокращения добычи нефти на 500 тысяч баррелей в сутки с 1 января

2020 года, а с другой стороны — согласование первой фазы торговой сделки между США и Китаем. При этом Соединенные Штаты отказались от введения с 15 декабря дополнительных пошлин на товары из КНР и одновременно согласились вдвое сократить пошлины на китайские товары стоимостью 120 млрд долларов в год, составлявшие 15%. Тем не менее, для китайского экспорта стоимостью еще порядка 250 млрд долларов в год сохранится 25%-я пошлина. Китай, в свою очередь, увеличит импорт из США, а также из ряда других стран (Трамп ожидает, что объем импорта американских сельхозтоваров в КНР «довольно скоро» достигнет 50 млрд долларов в год). □