

ВН

ВЕСТНИК НАЦИОНАЛЬНОЙ
АССОЦИАЦИИ УЧАСТНИКОВ
ФОНДОВОГО РЫНКА

№3 МАРТ 2021

Бескрайний мир
инвестиций

Интервью
с Эдвардом Голосовым

Делай, как я

Интервью
с Евгением Коганом

Формировать и стимулировать

Локально и глобально

Мысли с востока



Содержание

№3, МАРТ 2021



ТЕМА НОМЕРА: БЕСКРАЙНИЙ МИР ИНВЕСТИЦИЙ

Бескрайний мир инвестиций

Эдвард Голосов, заместитель президента-председателя правления по инвестиционному и страховому бизнесу «БКС Мир инвестиций», рассказывает Ирине Слюсаревой о путях развития рынка структурных продуктов и о двух форматах брокерско-инвестиционного бизнеса (попутно расшифровывая аббревиатуру PRIIP).

4

НОВОСТИ

3 Регулирование совершенствуется

НАУФОР направила в Банк России комментарии к докладу «Совершенствование допуска на финансовый рынок. Новые возможности для участников».

ТЕМА НОМЕРА: БЕСКРАЙНИЙ МИР ИНВЕСТИЦИЙ

24 Формировать и стимулировать

Лаура Халитова, старший аналитик отдела управления бумагами с фиксированной доходностью «Сбер Управление Активами», рассказывает журналу «Вестник НАУФОР» о том, зачем следует параллельно формировать и интерес инвесторов к рынку зеленых бумаг, и стимулы для эмитентов.

28 Локально и глобально

В НАУФОР прошел круглый стол, посвященный проблемам российского рынка зеленого и социально ответственного инвестирования.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

Мысли с востока

44 Еще пару десятилетий назад казалось, что во всем мире будет происходить глобальная американизация и «вестернизация», причем для ожиданий такого рода действительно имелись основания. Но оказалось, что мир сложнее.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

50 Все-таки вверх

Котировки российских акций продемонстрировали по итогам марта умеренный рост, несмотря на отрицательную коррекцию во второй половине месяца, благодаря позитивной конъюнктуре мировых фондовых рынков, растущей нефти, а также избыточной ликвидности. Некоторое сдерживающее влияние на фондовый рынок РФ оказывали возросшие санкционные риски.



ТЕМА НОМЕРА: БЕСКРАЙНИЙ МИР ИНВЕСТИЦИЙ

Делай, как я

Евгений Коган, профессор ВШЭ, автор и ведущий проекта BitKogan, профессиональный инвестконсультант, рассказывает Ирине Слюсаревой о том, какими могут быть этапы строительства российского рынка инвестиционного консультирования и откуда на нем возьмутся академики.

16



Бескрайний мир инвестиций

Информационное поле современных российских бизнес-медиа отформатировано достаточно жестко. Некоторых вещей (например, сведений о разовых событиях) в нем много. Ряд известных людей делится мнением с аудиторией в жанре так называемой колонки: получается субъективный в целом взгляд на более-менее значимые или просто громкие события. (Причем колумнист не обязан подвизаться в сегменте только печатных СМИ: визуальные жанры тоже годятся). Колумнизма тоже хватает.

Есть место и для интервью, в том числе для хороших образцов жанра.

А некоторые вещи более дефицитны. Например, не так уж просто почитать о стратегиях конкретных бизнесов: какие решения когда и по каким причинам принимались, от каких параметров рынка зависели. Каковы были последствия. Между тем бизнесы имеют биографии. И знать их не мешает. Ровно по тем же причинам, что и биографии реальных людей.

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.

Регулирование совершенствуется

НАУФОР направила в Банк России комментарии к докладу «Совершенствование допуска на финансовый рынок. Новые возможности для участников»

Как отмечается в письме НАУФОР, существующая модель допуска на финансовый рынок в сегменте рынка ценных бумаг является достаточно эффективной для обеспечения стабильности финансового рынка и предотвращения появления на нем недобросовестных участников. «Мы не считаем чрезмерными существующие требования для первоначального допуска на финансовый рынок соискателей, планирующих осуществлять профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, деятельность управляющих компаний, специализированных депозитариев. Вместе с тем некоторые существующие требования представляются избыточными, в частности, требование о наличии у инвестиционного советника двух сотрудников, занимающихся ПОД/ФТ», — говорится в письме.

Ассоциация не поддерживает идею обязательного формирования совета директоров (наблюдательного совета) в некредитных финансовых организациях.

Относительно предложенного в докладе объединения видов деятельности по группам НАУФОР отмечает, что объединение в группу «Посредничество» брокерских услуг и услуг иных посредников не учитывает разную экономическую модель и связанную с этим поведенческую модель данных видов

деятельности, что предопределяет разный набор требований к деятельности и лишает такое объединение практического смысла. «Между тем, считаем возможным поддержать предоставление брокерам возможности осуществления деятельности платежных агентов в качестве сопутствующего вида деятельности», — говорится в письме.

Также нуждается в дополнительном обосновании включение в одну группу «Управление активами» управляющих, инвестиционных советников, а также управляющих компаний. «Управляющая компания не осуществляет управление в интересах отдельных клиентов, не выясняет их инвестиционные цели и толерантность к риску и несет перед ними фидуциарную ответственность, ограниченную стандартами добросовестности и разумности. В результате такая группировка не имеет практической пользы, поскольку особенности деятельности управляющих компаний заставляют устанавливать для них особые требования и соответственно осуществлять допуск в особом порядке», — говорится в письме.

«В дополнение считаем необходимым обратить внимание на необходимость выравнивания функционала разных категорий

участников финансового рынка без совмещения ими различных видов деятельности, который может оказать положительный эффект на развитие индустрии. Так, в настоящее время финансовые организации лишены возможности полноценно проводить кросс-идентификацию клиентов в целях противодействия легализации. Профессиональные участники рынка ценных бумаг и управляющие компании могут поручать проведение идентификации кредитным организациям, однако сами кредитные организации и иные финансовые организации лишены возможности учитывать результаты идентификации, проведенной профессиональными участниками и управляющими компаниями, и вынуждены проводить ее повторно. Поскольку все финансовые организации проводят идентификацию клиентов по единым правилам и несут за нее одинаковую ответственность, представляется целесообразным разрешить кредитным и иным финансовым организациям поручать проведение идентификации (в том числе упрощенной) профессиональным участникам рынка ценных бумаг и управляющим компаниям», — отмечается в письме НАУФОР. **□**



Эдвард Голосов

заместитель президента-председателя правления по инвестиционному и страховому бизнесу «БКС Мир инвестиций»

Бескрайний мир инвестиций

СТРУКТУРНЫЕ ПРОДУКТЫ С РАЗНЫМИ УРОВНЯМИ ЗАЩИТЫ ПРИЗВАНЫ ЗАНИМАТЬ ВАЖНУЮ НИШУ В ЛИНЕЙКЕ РИСК-ДОХОДНОСТЬ

Эдвард Голосов, заместитель президента-председателя правления по инвестиционному и страховому бизнесу «БКС Мир инвестиций», рассказывает Ирине Слюсаревой о путях развития рынка структурных продуктов и о двух форматах брокерско-инвестиционного бизнеса (попутно расшифровывая аббревиатуру PRIIP).

Фотографии Павел Перов

— Эдвард, как вы оцениваете перспективы рынка структурных продуктов в российском праве?

— На этот рынок мы смотрим с надеждой, потому что структурные продукты призваны закрыть «гэпы», не закрываемые стандартными инструментами. С одной стороны, безусловно, разделяем озабоченность регулятора относительно случаев мисселинга инвестиционных и страховых продуктов и сервисов (это касается не только структурных продуктов) неквалифицированным инвесторам. С другой стороны, мы убеждены, что поводы для такой озабоченности — временные, они связаны прежде всего с практиками продаж. Структурные продукты занимают на общей «полке» инвестиционных решений вполне определенную нишу, очень важную: они позволяют создавать для инвесто-

ра разные уровни защиты и в соответствии с ними — уровни ожидаемого дохода. Если представить себе условную полку, вдоль которой разные продукты разложены в соответствии с параметрами риска и доходности, то без структурных продуктов середина этой полки будет пустовать. Заполнены лишь края: с одной стороны, там лежат малорискованные и мало доходные инструменты (вроде депозитов и облигаций), с другой — потенциально высоко доходные, но крайне рискованные (например, акции безо всякой защиты).

Структурные продукты призваны заполнить как раз середину. Это очень важная ниша. Особенно для начинающих инвесторов, которые очень редко готовы инвестировать в долговую, несмотря на все предписания финансовой теории.

Обычная установка начинающего инвестора — «хочу попробовать». А «попробовать» — обычно подразумевает инвестиции на короткий срок.

Но при инвестировании доходность растет пропорционально времени, а риск — пропорционально квадратному корню из времени, то есть медленнее. Таким образом, чем меньше горизонт, тем более существенно влияние риска по сравнению с доходностью — и наоборот: чем больше длится время инвестирования, тем в большей степени доход превалирует над риском. Если вы инвестируете,

При инвестировании доходность растет пропорционально времени, а риск — пропорционально квадратному корню из времени, то есть медленнее. Таким образом, чем меньше горизонт, тем более существенно влияние риска по сравнению с доходностью — и наоборот

условно, на один день, то ожидаемый доход будет близок к нулю, так как однодневные движения рынка вверх или вниз по сути равновероятны. Но риск будет весьма реальным: мировые рынки акций легко ходят за день вниз на 2% и более. Поэтому, когда инвестор планирует на короткий срок и при этом не имеет никакой защиты, соотношение «риск-доходность» не в его пользу. Безусловно, он может и заработать. Но есть большой риск того, что он проиграет. Такому инвестору следует предлагать инструмент, через который можно контролировать рисковую часть. Именно это позволяют делать структурные продукты с разными уровнями защиты.

Поэтому мы все-таки надеемся, что российский рынок структурных продуктов будет развиваться, как он это делал последние 20 лет, несмотря на текущую паузу.

Как уже сказано, мы вполне понимаем озабоченность регулятора. Но после известного письма Банка России в инвестиционной среде (в социальных сетях и даже прессе) появилось множество произвольных интерпретаций ситуации, часто от людей, мало понимающих в предмете. В результате возникает очень искаженная картина.

Возможно, в этом есть часть вины и самих участников: мы недостаточно активно занимались популяризацией. В том числе, фактически не показывали широкой аудитории результаты инвестирования в струк-

турники. Между тем материалов для демонстрации у нас предостаточно. У финансовой группы «БКС» есть залистингованные на Московской бирже ноты для неквалинвесторов. Сейчас, после выхода письма ЦБ, их перевели в категорию для квалов, погасилось на сегодняшний момент около 20 таких нот. Результаты инвесторов в эти инструменты вы можете видеть в приведенной таблице.

Это практика, живая практика. Но можно дискутировать и о теории. Иногда в разговорах о структурных продуктах делают ссылки на академические исследования, которые доказывают, что там инвесторы зарабатывают меньше, чем в депозитах. Это некорректная интерпретация. Исследования сравнивают результаты инвестиций в структурные продукты с прямыми инвестициями в рынок. Финансовая теория, как известно,

предписывает инвестировать регулярно и длительно (скажем, с начала трудовой деятельности до пенсии) в рыночные незащищенные инструменты. Наверное, так могло бы быть в мире, где все инвесторы идеальны: рациональны и дисциплинированы. Однако это далеко не всегда так. Вместо того, чтобы покупать диверсифицированные портфели на длительный срок, они допускают множество неэффективностей (официальное число таких академически зафиксированных неэффективностей, возникающих при инвестировании частных инвесторов в рыночные инструменты, подбирается ко второму десятку), действуют под влиянием эмоций, инвестируют на короткий срок и готовы менять свои портфели при первых признаках коррекции. Эти исследования, кстати, как правило находят много недостатков и в прямом инвестировании частных лиц в рыночные инструменты: акции и облигации. Поэтому ссылки на эти работы как на однозначные доказательства того, что «структурные продукты — зло», являются по крайней мере мизинтерпретацией.

В реальности, частный инвестор, вкладывающийся в структурные продукты, как правило, имеет меньший риск по сравнению с инвестициями в рыночные незащищенные инструменты. Но сравнительно с депозитами он в среднем, несомненно, зарабатывает больше. Как уже сказано, большинство структурных продуктов призваны занимать промежуточное положение в плане соотношения риска и доходности.

— Существуют ли еще какие-то предубеждения относительно структурных продуктов? — Да, такие предубеждения есть, и их много. Например, считается, что базовые активы, выбираемые для структурных продуктов, непременно имеют

Таблица **Результаты инвестирования в структурные продукты**

СЕРИЯ	ISIN	ДАТА ВЫПУСКА	ВАЛЮТА	НОМИНАЛ	ДАТА ПОГАШЕНИЯ (ФАКТ)	СТАТУС ПОГАШЕНИЯ	СУММА ПОГАШЕНИЯ	СУММА ВЫПЛАЧЕННЫХ КУПОНОВ	ДОХОДНОСТЬ ФАКТ, АБС	ДОХОДНОСТЬ ФАКТ, ГОДОВЫХ	ЦЕЛЕВАЯ ДОХОДНОСТЬ, ГОДОВЫХ
1	XS1210016249	16.07.2015	RUB	500 000 000	11.04.2017	ПЛАНОВОЕ	500 000 000	113 260 271	22,7%	13,0%	13,0%
2	XS1269959034	03.09.2015	RUB	500 000 000	10.09.2018	ПЛАНОВОЕ	397 543 750	343 750 000	48,3%	16,0%	25,0%
3	XS1327117633	04.12.2015	USD	10 000 000	12.07.2019	ПЛАНОВОЕ	10 000 000	1 736 414	17,4%	4,8%	4,8%
4	XS1327118284	04.12.2015	USD	10 000 000	11.12.2018	ПЛАНОВОЕ	10 000 000	4 200 000	42,0%	13,9%	13,9%
5	XS1434175730	23.06.2016	RUB	500 000 000	10.10.2019	ПЛАНОВОЕ	500 000 000	206 164 375	41,2%	12,5%	12,5%
13	XS1725078163	28.11.2017	USD	5 000 000	01.03.2018	АВТОКОЛЛ	5 000 000	175 000	3,5%	13,7%	13,7%
32	XS1917700483	03.12.2018	USD	10 000 000	21.03.2019	АВТОКОЛЛ	10 000 000	400 000	4,0%	13,5%	13,5%
50	XS2028880461	16.07.2019	USD	10 000 000	18.02.2020	АВТОКОЛЛ	10 000 000	900 000	9,0%	15,1%	15,1%
57	XS2053914953	17.09.2019	USD	10 000 000	17.01.2020	АВТОКОЛЛ	10 000 000	350 000	3,5%	10,5%	10,5%
55	XS2049809341	20.09.2019	RUB	600 000 000	17.01.2020	АВТОКОЛЛ	600 000 000	30 000 000	5,0%	15,3%	15,3%
81	XS2114337798	05.02.2020	USD	10 000 000	05.06.2020	АВТОКОЛЛ	10 000 000	375 000	3,8%	11,3%	11,3%
83	XS2118272389	13.02.2020	RUB	600 000 000	15.06.2020	АВТОКОЛЛ	600 000 000	24 000 000	4,0%	11,9%	11,9%
84	XS2125163688	26.02.2020	RUB	600 000 000	26.06.2020	АВТОКОЛЛ	600 000 000	15 000 000	2,5%	7,5%	7,5%
86	XS2134428486	10.03.2020	USD	8 000 000	25.06.2020	АВТОКОЛЛ	8 000 000	280 000	3,5%	11,9%	11,9%
106	XS2212032911	03.08.2020	USD	5 000 000	12.11.2020	АВТОКОЛЛ + БОНУС КУПОН	6 250 000	150 000	28,0%	101,2%	12,0%
91	XS2170362839	18.05.2020	USD	10 000 000	18.12.2020	АВТОКОЛЛ + БОНУС КУПОН	12 000 000	600 000	26,0%	44,3%	12,0%
93	XS2184850811	05.06.2020	USD	10 000 000	11.01.2021	АВТОКОЛЛ + БОНУС КУПОН	12 000 000	650 000	26,5%	44,0%	13,0%
102	XS2196304179	26.06.2020	USD	10 000 000	11.01.2021	АВТОКОЛЛ	10 000 000	1 150 000	11,5%	21,1%	21,1%
111	XS2224524491	27.08.2020	USD	10 000 000	30.12.2020	АВТОКОЛЛ	10 000 000	625 000	6,3%	18,3%	18,3%
114	XS2227340028	08.09.2020	USD	10 000 000	30.12.2020	АВТОКОЛЛ	10 000 000	375 000	3,8%	12,1%	12,1%
117	XS2233228597	17.09.2020	USD	10 000 000	20.01.2021	АВТОКОЛЛ + БОНУС КУПОН	11 000 000	300 000	13,0%	38,0%	12,0%
100	XS2198210424	03.07.2020	USD	5 000 000	01.02.2021	АВТОКОЛЛ	5 000 000	500 000	10,0%	17,1%	17,1%
65	XS2075955513	01.11.2019	USD	2 000 000	08.02.2021	АВТОКОЛЛ	2 000 000	362 500	18,1%	14,2%	14,2%
119	XS2240504881	13.10.2020	RUB	600 000 000	08.02.2021	АВТОКОЛЛ + БОНУС КУПОН	780 000 000	24 000 000	34,0%	105,2%	16,0%
120	XS2242161904	13.10.2020	USD	10 000 000	08.02.2021	АВТОКОЛЛ	10 000 000	750 000	7,5%	23,2%	23,2%
23	XS1859436070	19.07.2018	RUB	500 000 000	10.02.2021	АВТОКОЛЛ	500 000 000	212 500 000	42,5%	16,6%	16,6%
103	XS2198400470	03.07.2020	USD	10 000 000	24.02.2021	АВТОКОЛЛ + БОНУС КУПОН	12 000 000	700 000	27,0%	41,8%	14,0%
15	XS1783223206	21.02.2018	USD	20 000 000	01.03.2021	ПЛАНОВОЕ	20 000 000	7 200 000	36,0%	11,9%	11,9%
78	XS2099349495	15.01.2020	USD	10 000 000	01.03.2021	АВТОКОЛЛ	10 000 000	1 300 000	13,0%	11,5%	11,5%
105	XS2210719485	29.07.2020	RUB	600 000 000	01.03.2021	АВТОКОЛЛ	600 000 000	33 000 000	5,5%	9,3%	9,3%
124	XS2249575643	21.10.2020	USD	10 000 000	01.03.2021	АВТОКОЛЛ	10 000 000	375 000	3,8%	10,4%	10,4%



низкое качество. Это совершенно не обязательно и зависит от конкретного разработчика СП. Например, базовые активы в продуктах ФГ «БКС» выбираются независимым подразделением — Фабрикой инвестиционных идей, аналитики которой отбирают наиболее перспективные инвестиционные идеи из всего множества, существующего на рынке.

Далее, структурные продукты критикуют за то, что отсутствует гарантированная доходность. Но рыночная статистика показывает, что на длинном горизонте именно на таких инструментах инвесторы зарабатывают больше. Потому что больше риск — больше доход.

Еще один частый упрек: в кризисы инвесторы много теряли на этих продуктах. Но в кризис инвесторы вообще много теряли. Часто в периоды нестабильности структурные продукты хотя бы как-то защищали портфели инвесторов от потерь.

Несправедлива и критика, что они совсем непрозрачны в том смысле, что «инвестор не понимает, когда и сколько он заработает или потеряет». Но ведь если инвестор покупает обыкновенную акцию, он также никаким образом не может предсказать ее будущую доходность: он может только предполагать и рассчитывать на реализацию одного из положительных сценариев на каком-то горизонте.

Структурные продукты, как правило, как раз-таки позволяют уменьшить неопределенность. Например, в купонных продуктах на акции вполне определенные фиксированные купонные выплаты происходят при условии, что акции в корзине не падают ниже фиксированного уровня, то есть условия получения клиентом заранее определенного дохода все-таки более определены.

— Может ли решить вопрос прозрачности паспорт?

— Да. Сейчас на рынке наметился консенсус, что нужно идти в сторону раскрытия информации. В этом смысле европейское регулирование дает четкий посыл: паспорт продукта, включающий в себя сценарный анализ. Рыночные инструменты не содержат гарантии, сценарии изменения их котировок неизвестны и не предопределены. Поэтому надо показывать инвестору несколько возможных сценариев и очень четко объяснять,

Необходима «дедушкина оговорка»: тем инвесторам, которые пользовались структурными продуктами раньше, надо дать возможность продолжить циклы своих инвестиций. И оговорка не должна быть ограничена двумя годами: ведь человек мог инвестировать и в 3-летний, и в 4-летний, и даже 7-летний продукт.

что реализоваться может каждый из них. Важно, чтобы инвестор не воспринял один сценарий как наиболее ожидаемый: разные сценарии развития рыночной ситуации одинаково вероятны. Поэтому, в случае реализации другого сценария, инвесторы не должны считать, что их обманули.

Паспорт — правильное решение. Нужно идти по пути максимального раскрытия информации.

Думаю, в целом всем участникам рынка нужно больше рассказывать потребителю об этих продуктах. А также показывать результаты.

Сейчас, когда структурные продукты для неквалифицированных инвесторов фактически запрещены, многие наши инвесторы даже обращаются к регулятору, жалуясь на то, что их лишили возможности работать с этим инструментом. Многие из них инвестировали в структурные продукты не один год и построили свои стра-

тегии на использовании этих инструментов. Это показывает, что необходима «дедушкина оговорка»: тем инвесторам, которые пользовались структурными продуктами раньше, надо дать возможность продолжить циклы своих инвестиций. И оговорка не должна быть ограничена двумя годами: ведь человек мог инвестировать и в 3-летний, и в 4-летний, и даже 7-летний продукт. И мог делать это не один раз.

— А какими вам вообще видятся пути достижения консенсуса с регулятором?

— Думаю, как в любом деле, чем больше стороны обсуждают ситуацию совместно, пытаются понять взаимные позиции, тем быстрее путь к нахождению компромисса. Приведу пример: прошло два года после выхода поправок к закону о ценных бумагах, которые позволили выпускать структурные облигации по российскому праву. И сразу начался совместный процесс в формате рабочих групп (туда входили сотрудники Банка России, включая Службу по защите прав потребителей, и представители основных участников рынка) по выработке критериев, которые сделали бы данный инструмент доступным для неквалифицированных инвесторов. Консенсус был найден, работа была практически закончена.

Сейчас НАУФОР и основные участники рынка предлагают рас-

пространить данные критерии на другие структурные продукты для «неквалов». Хорошо бы продолжать подобную практику рабочих групп и в будущем.

— Каковы перспективы страховых продуктов с инвестиционной составляющей?

— Эти продукты нужны, их перспективы видятся мне хорошими. Как показывает мировая практика, они занимают важную нишу среди продуктов долгосрочного инвестирования. На российском рынке пока нет страхового продукта, эквивалентного программам Unit Linked, которые на Западе очень успешны именно как продукты долгосрочного инвестирования. Соответствующее обсуждение ведется несколько лет, надеюсь, мы все-таки доведем этот продукт до запуска.

И не только его. Полагаю, на российском рынке в целом недостаточно привлекательных форм, поощряющих инвестирование на длительный срок. Людей надо приобщать к длительному инвестированию, мотивировать за это, потому что чем длиннее срок, тем более ожидаемый доход доминирует над риском. Поощрение возможно в том числе налоговыми способами. Сейчас идет обсуждение ИИС третьего типа: мне кажется, надо активно развивать именно этот тип счета, в том числе за счет более значительных налоговых льгот, чтобы инвесторы видели осязаемую выгоду от долгосрочного инвестирования.

— Вы возглавляете инвестиционный и страховой бизнес «БКС Мир инвестиций». Расскажите, пожалуйста, какие направления сюда входят, как они структурированы?

— У нашего финансового холдинга четкая и ясная структура, которая имеет прямые аналогии с западной моделью брокерско-инвестиционного бизнеса. В рамках этой модели объединены, условно, два формата. Во-

первых, есть традиционный брокерский бизнес, который заключается в предоставлении инвестору доступа на различные биржевые рынки. В рамках этого формата клиент действует более-менее самостоятельно и получает доступ к громадному количеству инструментов, исчисляемых тысячами.

В рамках второго нашего направления бизнеса (которое я и возглавляю) инвестор получает доступ к готовым инвестиционным решениям. На Западе этот второй формат называется PRIIP — Packaged Retail Investment and

Insurance-based Products. Собственно, наш блок «инвестиционный и страховой бизнес» — это российский эквивалент формата PRIIP.

В этот блок входит несколько видов продуктов и финансовых услуг: управление активами, страховые и структурные продукты.

Во все наши инвестиционные решения заложены определенные инвестиционные идеи. У нас в БКС очень серьезно выстроен процесс выработки инвестиций для наших продуктов, и работает он уже достаточно долго. Суть его в том, что мы смотрим на все мировое инвестиционное поле, отбираем наиболее интересное и подходящее. На следующем этапе отобранные идеи поступают в наши продуктовые фабрики и становятся начинкой различных готовых решений. Для нас это очень важный процесс, мы долго его строили, выработали алгоритм улучшения — словом,

всячески культивируем и поддерживаем. Считаем это одним из серьезных конкурентных преимуществ.

— Если в вашем блоке существует несколько продуктовых линеек, то заинтересованы ли вы в кросс-продажах? Скажем, клиент инвестирует в ИИС, следует предложить ему сервис управления активами и так далее?

— Конечно. Очень заинтересованы. Когда клиент приходит в БКС, мы предлагаем ему, по большому счету, портфель. Скорее всего, он начнет с одного-двух продуктов, с одной-двух

Очень важная тема — жизненный цикл клиента, мы над ней постоянно работаем, используем методы статистического анализа, соответствующие методики. Чтобы быть в состоянии предсказывать изменение его жизненных целей, рекомендовать ему продукты, этим целям соответствующие.

услуг. Но наша цель — сделать так, чтобы он остался с нами навсегда, а его активы в нашем холдинге прирастали. И чтобы он посоветовал нас родственникам, друзьям и знакомым.

Очень важная тема — жизненный цикл клиента, мы над ней постоянно работаем, используем методы статистического анализа, соответствующие методики. Чтобы быть в состоянии предсказывать изменение его жизненных целей, рекомендовать ему продукты, этим целям соответствующие.

— В чем отличие вашего бизнеса от инвестиционных подразделений банков?

— Самые главные отличия — у нас, во-первых, очень широкая линейка продуктов; во-вторых, выстроен процесс кастомизации этих продуктов под клиента. Огромный плюс крупных банков — большие клиентские базы. Им легче добраться со своим предложением до клиента. А наша сильная



сторона, которую мы развиваем уже более 25 лет, — создание и кастомизация продуктового предложения. Причем не только на уровне предложения разных продуктов, но и внутри одного финансового решения. Сейчас мы хотим через наши цифровые каналы автоматизировать опцию, которую у себя внутри называем «конструктор». Он уже несколько лет работает в офлайне, в наших офисах, теперь мы планируем вывести его в онлайн. Конструктор позволяет автоматически формировать продукт — структурный, страховой или управления активами — под предпочтения клиента. Помимо этого, мы подбираем под

запросы клиента портфель, который способен меняться с течением времени, в соответствии со стадиями жизненного цикла. Человек молод, холост и инвестирует свободные деньги — один набор продуктов; он женился, приобрел жилье в ипотеку, родил ребенка — второй набор финансовых решений, и так далее.

Кастомизация — одно из наших стратегических направлений. И мы можем делать ее, начиная с достаточно низких сумм. Тогда как в банках клиентам, как правило, предлагают стандартные продукты и портфели.

— Начиная с какой примерно суммы можно получить кастомизацию?

— Начать инвестировать с помощью брокерского счета можно практически с любой суммы. Кастомизация начинается с уровня 50–100 тысяч рублей, то есть тоже с весьма демократичных сумм. Уже от этих уровней с человеком начинают работать персонально.

— Как ни крути, это ритейл. Компания БКС исторически всегда и являлась ритейловым брокером. Будет ли корректироваться установка на массового розничного клиента?

— Да, мы всегда уделяли большое внимание работе с массовым розничным клиентом. При этом стремились реализовать идею «Bring Wall-street to Main street», то есть предлагать качественные инструменты фон-



дового рынка широкой категории инвесторов. Этот фокус не меняется, тем более что сейчас интерес инвестировать ту часть сбережений, которая превышает «подушку безопасности», появляется у все более широких слоев инвесторов. А мы обеспечиваем предложение. Наша главная задача сейчас — предлагать наиболее удобные решения с использованием цифровых технологий. Чтобы человек мог совершать любые операции через приложение, не приходя в офис компании.

Мы планомерно занимаемся внедрением передовых технологий. Например, когда коронавирусный кризис только разразился, в марте-апреле 2020 все

рынки сильно падали. БКС был тогда одним из немногих крупных брокеров на российском рынке, который спокойно продолжал исполнять заявки клиентов в полном объеме, без ограничений или задержек. Значит, мы выстроили торговую платформу на надежном основании.

У нас более 300 микросервисов, они позволяют собирать различные инфраструктурные решения как из кубиков конструктора. Продукт-микросервис — например, кубик «открытие счета» — можно вставить в разные цифровые фронты. Наши решения позволяют нам видеть состояние операционных процессов и

управлять ими. Скажем, видим увеличение нагрузки — направляем туда больше соответствующих ресурсов. Все это делается онлайн.

Мы потратили много времени на создание удобства для пользователя: чтобы он мог работать быстро и удобно. Оптимизировали описания продуктов, предлагаем их в разных форматах — не только тексты, но и видеоролики (иногда гораздо проще воспринять демонстрацию, а не вдумываться в текст).

— Каких возможностей вам не хватает (если не хватает)?

— Мне кажется, рынку в целом необходимо больше прозрачности и определенности. Нужно сделать так,

чтобы инвесторы могли сравнивать не только разные продукты одного провайдера, с этим все хорошо. Но чтобы была возможность также сравнивать продукты разных провайдеров, причем по четким стандартам.

Скажем, те же структурные продукты. Для них необходимо иметь общие стандарты раскрытия информации и продаж. Тогда клиент сможет сравнивать разные продукты от различных провайдеров и принимать рациональное решение, базирующееся на достоверной информации.

Рынку в целом необходимо больше прозрачности и определенности. Нужно сделать так, чтобы инвесторы могли сравнивать не только разные продукты одного провайдера, с этим все хорошо. Но чтобы была возможность также сравнивать продукты разных провайдеров, причем по четким стандартам.

— На какой же платформе/платформах можно делать такие сравнения?

— Платформы могут быть самыми разными — независимые информационные ресурсы; биржи. Развитие таких стандартов позволит сделать рынок более прозрачным, более понятным.

— Сервисом управления активами пользуются уже более обеспеченные клиенты?

— Не обязательно. У управляющей компании «БКС» за прошедший год удвоились активы в ПИФах, сейчас мы на 6-м месте в соответствующем рейтинге (если учитывать активы в ПИФах УК «Уралсиб»). При этом наше предложение паев ПИФов (как рублевых, так и валютных) начинается с суммы 500 рублей.

Число клиентов УК увеличилось на треть, это стратегически важный для нас бизнес, он растет. Мы уверены, что у него хорошее будущее. Если сравнивать российскую и западную

картину того, в каких пропорциях распределяются деньги частных инвесторов между брокерскими счетами и управлением активами (включая доверительное управление и ПИФы), то очевидно, что у отечественной индустрии коллективных инвестиций большой потенциал.

Инвесторы приходят на фондовый рынок волнами. Мы сейчас как раз наблюдаем очередное нарастание. Люди, имеющие существенные сбережения, в определенный момент задались вопросом, можно ли получить доход-

ность выше (или гораздо выше), чем у банковского депозита. И пошли на рынок ценных бумаг. Некоторые при этом думают: а вдруг во мне скрыт второй Баффет? или Сорос? И я очень быстро заработаю миллионы. Важно провести их через этот период пламенных (и в большинстве своем не очень обоснованных) дерзаний максимально осторожно. Чтобы в итоге к людям пришло понимание: на рынке существует множество разных инструментов, с различными характеристиками. Стать Баффетом или Соросом непросто. И поэтому вполне разумно отдать свои ресурсы в управление профессионалам.

С этого и начинается рынок управления активами. Мировой опыт говорит, что доля этого сегмента высока на достаточно зрелых рынках. Поэтому я думаю, что у российского рынка перспективы вполне хороши.

— У вас довольно большая линейка паевых фондов. Как именно она строилась, исходя из каких резонансов отбирались инвестстратегии?

— Мы хотим предложить клиентам инструмент в каждом сегменте рынка. Многие клиенты интересуются мировыми рынками, и у нас несколько ПИФов на международных акциях и облигациях находятся в топ-3 соответствующих рейтингов. Но мы строим стратегии также и на чисто российских историях. Есть несколько продуктов, уникальных для российского рынка: это ПИФы, в которых происходит динамическое управление пропорциями различных классов активов — акций, облигаций. Пропорции зависят от конкретной рыночной ситуации. В таких фондах у инвестора не болит голова о том, что надо, условно, продать акции и купить облигации, в этом смысле фонд стремится заработать абсолютную доходность. Это делает управляющий. ПИФы такого рода — одно из наиболее успешных решений.

В этом году мы решили опробовать биржевые ПИФы. Мы очень внимательно анализировали этот рынок и вышли на него не сразу. Сейчас мы считаем, что там есть определенные гэпы. Рынок пока только развивается, далеко не все потребности клиентов закрыты. Основная функция биржевых фондов — быстрый доступ к инструментам, которые недоступны иным образом. Многие пошли по пути запуска БПИФ, например, на индекс акций Мосбиржи. Но такой инструмент станет по-настоящему популярен, если расходы этого БПИФа будут минимальны: ведь инвесторы будут всегда сравнивать результат с альтернативными инструментами (например, фьючерс на тот же индекс). Но есть рынки, в которые можно инвестировать быстро и удобно только через БПИФ.

Думаю, развитие рынка биржевых ПИФов пойдет именно в этом направ-

лении — в направлении серьезного креатива, в том числе создания новых интересных индексов.

— Дало ли вам дополнительные возможности приобретение УК «Уралсиб»?

— Да. Мы купили эту УК год назад, выполнили планы по продажам и интеграции, которые ставили на 2020 год, поставлено несколько задач на текущий год. Сама сделка удвоила и число клиентов в управлении активами ФГ «БКС», и объем активов под управлением. Синергия позволяет экономить на расходах и тем самым предлагать клиентам более экономичные решения. Кроме того, успешно продолжается сотрудничество с Банком «Уралсиб» в плане продаж инвестиционных продуктов. Мы оцениваем эти перспективы вполне оптимистично.

— То есть вы с «Уралсибом» еще и партнеры. Какую вообще роль играет партнерское направление в бизнесе группы БКС?

— Партнерский бизнес остается для нас одним из приоритетных направлений.

Как мы видим его развитие? У наших партнеров есть клиенты, у нас — продукты и сервисы, которые можно этим клиентам предлагать. И, что не менее важно, инфраструктурные решения.

Одно из наших конкурентных преимуществ состоит в том, что мы предлагаем партнерам сразу несколько вариантов интеграции. Есть чисто офлайн-решения: когда банк-партнер может организовать в своих отделениях продажу продуктов, условно, линейки инвестиционных продуктов БКС. Такой сервис мы можем настроить банку-партнеру достаточно быстро: в компании существует несколько десятков коучей, которые могут провести соответствующее обучение персонала банка плюс, разумеется, имеются сами продукты и каналы их поставки. Но у БКС есть также и онлайн-решения:

например, разработана инновационная технология, благодаря которой можно встроить в мобильное приложение самого банка инвестиционную страницу. На этой странице представлены те продукты, которые БКС и банк-партнер совместно решили предлагать клиентам банка. Сразу после встраивания клиенты банка могут уже начать инвестировать.

Все это делается быстро, за несколько недель, для пользователя переход будет совершенно бесшовным. Причем после перехода клиент может не только совершать операции, но задавать вопросы, получать консультации.

Практика показала, что наиболее успешны бизнес-модели, когда партнер запускает обе составляющие — и онлайн, и офлайн. Тогда у клиента появляется возможность выбирать, постепенно осваивать работу с инвестициями.

— Кто ваши партнеры?

— Их довольно много, причем как банков, так и нефинансовых компаний.

Не хочется выделять кого-то отдельно, потому что все наши партнеры уникальны, и сотрудничеством с ними мы очень дорожим. В целом партнеров уже более 50, из них примерно половина — банки.

Небанковские институты — тоже перспективное направление. Особенно компании, которые работают в цифровой экономике: телекомы, провайдеры интернет-услуг и так далее. У них существует стратегия монетизации клиентской базы, естественно вырастающая из особенностей бизнеса. Известно, что компании такого плана, как правило, имеют большие базы клиентов. Чтобы использовать все преимущества этого, компании идут по пути максимально расширенного предложения различных сервисов. В том числе, финансовых. Начинают с предложения банковских услуг, затем наступает очередь инвести-

ционных продуктов. Вот тут появляемся мы и предлагаем различные интеграционные решения. Наш партнер на этом зарабатывает, повышает уровень монетизации клиентской базы. Мы, соответственно, зарабатываем тоже. Вариантов таких интеграционных схем у БКС сейчас несколько.

— Помните, года четыре назад финансисты на всех углах обсуждали, что вот сейчас на рынок финансового посредничества выйдут телекомы и сожрут всех финансистов, поскольку имеют необозримый доступ к клиентам. И вот таким изящным способом вы решили эту задачу!

— Спасибо, воспринимаю это как комплимент.

Сейчас партнерское направление развивается в БКС очень активно, оно стратегическое. Мы видим возможность входить в различные коллаборации как в некий глубокий океан, который полон бескрайних возможностей. □


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





Евгений Коган

профессор ВШЭ, автор и ведущий проекта BitKogan,
профессиональный инвестконсультант

Делай, как я

Консультировать должен человек, который хоть раз в жизни сильно обжегся и глубоко осознал, что все может пойти совсем не так

Евгений Коган, профессор ВШЭ, автор и ведущий проекта BitKogan, профессиональный инвестконсультант, рассказывает Ирине Слюсаревой о том, какими могут быть этапы строительства российского рынка инвестиционного консультирования и откуда на нем возьмутся академики.

Фотографии Павел Перов

— Евгений, как вы оцениваете состояние российского рынка инвестиционного консультирования и его перспективы?

— Оцениваю как состояние ребенка, который, по сути, делает первые шаги. Ничего нового мы не изобретаем: есть мировой опыт, мы ему следуем, идем по общеизвестному пути. Во всем мире признано, что консультировать людей в области инвестиций может только профессионально обученный специально человек, имеющий опыт, знания, глубокое понимание рисков. В идеале — который хоть раз в жизни сильно обжегся и глубоко осознал, что все может пойти совсем не так. Обучить теории можно любого, но пока новичок не осознал все риски, всю глубину возможного падения... В общем, спасибо, что НАУФОР начала создавать эту индустрию. Многие еще предстоит сделать: причем жесто-

чать регулирование для этого не обязательно, но некоторые вещи нужно форматировать. Есть, конечно, мировой опыт, но он разный. Есть места, в которых регуляторные гайки закрутили так сильно, что это бьет и по рынку, и по людям, выталкивает игроков в теневой сегмент. Форматирование — дело непростое. Перекрутишь — будет уход в серую зону, не докрутишь — тоже плохо.

Я получил сертификат старшего советника по инвестициям еще в 1992 году в западном банке и был таковым до 1996 года, пока не уехал в Россию. (Уехал потому, что тут начинало становиться очень интересно). Хорошо помню, что, будучи советником, не был обязан постоянно писать кучи бумаг. Разговор консультанта с клиентом записывался — и все. Никаких протоколов и тому подобного. Но при этом клиент работает

исключительно с советником по инвестициям, лицензированным. Советник ничего не оформляет, просто дает клиенту устные рекомендации, а разговор записывается. В итоге все общение сводится к 15–20 минутам. Когда я теперь прихожу в этот банк уже в качестве клиента, то эдвайзер у меня не спрашивает, почему я хочу купить именно эти бумаги, он смотрит только, есть ли нужные бумаги в наличии. Но если придет, условно, бабушка, то ее спрашивают о целях инвестирования, конечно. Впрочем, бабушки тоже разные. Если бабушка прочитает со-

Я бы считал достаточным просто консультировать под запись и хранить запись лет пять, избавясь ото всех бумажек. Во-вторых, я бы развел индивидуальных инвестсоветников и инвестиционные институты, оставил бы только независимых советников.

трудникам банка лекцию по индустриальной политике той страны, акции которой она покупает, то ей продадут, конечно. А если бабушка скажет, что сосед посоветовал, то нет.

В общем, много чего еще надо сделать. Но я благодарен, что ЦБ и НАУФОР начали форматировать индустрию. Потому что это правильно.

— Если советник только советует, то кто делает экзекьюшн?

— Все очень просто. На Западе советник по инвестициям, вначале разобравшись, что из себя представляет его клиент и каковы его цели инвестирования, может нажать на кнопки и лично сделать экзекьюшн. Он вправе сам исполнять сделку.

— В российском законодательном поле это было бы доверительным управлением?

— Нет, клиент же сам принял решение. Доверительным управлением в западных структурах занимается либо УК,

либо специальный отдел в банке или инвестиционной компании (его часто называют отделом PRIIP, Packaged Retail Investment and Insurance-based Products). Но эти структуры отделены от инвестсоветника китайскими стенами. Управляющий не знает, кто его клиент (может догадываться, но не более), а консультант как раз хорошо понимает, кто его клиент и каковы его истинные проблемы.

Что же касается исполнения сделки. Я не вижу ничего драматичного в том, что после того, как консультант порекомендует клиенту конкретные

бумаги и получит его согласие, он же, консультант, будет покупать. Почему нет, если клиент сам принял решение, это зафиксировано и так далее. А доверительным управлением уже другие люди должны заниматься. И важно, чтобы в ДУ клиент был отделен от управляющего. Лучше всего — фонды. Управляющий не знает своих клиентов, а просто управляет деньгами, качественно или нет.

— Есть ли в западной практике какие-то вещи, которые очень нужно внедрить у нас?

— Первая такая вещь — снижение уровня бумаготворчества. Я бы считал достаточным просто консультировать под запись и хранить запись лет пять, избавясь ото всех бумажек. Во-вторых, я бы развел индивидуальных инвестсоветников и инвестиционные институты, оставил бы только независимых советников. Как только советник становится членом организации,

у него появляется конфликт интересов. Инвестсоветник, работающий в Сбербанке, все равно становится продавцом продуктов Сбербанка. Но инвестсоветник должен быть независимым. Конечно, будет коррупция, как есть она у врачей, тут ничего не сделаешь. Но это не очень опасно, если все инвестсоветники независимы.

Что еще. На мой взгляд, в России статус инвестсоветника несколько недооценен. Ведь кто такой инвестсоветник? Это тот человек, который прошел действительно серьезный экзамен, который далее отработал в индустрии минимум лет десять, который имеет надежные рекомендации — от других инвестсоветников, в частности.

Вот лично я как стал инвестсоветником? Это было много лет назад и в другой стране, но не суть. У меня было высшее финансовое образование. Я устроился в банк на достаточно черную работу — меня усадили помогать инвестсоветнику, и затем два года я работал под его руководством. Мне повезло: он был лентяем и позволял мне делать всю его работу, давал хорошие советы.

А рядом работали и другие хорошие люди. Был такой Михайлович, старый румынский или польский еврей. Он говорил мне: куда ты спешишь? Зачем ты хочешь, чтобы клиент больше заработал? Надо, чтобы он не заработал больше, а меньше потерял. Если клиент больше зарабатывает, то тебе спасибо не скажет. А вот если он потеряет, то сразу прибежит с претензиями.

Потом советник, которому я помогал, рекомендовал меня на специальные годовые курсы. Я по-прежнему работал в банке и раз в неделю ходил на специальные курсы на целый день. Это было очень серьезное, глубокое и практическое образование. Вели занятия люди с





большим опытом практической работы, учили всем нюансам. Потом я стал советником, а уж затем за хорошую работу меня повысили до старшего советника. То есть, я стал советником благодаря рекомендациям, опыту работы и опыту взаимодействия с профессионалами.

Считаю, что инвестиционному советнику необходим большой опыт практической работы в отрасли. Человек должен увидеть разные ситуации, пройти через кризисы, через бычий рынок, медвежий рынок, увидеть, как во всех этих ситуациях ведут себя клиенты. Второй этап — экзамен. Это должен быть действительно серьезный, глубокий экза-

мен. Не на уровне сертификации CFA, конечно, но ориентированный на глубокое понимание рынка, продуктов.

Еще важный момент — советников не должно быть много. Ведь очевидно, что серьезный экзамен пройдут не все.

— Разве массовый инвестор не должен иметь возможность доступа к советнику?

— Ну вот есть аудиторы. Их немного.

— Но услуги крутых аудиторов могут себе позволить далеко не все.

— Да, поэтому имеет смысл сделать градацию советников. Ввести статусы младших инвестсоветников, старших советников. С разными правами. Младший инвестсоветник не должен

иметь права предлагать сложные продукты: только гособлигации, облигации хороших корпораций, в крайнем случае какие-нибудь не слишком волатильные акции на 10% портфеля. А вот старший инвестсоветник должен соображать во всем. Младших советников пусть будет много, но у них должны быть ограничения.

Уверен, что примерно к такой модели мы в результате придем.

Есть же такое звание — народный артист России. Почему не может быть звания народного консультанта? Или профессора в области инвестиций? Я шучу, конечно, но на самом деле нет.

— То есть в системе должен существовать не только материальный стимул, но еще и фактор престижа?

Но ведь звание профессора — это и материальный стимул, и престиж одновременно. Если человек хочет инвестировать суммы, исчисляемые в миллионах долларов, он пойдет не к мальчику, а к профессору инвестиций. И вознаграждение будет высоким по факту инвестирования значительных сумм.

Создать в индустрии инвестиционного консалтинга иерархию, создать и формализовать элиту профессии — очень важно для перспектив этой профессии и этой индустрии. Начать эту работу могла бы НАУФОР.

Итак, суммируем. Чтобы получить профессию инвестиционного консультанта, надо: во-первых, иметь многолетний опыт практической работы; во-вторых, иметь рекомендации авторитетных профессионалов; в-третьих, сдать экзамен.

Немного о рекомендациях. Статус академика, как мы знаем, очень и очень престижен. Путь к его получению лежит через голосование. Академик пожизненно избирается на общем собрании соответствующей академии, как правило, из числа её членов-корреспондентов, при этом право голоса имеют только академики. Только академики, подчеркну. Такая процедура вполне проста и очень надежна. Правильность выбора гарантирована, ведь это меритократическая процедура. Поскольку круг этих людей узок (по понятным причинам), то консолидированные решения, принимаемые ими совместно, для каждого из них

прозрачны и понятны. Наиболее достойные члены профессионального сообщества знают, кого хотят видеть равным себе. Понимают степень его профессионализма, знают его путь в профессии.

На фондовом рынке тоже не так уж много «академиков», и все они друг друга хорошо знают. Тут есть настоящие авторитеты. Я мог бы тут назвать ряд очевидных имен: это настоящие академики, просто не формализованные.

Однако все профсообщество признает их неформальный статус.

Новый человек, стремящийся войти в это сообщество, должен идти понятным путем — в той или иной форме пройти процедуру признания, баллотирования со стороны этого сообщества (формального или нет, неважно).

Создать в индустрии инвестиционного консалтинга иерархию, создать и формализовать элиту профессии — очень важно для перспектив этой профессии и этой индустрии. Начать эту работу могла бы НАУФОР, понятно почему. Алексей Тимофеев обладает моральным авторитетом, он знает на рынке всех — и все знают его.

— Но такая процедура должна быть коллегиальной.

— Согласен. Это можно обсуждать. Просто надо начать такое обсуждение. Рынку оно пойдет на пользу.

Иерархия — это и конкуренция, в том числе. Ну и благотворительностью иерар-

хическая структура может заниматься. Не на всем надо зарабатывать деньги.

— Может ли инвестиционный консультант совмещать консультирование с другими функциями?

— Считаю, что совмещать — неправильно. Совмещать инвестиционное консультирование можно только с образовательной деятельностью, это нормально. Можно преподавать, проводить вебинары и так далее. Можно заниматься работой в сегменте M&A, поскольку она не требует лицензирования. А вот брокерской или депозитарной деятельностью инвестконсультант заниматься не должен.

— А что скажете насчет автоследования? Может ли консультант подписывать клиента на такого рода сервисы?

— С сервисами автоследования не работаю, поэтому просто не имею позиции по этому вопросу. Может, да. Но скорее, нет. Формально это все-таки доверительное управление, здесь, думаю, возможен конфликт интересов. Но не берусь утверждать однозначно.

— Мешает ли вашей работе существование теневого рынка?

— Он вредит всему рынку. И не замечать этого нельзя.

Теневой рынок — зона полнейшей безответственности. Люди консультируют анонимно, дают совершенно бредовые советы. (Уж не говорю об откровенных мошенниках, вреда от них тоже много, но по крайней мере, мотивация жулика предельно понятна и ответственность за нее — тоже).

Есть такая вещь — дисклеймер.

Пишут их грамотные юристы, но содержание обычно далеко от жизни.

Вот вы хоть раз в жизни читали хоть один дисклеймер?

— Ну в совсем нестандартных ситуациях все-таки надо, наверное, пробежать договор глазами. А в ситуациях типовых все



понятно же: контрагент хочет сгрузить ответственность с себя (желательно всю) и переложить ее на меня (желательно всю). В 99,9% ситуаций сделать с этим что-либо невозможно.

— Согласен. Но правильный дисклеймер все же может существовать. Скажем, человек приходит к инвестконсультанту. И тот ему сразу же говорит: друг мой, фондовый рынок — не благотворительная организация. Просто совсем не. Люди здесь теряют деньги, причем любые. Ты готов потерять свои деньги? Вот это правильный дисклеймер.

На теновом рынке клиенту, как правило, обещают золотые горы. А про

риски не рассказывают. Но людям обязательно надо рассказывать про риски. Про плюшки они знают сами и очень хотят их получить; тогда как знания о рисках игнорируют. Когда человек приходит к консультанту, чтобы обсудить, не поучаствовать ли в IPO одной очень хорошей компании, консультант обязан ему сказать, что да: IPO очень хорошее. Но есть риски. Хочешь купить акции очень быстро растущей компании — отлично; но есть риски. И так далее.

Это правильный формат. Он же единственный. Но на теновом рынке он отнюдь не преобладает. Это ре-

ально опасно для рынка легального. Потому что лживые обещания гарантированной доходности всегда более привлекательны, чем честный разговор о рисках. Или даже они могут быть не лживыми, а просто неверными и безответственными: по причине недостатка у левого консультанта опыта, образования. Но при этом убивается имидж легального рынка.

— Что же делать с «серым» рынком инвестконсультирования?

— Вмешательство силовых органов здесь ничему не поможет. Есть только один вариант действий. Надо создавать, пестовать и делать публичными

настоящих инвестконсультантов. Чтобы все знали, что такие — настоящие — существуют. И что список таких профессионалов можно изучить, к примеру, на сайте НАУФОР. И обращаться следует только к тем советникам, которые в этом списке значатся.

А тех, которые настоящие, всячески пропагандировать и промоутировать

Фидуциарная ответственность — важная вещь, она нужна. Люди должны понимать, что за определенные поступки следует нести ответственность, притом совершенно не моральную... Но для начала надо разобраться с дефинициями.

по любым каналам. Телеграмм-каналы, социальные сети — все пути хороши. Можно сделать обязательной процедуру аккредитации.

Сейчас существует огромный спрос на образовательные программы в области инвестиций. Это реально хороший и растущий бизнес сейчас. Но не создано никаких механизмов для определения качества таких программ, для их правильной идентификации. И дело опять не только в качестве, но еще и в методе. Человек, скажем, читает курс по техническому анализу фондового рынка: это почтенный метод, он имеет право на существование; да и рассказывает о нем вполне компетентный человек. Называет он свой курс — «Основы инвестирования». Вот тут уже стоп. Нельзя называть такой курс основами инвестирования, потому что это курс по теханализу. В теханализе нет ничего плохого, но называть его курсом инвестирования — обман. Ну и так далее. Таких примеров можно привести бесконечное количество.

В общем мораль проста: весь этот рыночный сегмент должен быть отформатирован.

— Как вам видится правильное оформление фидуциарной ответственности инвестконсультанта?

— Это очень сложный вопрос. Во-первых, в стране нет судей подходящей квалификации. Во-вторых,

не сформулированы сами критерии. Скажем, сегодня глобальные рынки перегреты, но конкретно российский фондовый рынок перегрет не очень сильно. Он скорее дешев. И вот инвестсоветник советует своему клиенту покупать дешевые бумаги российских голубых фишек: Газпром, НорНикель и так далее. Клиент покупает, а через сутки на руднике компании «Норильский никель» происходит авария, котировки бумаг летят вниз. Клиент, разумеется, теряет приличные деньги, но кто персонально виноват в этом? Кто должен нести ту самую фидуциарную ответственность?

А вот другой пример. Недавно акции российской алкогольной компании «Белуга» сначала взлетели почти на 200% за несколько дней — а затем рухнули на 64%. 17 февраля объем торгов по бумагам «Белуги» превысил 1 млрд рублей — как тебе такое, Илон Маск? Они обогнали акции АФК «Система», ММК, «Северстали», еще несколько голубых фишек. При этом в прошлом году их средний дневной торговый обо-

рот составил чуть более 4 млн рублей. 15 февраля акция «Белуги» стоила 2200 рублей, через четыре дня пробила отметку в 6400, а потом опустилась до 2469.

То есть, бумагу разгоняли, и наивные люди бежали ее покупать. Если в момент разгона какой-то инвестсоветник посоветовал клиенту ее покупать, то тут все однозначно — его надо гнать из профессии.

Фидуциарная ответственность — важная вещь, она нужна. Люди должны понимать, что за определенные поступки следует нести ответственность, притом совершенно не моральную. За базар, уж простите, отвечать надо. Но сама ситуация может быть очень разной. Как-то так.

Поэтому вводить фидуциарную ответственность надо. Но для начала надо разобраться с дефинициями. ■



Формировать и стимулировать

САМЫЙ ГЛАВНЫЙ ФАКТОР — ПОНИМАНИЕ, ЧТО ЭТОТ РЫНОК НЕОБХОДИМ И НУЖДАЕТСЯ В ПОДДЕРЖКЕ

Лаура Халитова, старший аналитик отдела управления бумагами с фиксированной доходностью «Сбер Управление Активами», рассказывает журналу «Вестник НАУФОР» о том, зачем следует параллельно формировать и интерес инвесторов к рынку зеленых бумаг, и стимулы для эмитентов

Фотография Сбер Управление Активами

В прошлом году суммарный объем ESG-долга в мире (облигации, кредиты и иные долговые инструменты), который начался с первого выпуска Всемирного банка в 2008 году, превысил один трлн долларов. Спрос на зеленые активы растет, причем во всех сегментах: коллективное инвестирование, индивидуальное инвестирование, индивидуальное доверительное управление. В России первые корпоративные зеленые облигации были выпущены в 2018 году. Последующие выпуски тоже можно считать единичными кейсами. Однако в настоящее время к созданию условий для формирования рынка активно подключились и регуляторы, и национальный институт развития, и ведущие участники рынка. «Вестник НАУФОР» начинает обсуждение этой важной темы.

— Лаура, на какой стадии находится российский рынок инвестирования в зеленые активы: что уже сделано и какие задачи следует решать? Создан ли методологический центр? стандарты? инфраструктура? Словом, какова российская повестка?

— Российский рынок зеленых облигаций находится на начальной стадии развития, стадии формирования. Самый главный для него фактор — понимание необходимости существования и развития рынка данного инструмента — есть. Создается инфраструктура (уже работает Сектор устойчивого развития на Московской бирже), разрабатывается методология (проект ВЭБа, методология оценки /рейтингования от рейтинговых агентств).

Теперь главное — формирование у инвесторов интереса к данным инструментам и стимулиро-



вание эмитентов к выпуску зеленых облигаций (на сегодня в Секторе устойчивого развития обращается 7 эмитентов). Примечательно, что возможность выпуска зеленых облигаций рассматривают не только корпоративные эмитенты, но также субъекты РФ. Например, Москва планирует в мае-июне разместить зеленые облигации на сумму до 90 млрд рублей.

— ВЭБ.РФ опубликовал методологические рекомендации по зеленому финансированию: можно ли считать, что в России, фактически, появился стандарт зеленых облигаций? В какой степени российские стандарты должны соответствовать международным?
— Насколько я понимаю, летом 2020 года ВЭБ опубликовал первую версию методологических рекомендаций, после публикации они получили много комментариев и теперь работают над 2-й версией проекта. Таким образом, можно сказать, что пока оформленной методики нет.

На наш взгляд, российские стандарты должны максимально соответствовать международным, общепринятой мировой практике, чтобы привлечь зарубежных инвесторов.

— Что могло бы делать для поддержки зеленого инвестирования правительство РФ: изменения в законодательстве и нормативной базе? льготы (гарантии, субсидии, прямое финансирование)? Страхование? Гарантии спроса?

— Полагаем, что на начальном этапе развития рынка зеленых облигаций функцию стимулирования подобного инструмента должно взять на себя государство и регулирующие органы. Меры поддержки могут быть максимально широкими: государственная гарантия по выпускам, льготы по налогообложению, включение выпусков в Ломбардный список Банка России и тому подобное. Также необходимо повысить уровень информационной прозрачности эмитентов зеленых облигаций. Пока действует только мера по субсидированию процентной ставки.

— Как выглядит российский рынок зеленых облигаций сейчас: каков спрос со стороны эмитентов, из каких сегментов они могут появиться? Каков спрос со стороны инвесторов? Могут ли прийти иностранные инвесторы, какие факторы влияют на их приход?
— Рынок, как уже сказано, только формируется. Большинство из представленных в Секторе развития Московской Биржи компаний-эмитентов — посредники, привлекающие средства не под конкретный зеленый проект, что усложняет контроль за целевым использованием средств. С этой позиции интересно будет посмотреть на опыт Москвы, планирующей привлечь именно целевые средства на строительство метрополитена и замену обычных автобусов на электробусы.

Основываясь на мировом опыте, возможность получать финансирование посредством выпуска зеленых облигаций должна заинтересовать в первую очередь компании энергетического, строительного и транспортного секторов экономики.

Спрос со стороны инвесторов на подобные продукты также только начинает формироваться. Первыми его демонстрируют институциональные инвесторы. Для розничных инвесторов продукт пока малопонятен, на наш взгляд. Розничные инвесторы «голосуют рублем», поэтому спрос с их стороны могла бы простимулировать такая мера, как снижение налоговой ставки на доход по данным инструментам.

Российский рынок зеленых облигаций открыт для иностранных инвесторов прямо сейчас. Но сами они оценивают, в первую очередь, страновые риски и риски самих эмитентов. Кроме того, объем российского рынка «зеленых» облигаций пока невелик; это делает его низколиквидным. Учитывая вышеизложенное, в ближайшее время приход иностранных инвесторов оценивается нами как маловероятный, но все же возможный.

— Есть ли в России дефицит зеленых проектов? Если да, то как это можно поменять?

— Вопрос не столько в дефиците самих проектов, сколько в возможности привлечения средств на них посредством публичного размещения долговых бумаг. Под небольшие по суммам проекты, или под проекты с длинным сроком инвестирования более комфортно получить кредитное финансирование у банка/синдиката банков, чем размещать облигации на рынке. □

Локально и глобально

В НАУФОР ПРОШЕЛ КРУГЛЫЙ СТОЛ, ПОСВЯЩЕННЫЙ ПРОБЛЕМАМ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЗЕЛЕННОГО И СОЦИАЛЬНО ОТВЕТСТВЕННОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Фотографии Павел Перов

Участники: Екатерина Горбунова (заместитель генерального директора АО «Управляющая Компания ТРИНФИКО»); Сергей Дюдин (генеральный директор «ВТБ Капитал Управление активами»); Евгений Жорнист (портфельный управляющий УК «Альфа Капитал»); Анна Кузнецова (заместитель председателя правления АО «Россельхозбанк»).

Модератор: Ирина Слюсарева (главный редактор журнала «Вестник НАУФОР»).

Ирина Слюсарева. Добрый день, уважаемые эксперты. Спасибо, что нашли время для участия в обсуждении. Итак, предлагаю начать с начала, то есть, с вопроса: на какой стадии находится российский рынок зеленого инвестирования и каковы стоящие перед ним задачи.

Считается, что первые «зеленые» облигации были выпущены в 2007 году Европейским инве-

стиционным банком, предназначались они для финансирования проектов в области альтернативных источников энергии. Там в названии фигурировало слово «климатические», однако уже в 2008 году Всемирный банк выпустил классические ESG-облигации, зеленые по всем статьям. В последние несколько лет мировой рынок ESG вырос кратно, превысил 1 трлн долларов и сейчас быстро растет. В России первые корпоративные зеленые облигации были выпущены в 2018 году. Выпуски пока единичные и обзримые по объемам, хотя уже случился по крайней мере один большой выпуск. В общем, мы отстаем.

Хотя, как отмечается в материалах Московской биржи, в 2020 году зеленое финансирование в России из стадии первых отдельных кейсов стало складываться в систему. Появились не только эмитенты зеленых облигаций, но и зеленые кредиты (банки выдают их с учетом факторов



ESG), а управляющие компании запустили несколько инвестиционных фондов и индивидуальных стратегий ответственного инвестирования. На Московской бирже работает Сектор устойчивого развития, рейтинговые агентства подготовили методики верификации зеленых финансовых инструментов и так далее.

Итак, предлагаю начать обсуждение с вопроса: что же уже сделано и какие задачи стоят на повестке? Вполне ли созданы методологический центр, инфраструктура, стандарты? Словом, какова российская повестка рынка ESG?

Екатерина Горбунова. Хотела бы уточнить, мы будем говорить только о зеле-

ных облигациях — или обо всем сегменте ESG-инвестиций?

Евгений Жорнист. Ведь нельзя не учитывать, что именно зеленых облигаций на отечественном рынке пока очень мало...

Ирина Слюсарева. Цели известные, учитывая аудиторию НАУФОР. Хочется понять практические вещи: какие параметры рынка ESG-инвестиций желательны и/или комфортны для индустрии финансовых посредников.

Сергей Дюдин. Рынок ESG-долга сейчас в России фактически отсутствует. Это наглядно демонстрирует состояние Сектора устойчивого развития Московской Биржи, который,

как известно, был создан именно для продвижения финансирования проектов в области защиты окружающей среды и социально значимых проектов. При этом сейчас реально в Секторе торгуются облигации 6 эмитентов. Некоторые из них сделали несколько выпусков, итого сейчас на площадке обращаются 18 бумаг, часть из них социальные, часть — зеленые. При этом существенная часть обращающихся выпусков вызывает вопросы еще и в плане кредитного качества.

Иными словами, сейчас зеленого/социального публичного доступного долга на российском рынке, по существу, почти нет. При этом социальные



бумаги, по факту, лидируют. Большой выпуск социальных еврооблигаций в конце прошлого года сделала (впервые в России) корпорация РЖД. И буквально на днях МТС обещала разместить социальные биржевые облигации на 4,5 млрд рублей; средства от размещения будут направлены на подключение к интернету социально значимых объектов в восьми субъектах РФ. (Прим. ред. — Когда номер готовился, 3-летние «социальные» облигации ПАО «МТС» объемом 4,5 млрд рублей были размещены на площадке Московской биржи). Но рынок в целом пока только создается, он находится даже не в зачаточном, а в предзачаточном состоянии, сказал бы так.

Ирина Слюсарева. То, что первыми стали выпускать в рыночном объеме именно социальные облигации — это тренд?

Сергей Дюдин. Не думаю. Скорее, так сложилось случайно. Возможно, у коллег есть другие версии.

Евгений Жорнист. Вполне согласен с такой оценкой рынка. Я тоже анализировал его состояние и добавил бы, что, помимо названных Сергеем Дюдиным, возникают еще и вопросы методологического плана. Скажем, выпуск социальных облигаций РЖД, по объему вполне рыночный, был сделан не на площадке Сектора устойчивого развития Московской Биржи.

Наверное, если иметь целью развитие отечественного рынка ESG-инвестиций, то следовало бы формировать на нем единые правила, единые стандарты. Мне как управляющему хотелось бы, чтобы рынок для бумаг такого рода не был фрагментарным, чтобы его можно было отслеживать целиком.

И да, эмитентов в этом сегменте пока крайне мало. Для того, чтобы эмитент захотел выпускать именно ESG-облигации, его надо стимулировать. Выпуск таких бумаг влечет для эмитента дополнительные затраты:

нужно обособить средства, иначе оформлять эмиссионные документы, нужно платить независимым оценщикам (которые будут отслеживать, что полученные деньги пойдут именно на заявленные цели) и так далее. По идее, для компенсации этих затрат эмитент должен получить более низкую ставку купона.

В тех странах, где рынок уже сложился, именно так и происходит. Более низкая ставка купона, безусловно, стимулирует эмитента. Но если посмотреть со стороны инвестора, то по каким соображениям он захотел бы покупать бумагу с более низким (при прочих равных) купоном? Очевидно, что инвестору тоже нужен стимул для такой сделки.

Кроме того, некоторые ESG-облигации доступны не всем категориям инвесторов. Скажем, упоминавшиеся социальные облигации РЖД ориентированы на квалифицированных инвесторов-юрлиц; это создает ограничения для их покупки в портфель паевого фонда, поскольку ПИФ юрисдикцией не является.

Анна Кузнецова. Но облигации РЖД разрешены для покупки только юридическим лицам, являющимся квалифицированными инвесторами, не потому, что они социальные, а потому, что они вечные. Эмитент решил совместить в одном выпуске несколько разных характеристик: вечные и социальные. Они не обязательно должны сочетаться, это выбор эмитента.

Евгений Жорнист. Да, конечно. Просто я сейчас немного о другом. Я о том, что «зеленых/социальных» бумаг так мало, а самый крупный выпуск перво-классного эмитента и вовсе нельзя купить в ПИФы. И, конечно, для развития рынка ESG нужно создавать мотивацию — скорее всего, и для эмитентов, и для инвесторов, и это будет двигать рынок.

Если смотреть со стороны инвестора, то чем является для него этот ры-

нок сейчас? В «Альфа-Капитал» сейчас успешно действует стратегия доверительного управления, куда входят ESG-активы, также мы рассматриваем такие бумаги для покупок в широкий портфель активов — скажем, в обычный ПИФ облигаций. Но пока тот факт, что конкретная облигация еще и зеленая, является скорее дополнительным бонусом. А по мере того, как рынок будет развиваться, будут создаваться и новые соответствующие стратегии, и ПИФы, нацеленные именно на зеленые/социальные облигации. Такой фонд будет покупать только зеленые облигации. Это будет обеспечивать расширение спроса; соответственно, это повлечет за собой снижение доходности.

Сергей Дюдин. Имеет смысл рассмотреть мотивы, которые заложены в саму повестку устойчивого развития. Чтобы получить официальный статус «зеленого», выпуск облигаций должен соответствовать принципам международной ассоциации ICMA в области «зеленого» финансирования: там оговаривается использование средств, процесс оценки и отбора проектов, управление средствами и отчетность. В принципах не говорится о том, что доходность таких инвестиций следует приносить в жертву промоутированию зеленых или социальных идей. Но по факту зеленые/социальные бонды подразумевают более низкую доходность для инвестора. Инвестор должен учитывать долгосрочные цели развития общества и гармонизировать свое стремление получить как можно более высокую доходность с достижением этих целей.

Поэтому, соглашусь, обязательно следует обсуждать стимулы и для эмитента, и для инвестора. Стимулы для эмитента (предоставляемые со стороны регулятора и государства) могут выражаться в субсидировании ставки. А для физических лиц стимулом может быть сокращение срока

владения облигациями, после которого инвестор получает льготы по налогообложению: например, срок владения может быть сокращен с трех лет до одного года. Или может меняться лимит объема инвестиций, попадающих под льготы.

Такие меры будут стимулировать инвестора, это с большой вероятностью приведет к снижению ставки купонного дохода, что будет выгодно уже эмитенту.

Ирина Слюсарева. Прозвучала фраза «если будет субсидироваться ставка». Это пожелание в сторону министерства финансов?

Сергей Дюдин. Сейчас в правительстве рассматривается большой пул мер по стимулированию развития этого рынка и даже шире. Рассматривается целый ряд программ в области устойчивого развития, экологии, энергосбережения и так далее.

Ирина Слюсарева. Хочу зачитать одну цитату. Выступая на РЕПО-форуме, Андрей Шеметов, старший вице-президент Сбербанка, сказал: «Чтобы соответствовать новым европейским требованиям в области ESG, нужно в течение многих лет инвестировать 2% ВВП в трансформацию наших предприятий». Первый зампред Банка России Сергей Швецов согласился, что трансформация будет затратной, «но это надо делать». И задача ЦБ как регулятора — предупредить риски финансового сектора, связанные с ESG-трансформацией. «Переход на новую повестку может поменять местами лидеров и аутсайдеров российского финансового рынка», — сказал Швецов.

Замминистра финансов РФ Алексей Моисеев, выступавший на том же форуме, призвал крупнейшие российские компании скорее внедрять принципы ESG в корпоративное управление, поскольку западные фонды уже стали выходить из акций компаний, у которых таких принципов нет.

То есть, без мощного стимулирования со стороны государства и регуляторов наши процессы не запустятся.

Сергей Дюдин. Ну по факту они уже запустились. Рынок развивается, идеология ESG овладевает умами. Но на первых этапах развития западного рынка тамошние регуляторы его не только поддерживали, а, по сути, формировали — пока он не набрал критическую массу.

Евгений Жорнист. Если эмитентам дадут какие-то налоговые послабления, о которых сказал Сергей, то дальше рынок сам их распределит своей невидимой рукой. Если ставка будет субсидирована, например. Иными словами, если льготы будут даны только инвесторам или только эмитентам (а не всем одновременно), то далее они могут быть частично перераспределены через конечную доходность облигаций.

Ирина Слюсарева. Екатерина, добавьте? **Екатерина Горбунова.** Разрешите поделиться мнением об инвестировании в компании, следующие принципам устойчивого развития. Те компании, которые стремятся в своем развитии и функционировании ответственно относиться к окружающей среде (environmental) и социальным вопросам (social), совершенствовать уровень корпоративного управления (governance), оказываются более устойчивы в периоды кризисов, менее склонны к банкротству. Это происходит потому, что менеджмент таких эмитентов строит планы на длинную перспективу, действует более предусмотрительно по сравнению с эмитентами, ставящими на первое место быстрое получение прибыли. Соответственно, инвесторы, покупающие ценные бумаги таких компаний, оказываются более защищены в долгосрочной перспективе.

АО «Управляющая Компания ТРИНФИКО» в прошлом году прошла процедуру верификации следования принципам устойчивого развития и получила ESG-рейтинг от Национального рейтингового агентства на уровне B1,

подтверждающий, что компания в значительной степени интегрировала повестку ESG в свою деятельность, демонстрирует достаточный уровень качества соблюдения соответствующих практик и динамику развития в данном направлении.

Мы пошли по этому пути для того, чтобы глубже понять, как должна работать управляющая компания, когда она в качестве инвестора формирует портфели, базирующиеся на ESG-факторах. Наш собственный опыт следования принципам устойчивого развития показал, что при таком подходе стратегия реально удлиняется. Если компания-эмитент ориентируется на фактор устойчивого развития, она просто не может иметь краткосрочную стратегию. Такая компания заботится о своем персонале, о клиентах, об окружающей среде и экологии, а также об акционерах и инвесторах. В итоге она учитывает в своей деятельности значительно больше факторов. Такая компания имеет более высокие кредитные рейтинги, получает более свободный доступ к финансированию, она более открыта, обычно платит высокие дивиденды, и, в результате, становится более известной на рынке — все это приводит к тому, что увеличивается лояльность потребителей и инвесторов. В результате, доходности облигаций компании, следующей принципам устойчивого развития, со временем снижаются.

На российском рынке есть очень хорошие примеры таких компаний: телекомы, крупнейшие банки. Так что для инвесторов устойчивое развитие эмитента — это важно. Если посмотреть на длинных горизонтах, то индексы, формируемые из бумаг эмитентов, которые следуют принципам устойчивого развития, приносят более высокий доход. И они более устойчивы в периоды кризисов, менее волатильны.

Западные инвесторы все эти вещи уже поняли, поэтому компании там переходят на ESG-стратегии более

активно, чем в России. Я согласна с тем, что в России эта отрасль пока находится в зачаточном состоянии. Многие думают, что стимулом к развитию стала пандемия, но я так не считаю.

Движение к устойчивому развитию началось раньше, примерно в 2017 году правительством РФ уже была принята первая зеленая повестка, была одобрена концепция публичной нефинансовой отчетности для корпоративных заемщиков.

Пока такая отчетность не является необходимой, но мы к этому, уверена, еще придем. Уже сейчас инвесторы, думающие о приобретении облигаций конкретной компании, обязательно задают вопросы о нефинансовой отчетности эмитента и подтверждении ею следования принципам устойчивого развития. Особенно иностранные инвесторы. Портфельные управляющие нашей компании, приобретая облигации на первичном рынке, также задают вопросы эмитентам и организаторам о наличии ESG-рейтингов. Надо заметить, что многие эмитенты на вопросы такого рода до сих пор отвечают отрицательно. Говорят так: мы слышали, что это имеет значение; но даже не представляли, что это настолько важно. Часть эмитентов, которые очевидно ничего не загрязняют, формально не могут получить соответствующий статус, поскольку не работали над его получением. Для управляющих ESG-фондами это большая проблема. При значительном количестве достойных претендентов выбор бумаг в портфель ограничен.

Проблема верификации следования эмитентом принципам устойчивого развития имеет очень серьезный масштаб. Просто потому, что тщательно изучить все внутренние аспекты деятельности компании, особенно аспекты нефинансовые (к которым относятся и факторы ESG) — дело очень непростое. Эти аспекты трудно формализовать, трудно выразить циф-

рами. Решить эту задачу эффективно способна, пожалуй, верификация, то есть, профессиональный анализ ESG-рисков организации со стороны независимых аналитических агентств, имеющих утвержденные методики и значительный опыт в этой сфере. Можно только мечтать о том, чтобы процедуры верификации выполнялись во всех компаниях-эмитентах, но пока это делают только избранные. В основном это крупные интернациональные компании или компании, ориентирующиеся на иностранных инвесторов. Когда практика верификации станет повсеместной, размещения бумаг эмитентов, поддерживающих такие процедуры, будут проходить не с премией, а с дисконтом — по причине серьезного увеличения объемов спроса на их ценные бумаги. Но сейчас стоимость размещения таких облигаций для эмитента выше.

Когда будет большой спрос, то естественным образом будет формироваться дисконт. Он называется гриниум, это пока непривычный для российского рынка термин.

Ирина Слюсарева. Гриниум?

Екатерина Горбунова. Да. Гриниум — это результат повышенного спроса на ESG-облигации со стороны инвесторов, придерживающихся ответственного подхода при инвестировании. На развитых рынках значительные переопределения при размещении таких бумаг приводят к размещению ESG-облигационных выпусков со скидкой по доходности по сравнению с обычными выпусками сопоставимых эмитентов. Дисконт по доходности, который называют гриниум, инвесторы готовы предоставить эмитенту/заемщику для выполнения последним экологической или социальной повестки.

Так, эмитент, выпускающий зеленую облигацию, может — из-за высокого спроса со стороны инвесторов — установить меньший купон по незеленой облигации. На запад-



ных рынках такой дисконт может предоставляться в размере до 20–30 базисных пунктов за сам факт «зелености» инструмента (когда эмитент берет обязательство, что на деньги, полученные от эмиссии зеленого инструмента, он реализует конкретные экологические проекты). На российском рынке ничего подобного пока не существует. Скорее, наоборот: зеленые бумаги размещаются с небольшой премией. Это связано с тем, что они пока обладают низкой ликвидностью. Те зеленые бумаги, которые торгуются на Московской Бирже, я как управляющий просто не могу включать в свои портфели именно из-за того, что они торгуются неактивно. Там есть и неплохие эмитенты. Но купить их все равно сложно, потому что они не обладают достаточной ликвидностью.

Поэтому тема развития рынка зеленых/социальных инвестиций очень важна и актуальна. И она уже начала реализовываться. Пандемия этот процесс только подстегнула.

В частности, тут был задан вопрос, почему сейчас преобладают выпуски социальных, а не зеленых облигаций. На мой взгляд, эта тенденция связана с пандемией. И наблюдается эта тенденция во всем мире. В 2020 году социальные облигации стали выпускаться в больших объемах, чем зеленые. Потому что государства стремились поддержать своих граждан, в том числе, через поддержку национальных систем здравоохранения. В России социальных облигаций пока всего две.

Анна Кузнецова. Четыре выпуска, три эмитента: облигации ООО «СФО Социального развития» общим объемом 5,6 млрд рублей, источником обслуживания которых являются субсидии Республики Саха и Якутска; второй эмитент — Совкомбанк и третий — МТС.

Ирина Слюсарева. Екатерина, а инвесторы-физлица тоже стремятся приобретать зеленые/социальные облигации,

незвизирая на то, что сейчас они торгуются, по вашим же словам, с премией?

Екатерина Горбунова. Мы задумали сделать ESG-фонд ровно год назад, в марте 2020 года, когда стало понятно, что на фоне надвигающейся пандемии общечеловеческие ценности и забота об экологии становятся приоритетом для значительного числа инвесторов. Мы осознали, что пришло время сделать этот фонд, и мы к этому готовы. Спустя год мы полагаем, что не ошиблись. Ответственное инвестирование — это тренд на многие годы вперед.

Был создан ОПИФ рыночных финансовых инструментов «ТРИНФИКО ЭКОФИНАНС», со стратегией инвестирования в смешанный портфель ценных бумаг (облигации + акции) компаний, удовлетворяющих метрикам ESG-инвестирования с приоритетом экологического фактора.

Многие коллеги оценивали потенциальный интерес инвесторов к этому фонду довольно скептически. Но время показало, что если правильно работать с темой, то перспектива есть. Вспомните, как начиналась история с повышением финансовой грамотности населения шесть лет назад, и как мы продвинулись сейчас. Воспитанием ответственных инвесторов нужно заниматься активно и последовательно, тогда все получится. Важно показывать инвесторам, что целесообразно думать не только о сиюминутной выгоде, но и об окружающей среде, о необходимости социальной поддержки своего региона, а также о развитии: как своем собственном, так и компании, в которую инвестируешь. Такой подход к инвестициям будет приносить доходы дольше и стабильнее, с меньшими рисками. И частным лицам, и финансовым институтам придется выйти на новый уровень ответственности в вопросах инвестиций: это требование времени.

Многие спрашивали, зачем приобретать зеленые облигации, если они мало доходны.

Ирина Слюсарева. Вот.

Екатерина Горбунова. Дело в том, что покупка «зеленой» или «социальной» ценной бумаги — это влияние на будущее. Просто оно опосредованное, небыстрое. Но важно для инвесторов. Человеку важно влиять на мир. Чтобы сильнее вовлекать инвестора в эту тематику, надо работать, в частности, проводить соответствующие просветительские мероприятия. УК ТРИНФИКО над этим работает уже несколько лет.

Сергей Дюдин. Вы сказали, что в отношении фонда «Тринфико Экофинанс» у части сотрудников был скепсис, но потом он развеялся. По каким же причинам он развеялся, если не секрет: в этот фонд пошли большие притоки?

Екатерина Горбунова. Не могу сказать, что сейчас эта тема среди российских инвесторов очень популярна. Ее надо развивать, тогда она станет популярной.

Но в мировом, так сказать, масштабе фонды социальных инвестиций в 2020 году получили колоссальные притоки, это факт. Это подтверждено статистикой. Западные инвесторы учитывают ESG-факторы. Здесь упоминались зеленые облигации РЖД, в которые серьезно вкладывались и иностранные инвесторы.

Но тут есть одна тонкость. Недостаточно, чтобы облигация была зеленой. Статус зеленой означает, что деньги, полученные в результате эмиссии, будут потрачены на конкретные экологические проекты. Но если параллельно компания имеет другие доходы, которые нельзя считать достаточно чистыми, то некоторые инвесторы считают, что общая «незеленость» перевешивает факт «зелености» одного выпуска. Иностранные инвесторы учитывают не только выпуск одной зеленой бумаги, но в целом деятельность эмитента. Это следует учитывать.

Ирина Слюсарева. Анна, предлагаю слово вам.

Анна Кузнецова. Я считаю, что минимально необходимые элементы инфраструктуры рынка ESG в России существуют. Внешние вызовы, которые заставляют страну развивать этот рынок, тоже есть. Как минимум, это ряд международных соглашений, которые мы подписали. Так что повестка актуальна и будет актуальна в ближайшее время.

Если мы вспомним, какие глобальные риски следующих 10 лет были озвучены на Всемирном экономическом форуме-2019, то все они связаны с экологией. Соответственно, почти все страны – участники Форума приняли программы углеродной нейтральности; каждая страна движется к ее выполнению в своем темпе. Россия тоже участвует в этом движении. Понятно, что задач очень много. Но инфраструктура для их решения существует.

Сегодня в России существуют все факторы, которые могут стать основой роста ESG-финансирования: внешние вызовы, интерес регуляторов, финансовых институтов и инвесторов, а также наличие необходимой инфраструктуры. Разработана национальная таксономия «зеленых» проектов ВЭБ.РФ и дополнительно прорабатываются меры стимулирования рынка «зеленых» облигаций.

Ожидается, что в 2021 году должны быть утверждены цели устойчивого развития до 2030 года.

Так что, повторюсь, минимальная инфраструктура есть. Но у рынка не хватает стимулов для активного продвижения практик ответственного инвестирования.

Ирина Слюсарева. Анна, вы не могли бы коротко резюмировать, какова ваша оценка рынка в целом? Выделите, пожалуйста, из всего названного вами множества факторов самое важное?

Анна Кузнецова. В целом рынок сейчас выглядит так: спрос со стороны эмитентов на зеленые/социальные бумаги ограничен, так как их верификация — новая, сложная и платная

процедура, а разнице в стоимости привлеченных денег на российском рынке пока нет, поскольку спрос инвесторов не отличается от иных выпусков облигаций. Отдельного спроса на «зеленые» инструменты со стороны российских инвесторов нет, так как у нас пока отсутствует культура ответственного инвестирования, нет кривой – бенчмарка на российском рынке. Нужны дополнительные стимулы от государства.

Среди иностранных инвесторов есть класс тех, кто ориентирован на ESG, но в российские корпоративные выпуски они почти не инвестируют, при этом спрос на евробонды российских компаний высокий.

Давайте более четко определим предмет нашей дискуссии. Говоря об облигациях, мы говорим лишь о зеленых и социальных облигациях, но вместе с тем повестку устойчивого развития затрагиваем целиком. Между тем в мире очень много типов ESG-облигаций: и зеленые, и социальные, и климатические, и переходные, и устойчивого развития. В прошлом году облигации этого сегмента были выпущены в рекордных объемах. Кроме облигаций, есть ETFs и биржевые фонды. То есть налицо быстрое развитие данного направления. Россия участвует в этом процессе в своем темпе.

УК РСХБ стала одной из первых на финансовом рынке, кто начал внедрять ESG-инструменты в свою линейку продуктов. 29 июня 2020 ООО «РСХБ Управление Активами» запустило первый в России биржевой фонд, основанный на принципах ESG с первым ESG рейтингом от RAEX-Eurore BBB (ESG). Это позволило привлечь интерес ответственных институциональных и частных инвесторов к портфелю акций ведущих российских компаний, входящих в «Индекс МосБиржи – РСПП Вектор устойчивого развития, полной доходности». По итогам IV квартала 2020

года фонд показал высокий результат и занял 1 место по доходности среди биржевых фондов. То, что инструмент продемонстрировал лучший результат, говорит о том, что капитализация компаний, следующих принципам ESG, растет быстрее, чем у тех, кто не следует данным принципам.

Полностью согласна со всеми спикерами в том, что для эмитента затраты на выпуск зеленых/социальных бумаг и их поддержание в Индексе МосБиржи – РСПП выше, чем на обычный. Когда инвестирование в компании, следующие принципам ESG, станет популярным, ставка уменьшится, и это компенсирует стоимость выхода на публичный рынок с ESG-облигациями.

Со временем ESG станет важным принципом инвестирования: об этом свидетельствует социальный портрет современной молодежи. По данным Института психологии РАН, одной из основных ценностей поколения Z (людей, рожденных в период с 2000 года) является решение общественно значимых проблем, в том числе экологических. Сегодняшние школьники и студенты — это завтрашние инвесторы, топ-менеджеры компаний, владельцы бизнесов. Экология давно входит в топ-5 предметов в школах и вузах, а количество активистов среди молодежи растет с каждым годом. Уже завтра активное поколение будет принимать решения, куда вкладывать деньги, и уже сейчас можно сказать, что выбор многих будет обусловлен принципами устойчивого развития.

Несмотря на шаги отдельных участников рынка, сегодня нет единого мнения по классификации ESG-проектов, нет единых стандартов того, что считается «зеленым». Наиболее популярным стандартом «зеленых» облигаций в мире является стандарт международной ассоциации рынков капитала (ICMA). Европейская комиссия разработала EU Taxonomy, ВЭБ.РФ внедряет свою таксо-

номию, Китай и США пытаются выработать свои принципы. В России существует 2 списка верификаторов: у ВЭБ.РФ и список, утвержденный Московской Биржей.

К чему же приводит такая фрагментарность? Например, какой-то эмитент сделал выпуск зеленых облигаций. Верификацию эмиссии прошел у верификатора, которого утвердила Московская Биржа. По критериям ВЭБа этот выпуск — не является зеленым, потому что у ВЭБа другие верификаторы. И получается, что общего стандарта нет.

Конечно, нашему рынку необходимы единые стандарты раскрытия нефинансовой отчетности. К этой теме в 2017–18 годах подходило Министерство экономического развития, но по факту сегодня утвержденного стандарта раскрытия информации нет.

Банк России заложил подход, при котором в эмиссионной документации нужно описать, что выпуск зеленый, описать, куда пойдут привлеченные деньги, отделить их от других денег. Получается, что, скажем, коммерческий банк может выпустить зеленые/социальные облигации в единственной конфигурации: когда есть конкретный проект, банк его профинансировал своими деньгами, потом сделал под этот проект выпуск облигаций и деньгами от эмиссии заместил потраченные ранее деньги. Сделать так, чтобы банк сначала привлек деньги, а потом стал кредитовать ими проекты, текущее регулирование не позволяет. Выстраивание такого рода учета также требует расходов со стороны эмитента, как корпоративного, так и банка.

Я вижу три направления ESG-инвестиций, которые точно будут развиваться.

Первое направление — зеленые облигации корпоративного сектора и коммерческих банков. Направление второе — все, что связано с социальными объектами (детские сады, развивающие и образовательные центры, поликлини-

ки и так далее); эти проекты тоже могут привлекать деньги на открытом рынке. Направление третье — фонды акций и облигаций. Поэтому я считаю, что расширение линейки инструментов будет происходить.

А также необходимо расширение типов инвесторов, которые будут вкладывать деньги в эти инструменты. И здесь, мне кажется, следует строить мостик между целями государства относительно развития ESG-сегмента и финансирования ESG-проектов (эти цели прописаны в большом количестве программ: экологии, энергосбережения, переработки мусора и других) и финансовыми инструментами, которые могут появиться на рынке.

И, конечно, все это следует подкреплять стимулированием. В стимулировании могут быть три составляющие. Во-первых, налоговая для розничных и институциональных инвесторов. Во-вторых, регуляторная в части нормативов и инвестиционных деклараций регулируемых инвесторов. И в-третьих, стимулы для эмитентов. Это могут быть налоговые стимулы или субсидирование части ставки. Для розничных инвесторов, инвестирующих в зеленые/социальные бумаги, сейчас было можно отменить 13% налог на купон. Можно ввести льготу по сроку владения для получения налогового освобождения.

Было бы здорово, чтобы государственные программы в области ESG были поддержаны стимулами, ведь интересы государства и инвесторов в данном случае совпадают.

Ирина Слюсарева. И кроме того, такие бумаги могут давать дополнительные возможности диверсификации портфелей, верно я понимаю?

Анна Кузнецова. Это, скорее, в перспективе. Мировой опыт (Европа, Америка) свидетельствует, что котировки акций эмитента, анонсирующего выпуск зеленых облигаций, также начинают расти. А на примере рынка Германии видно,

что разница в доходности идентичных выпусках зеленых и обычных облигаций составляет 10–30 базисных пунктов, спред, как правило, также уже.

Для достижения такого результата в России сначала необходимо простимулировать процесс. На следующей стадии он начнет развиваться сам, направляемый той самой невидимой рукой рынка.

Ирина Слюсарева. Я недавно читала про забавный случай, когда компания объявила о соблюдении ESG-стандартов на том основании, что у нее в штате одинаковое число сотрудников-мужчин и сотрудников-женщин. Все-таки не является ли это некоторой профанацией зеленой повестки, что ли? Это ведь чистая симуляция социальной ответственности. Процедуры верификации могут решать проблемы такого рода? Или вот у ВЭБа два верификатора, а у МосБиржи больше десяти: откуда может прийти сигнал гармонизировать оба эти списка?

Сергей Дюдин. Сейчас источника такого сигнала нет. И это большая проблема. Уважаемые международные провайдеры рейтингов накопили в этом плане больше опыта, разработали массивы методологий. Но и там случаются анекдотические ситуации, когда один и тот же эмитент в рейтингах, составляемых разными агентами, может находиться на разных позициях: где-то вверху, а где-то в самом низу.

Многие занимаются так называемым зеленым камуфляжем, гринвошингом, потому что стандарта нет.

СПРАВКА. Зелёный камуфляж (также greenwash или гринвошинг) — форма экологического маркетинга, в которой обширно применяется «зелёный» пиар. Его цель — ввести потребителя в заблуждение относительно экологичности продукции или услуги, представить их в благоприятном свете. Зелёный камуфляж используется для создания имиджа экологически-ориентированной компа-

нии и увеличения продаж/выручки на этом факторе.

Формат ESG предусматривает достижение 17 целей. Зеленых из них только треть. Прочие относятся к области социального роста, экономического равенства, доступа к дешевой электроэнергии (что противоречит зеленой повестке, кстати) и так далее.

История сложная. Сейчас многие компании стали выпускать свои ESG-стратегии. Обычно это увесистый том страниц на 200, в котором про компанию говорится очень много хорошего, особенно в плане ее стремления к экологической безопасности и социальной ответственности. Оценить реальность этих заявлений сложно, процесс допускает манипуляции.

Для инвестора сложный вопрос: как определить зеленые аспекты деятельности? Простейший, но ущербный подход — в принципе исключить из инвестиционной вселенной компании нефтегазодобычи и сырьевые. Инвесторы сейчас, пытаясь следовать модной повестке, часто пытаются идти именно методом такого исключения. И выбрасывают подобные компании из зоны своего внимания, из своей инвестиционной вселенной.

Совершенно очевидно, что такой подход создает большие проблемы для России, для российских эмитентов. И это подход в принципе неверный. Сырьевой (в том числе газовый/нефтяной) сектор составляет не менее 70% капитализации российского рынка. С какой стати надо лишать эти компании дешевого финансирования, если оно необходимо как раз и для устойчивого развития, и для экономического роста, и для улучшения экологии?

Закрывать доступ к дешевому капиталу — абсолютно безответственный подход. Но в ситуации отсутствия единых стандартов, единых подходов метод исключения вполне подменяет идею устойчивого развития.





Ирина Слюсарева. Однако! А делать-то что?

Сергей Дюдин. Надо проникнуться идеей, что устойчивое развитие — это позитивный важный тренд, но вместе с тем многофакторный и комплексный. Профессиональному сообществу надо выработать стандарты как можно быстрее. Также ведущую роль играют государственные органы. Например, с 1 апреля европейские УК со штатом свыше трех человек обязаны объяснять местному регулятору обоснованность своих покупок ценных бумаг с низкими ESG-рейтингами. Понятно, что компании-эмитенты будут вынуждены эти политики у себя внедрить.

Или вот другой сюжет: европейская регуляция относительно снижения карбонового следа является трансграничной, она распространяется не только на европейские компании. Фактически это налог, и он будет взиматься с российских компаний.

Ирина Слюсарева. Так надо стремиться как можно быстрее эту повестку корректировать! Или будем серьезно проигрывать.

Анна Кузнецова. Совершенно верно.
Сергей Дюдин. Компании уже корректируют что могут. Если посмотреть на мировые практики, то в рейтинге (не помню, какого именно провайдера) первую строчку, лидерскую первую строчку занимает компания Chevron. Нефтеперерабатывающая, как мы понимаем, компания.

Ирина Слюсарева. И никаких следов карбонового следа.

Сергей Дюдин. Дело же не в том, что компания нефтедобывающая. Мир не может обходиться без нефти. Речь идет о том, как компания развивает зеленые практики. Да, они добывают нефть. Но добывают ее все чище и чище, по все более высоким стандартам, меньше загрязняют, глубоко перерабатывают и так далее. Опять же, социальные проблемы успешно решают.

А вот компания Тесла, которая в таком рейтинге должна, казалось бы, находиться вверху, — находится, напротив, внизу. Потому что они не занимают никаким повышением стандартов. И с корпоративным управлением у них не все гладко. А в-третьих, батарейки надо утилизировать экологически безопасно, с этим у Теслы тоже серьезные проблемы.

Ирина Слюсарева. Что ж получается: компании реального сектора проигрывают виртуальным?

Сергей Дюдин. Не факт! Текущий ковидный локдаун показал, что людям очень сложно жить, не потребляя привычные реальные товары и услуги. Да и целью ESG-политик являются совершенно не виртуальные вещи: экономический рост, социальная стабильность, хорошее трудоустройство. Эти цели нельзя обеспечить через уход в развитие только виртуальных сервисов. В России, скажем, очень много моногородов. Их жители не могут ведь массово переквалифицироваться и начать кодить видеоигры. Вопрос заключается в том, как обеспечить комплексный подход, который бы исключал или минимизировал то выхолащивание зеленой повестки, которое генерируется этой же самой зеленой повесткой. Задача-то состоит в том, чтобы дать тем же сырьевым компаниям дешевое финансирование и побудительные мотивы. Для того, чтобы они становились более экологичными, внедряли передовые стандарты, технологии, становились более зелеными и более социальными.

Вот задача.

Ирина Слюсарева. Евгений, вы не хотели бы высказать?

Евгений Жорнист. Тут говорилось о том, что инвесторам-физлицам следует быть сознательными и инвестировать в социально, экологически ответственные компании. Но явно не все инвесторы-физлица столь сознательны. Есть ощущение, что многие из них предпо-

тнут инвестировать в бумаги не столь продвинутых эмитентов, если они дают более высокую доходность. Поэтому стимулы к развитию должны идти со стороны государства.

Екатерина Горбунова. Согласно с коллегами, исключать из рейтингов компании за то, что они потенциально могут быть экологически грязными, для нашей страны нецелесообразно.

Теперь о самой проблеме верификации. Сейчас в России, кажется, около 10 верификаторов. Есть российские рейтинговые агентства, они верифицируют эмитентов, зеленые/социальные выпуски и даже продукты. Свои методологии, как говорила Анна, они направляют в Банк России в уведомительном порядке. И, вероятно, имеют возможность согласовать какие-то спорные моменты. Но у разных РА методологии значительно отличаются, это же видели, когда выбирали рейтинговое агентство для получения рейтинга нашей компании.

Между тем, я полагаю, что наличие ESG-рейтингов необходимо, поскольку оно дает инвестору возможность сравнивать бумаги, эмитентов, достаточно быстро понимать, реально ли компания-эмитент применяет ответственные практики. Иными словами, рейтингование — это все-таки определенная стандартизация.

В целом сложность рейтингования связана с тем, что легко считаются только финансовые показатели. Но для инвестирования одной финансовой отчетности недостаточно: нужно еще оценивать и корпоративное управление, и другие нефинансовые показатели, например отношение к окружающей среде. А такие вещи очень сложно формализовать и оценить. Далее, почти невозможно сравнивать показатели финансовых компаний и промышленных.

Сложность процедур верификации очевидна, это не только российская проблема, она существует во всем мире.

Поэтому я думаю, что рейтингов должно быть достаточно много. И методики рейтингования должны быть открытыми. А инвестор выберет те, которым верит. Причем ему не обязательно ограничивать свой выбор одним агентством. Самых источников рейтингования на рынке не должно быть только три, нужно больше.

Кроме того, не следует забывать, что во всем мире, помимо рейтинговых агентств, верификацию осуществляют также аудиторские и консалтинговые компании. Они тоже могут давать свои заключения. Это очень хорошая возможность получать мнения из разных источников. Рейтинговые агентства хороши тем, что публичны и пытаются производить оценку по единым критериям. Консалтинг закрыт, но у него есть свои достоинства, он может владеть более глубокой экспертизой по конкретным направлениям. Мне кажется правильным, чтобы какие-то верификаторы были и правительственными, но это не должны быть верификаторы последней инстанции.

К процессу могут подключаться и профессиональные участники. Например, *second opinion* могла бы давать Торгово-промышленная палата, или другие организации, которым доверяет инвестор — конкретный инвестор.

Но в целом, верификация — обязательная вещь. Она сильно упрощает принятие решений. Особенно в той части, которую фактически невозможно выразить в цифрах.

Кроме того, помимо рейтингов, российскому рынку нужны бенчмарки. Задачу их создания и поддержания могла бы решать Московская Биржа. В частности, для бумаг нового типа (зеленых и социальных) должна быть создана базовая кривая.

Вся эта политика развития должна формироваться сверху, ее создателем и проводником должно быть государство. **Анна Кузнецова.** Я согласна с Екатериной: верификаторов должно быть не-

сколько, и они должны быть разными. Как мне кажется, у проблемы верификации есть три важных аспекта.

Во-первых, это собственно верификация: и конкретного выпуска, и проекта в целом. Тут нужны эксперты, причем ими должны быть не только рейтинговые агентства, но и в целом инстанции, обладающие экспертизой, которая дает им возможность реально оценить проект, его влияние на окружающую среду, возможность снижения вредных факторов и так далее. Это совсем другая экспертиза, и сегодня ее на финансовом рынке нет. Возможно, частично она может быть у некоторых банков, потому что выдачу кредита могут предварять процедуры проектного due diligence.

Вторая тема: рейтинги ESG и рэнкинги ESG. Их делают многие институты, не обязательно рейтинговые агентства. И методики рейтингования у всех разные. Скажем, одно международное агентство выделяет 7 ступеней. Кроме того, можно иметь и зеленый рейтинг, и рейтинг ESG.

Третий аспект: учет элементов оценки ESG (например, корпоративного управления) при установлении рейтинга компании.

Все три аспекта следует развивать. **Ирина Слюсарева.** Хорошо. Теперь небольшой практический вопрос. ВЭБ.РФ опубликовал методологические рекомендации по зеленому финансированию: можно ли считать их российским стандартом зеленых облигаций? В какой степени российские стандарты должны соответствовать международным?

Анна Кузнецова. Пока методологические рекомендации ВЭБ.РФ нельзя назвать стандартами. Требуется синхронизация этого документа с принципами ICMA, с Equator principles, стандартами IFC, стандартами ООН. Также нужны более подробные guidelines для банков, корпоратов и отраслевые рекомендации.

СПРАВКА. Equator Principles, EP — это международный свод рекомендаций для банков и других финансовых институтов, как управлять экологическими и социальными рисками при проектном финансировании.

По моему мнению, российские стандарты должны полностью соответствовать международным. Экология везде одна и проблемы одинаковые. Если российские стандарты будут расходиться с европейскими (с принципами ICMA), то российский рынок не получит денег международных инвесторов.

Доля иностранных инвесторов в российском локальном корпоративном долге невелика. Они и покупают российский корпоративный долг преимущественно в виде еврооблигаций. Рублевые стратегии реализуются через рынок ОФЗ. Если мы хотим увидеть на рынке зеленых/социальных облигаций деньги международных инвесторов, нужно гармонизировать российские стандарты с европейскими.

Есть китайский опыт, рекомендуемый к изучению: в Китае стандарт двойной — международный и страновой, поэтому иностранным инвесторам могут быть интересны китайские компании. Нам, конечно, же целесообразно поддерживать свободным вход денег.

Екатерина Горбунова. Конечно, стандарты ВЭБа недостаточно. Они пошли по своему пути, а лучше бы этот путь был унифицирован. Мы видим, что есть проблемы, но полагаю, что в ближайшее время они будут решены.

Стандарты должны быть универсальными. Россия включается в международную торговлю, мы хотим стать полноценным МФЦ. Поэтому должны интегрироваться в международные стандарты и учитывать международный опыт. В целом, безусловно, нужна унификация российских стандартов с международными. Было бы замеча-

тельно, если бы и Банк России, и ВЭБ.РФ, и Министерство экономического развития работали в этом направлении вместе.

Евгений Жорнист. Да, действительно, все профессионалы знают, что международные инвесторы не идут в российские корпоративные облигации. И вот я подумал: а что, если выпустить зеленые ОФЗ? **Екатерина Горбунова.** Как я понимаю, к этому сейчас все и идет. Такие ОФЗ появятся. Или, возможно, субфедеральные бумаги — московские, например.

Ирина Слюсарева. Какие факторы влияют на приход иностранных инвесторов? Можно ли стимулировать у них спрос именно на зеленые/социальные облигации? И насколько важно привлекать в эти инструменты именно иностранных инвесторов?

Сергей Дюдин. Слишком объемный вопрос. Надо разделить рынок акций и рынок облигаций, потому что на российском рынке акций нерезиденты вполне активно присутствуют.

Что касается облигаций, то в российский корпоративный долг — любой, не только зеленый — глобальные инвесторы не заходят. Привлечение их на рынок бондов — процесс долгий и с зеленой тематикой никак не связанный. Скорее всего, они и дальше заходить никак не будут.

Мы в свое время пытались продавать идею инвестиций в рублевый корпоративный долг, ездили по миру с презентациями, но отклик был слабый; международные инвесторы ограничиваются рынком ОФЗ.

На мой взгляд, зеленая повестка тут ничего не изменит.

Евгений Жорнист. Я бы облигации все-таки тоже разделил на две части: локальные бумаги и еврооблигации. Сергей говорил главным образом про локальные бумаги. А в евробондах спрос нерезидентов все-таки есть. Поэтому зеленая повестка там может быть значительно

более актуальна: она может увеличить спрос и снизить доходности.

Екатерина Горбунова. Я тоже разделю локальные облигации и евробонды.

Если говорить о евробондах, то для международных компаний, которые вкладываются в EFG, критерием являются достаточно высокие рейтинги эмитентов. В России, к сожалению, не все и далеко не все эмитенты могут похвастать рейтингами инвестиционного качества. Наиболее привлекательными для инвесторов являются корпоративные еврооблигации с рейтингами от международных рейтинговых агентств, начиная от BBB-. Кроме того, выпуск должен иметь достаточно большой объем, не менее 300 млн долларов. Понятно, что такие облигации выпускают наиболее крупные российские корпорации, которые могут себе позволить разместить такой объем. Наличие у этих бумаг или у эмитента ESG-рейтинга может повысить их привлекательность, поскольку некоторые фонды (в том числе, ETF) будут вынуждены включить эти бумаги в состав своих портфелей. Это даст отрасли дополнительный стимул для развития.

В последние несколько лет российские эмитенты выпускают довольно мало евробондов, по понятным причинам. Спрос на корпоративные бонды и евробонды в целом высок. Если добавить этим бумагам ESG-рейтинги, думаю, он будет еще выше. В ближайшие два-три года вероятнее будут проводиться размещения компаний без госучастия, чтобы уменьшить санкционные риски.

В целом ESG-повестка все-таки мотивирует инвесторов покупать эти бумаги. Опять же, неплохо развивается сегмент коллективных инвестиций, в том числе тех, которые ориентированы именно на этот пласт бумаг. Уверена, что в ближайшие 2–3 года

ESG-повестку поддержит правительство и появятся нужные стимулирующие меры — и для инвесторов, и для эмитентов. Надеюсь, что инициативы будут достаточно широкими. Тем более сейчас, когда налогом стали облагаться купоны облигаций всех видов, очень легко сделать один маленький обратный шаг, который затронет лишь сегмент зеленых/социальных бумаг.

Один шаг — и стимул создан. *(В аудитории возникает общее оживление).*

Как показала практика, в отношении физлиц работают главным образом такого вида стимулы. Массового частного инвестора пытались привлечь на фондовый рынок множеством различных способов и довольно долго. Но реально масштабный процесс запустило лишь снижение ставок.

Теперь сильных стимулов уже не надо, люди на рынок уже хлынули, достаточно не столь уж масштабных, но точных мер. Надо, чтобы они выбрали именно нужные инструменты. Если государство хочет стимулировать ответственное инвестирование, достаточно просто показать, чем это выгодно и зачем нужно.

Участников рынка тоже было бы неплохо немного стимулировать.

Ирина Слюсарева. Каким образом?

Екатерина Горбунова. Методы стимулирования могут быть разными. Включение этих инструментов в репо, в ломбардный список... для эмитентов возможна компенсация купонов. Вариантов очень много. Главное — показать, что государству это нужно.

Анна Кузнецова. Да, нужно создать тот самый мостик между интересами рынка и государства.

Ирина Слюсарева. Какие меры должны создавать эту смычку на ваш взгляд, Анна?

Анна Кузнецова. Перечисляю, что можно было сделать в плане стимулирования рынка зеленых/социальных облигаций:

- Создать стандарты раскрытия нефинансовой отчетности;
- Отменить налог на купон по таким облигациям;
- Снизить нагрузку на капитал банков по вложениям в такие облигации;
- Установить отдельные требования для «зеленых» и «социальных» инструментов для институциональных инвесторов;
- Субсидировать купон по таким облигациям/процентам по кредитам;
- Создать специализированные «зеленые» фонды;
- Создать бенчмарки на рынке зеленых и социальных облигаций.

Ирина Слюсарева. Предлагаю остановиться на этом перечне и не буду передавать слово другим участникам конкретно по этому вопросу. Перечень, похоже, исчерпывающий.

Анна Кузнецова. Если можно, хотела бы дать уточнения по предыдущему вопросу. В каких продуктах российские эмитенты всегда сильно рассчитывали на участие иностранных инвесторов? В принципе, таких продуктов три.

Во-первых, это акции. Во free float российских акций нерезидентов очень много. В некоторых бумагах — до 90%. Второй продукт — рублевые ОФЗ. И третий продукт — евробонды российских компаний. Нерезиденты присутствуют преимущественно в этих трех продуктах. Нам проще стимулировать приход иностранцев в эти три продукта, в которых они уже присутствуют. Поэтому если ESG-инструменты появятся в названных сегментах, то покупать их станут инвесторы-нерезиденты; приток иностранных денег быстрее всего почувствуются в этих сегментах.

Теперь скажу еще о том, что было бы интересно УК РСХБ как управляющей компании, запустившей первый биржевой ESG-фонд. Нам было бы интересно привлечь в этот фонд день-



ги не только российских инвесторов, в сознании которых идея ответственного инвестирования только формируется, но и деньги иностранных инвесторов, которые уже имеют в этом вопросе некий уровень осознанности. Мы обсуждали в связи с этим вопросы кросс-листинга. Если бы мы смогли продемонстрировать эти новые, только возникающие на нашем рынке продукты иностранным инвесторам и привлечь в них инвестиции, это было бы хорошей помощью.

Ирина Слюсарева. А чего могут участники рынка хотеть от Московской Биржи?

Анна Кузнецова. Можно предусмотреть скидки по тарифам для зеленых и социальных инструментов. Это будет хорошим ответом на запрос эмитентов и инвесторов.

Екатерина Горбунова. Индексы ESG на МосБирже уже есть. Было бы замечательно, если бы они сделали индекс по ESG-облигациям. Появился бы бенчмарк, с которым можно было бы сравнивать результаты управления облигационными ESG-фондами.

Анна Кузнецова. Но по зеленым облигациям просто нет базы для этого, недостаточно инструментов, по которым такой бенчмарк можно считать. В принципе да, нужна кривая и нужен bench mark.

Екатерина Горбунова. Не могу не согласиться. Кривая зеленых госбумаг, кривая или хотя бы пара ликвидных зеленых выпусков субъекта федерации побудили бы новых эмитентов к размещениям.

Ирина Слюсарева. Евгений, вы чего-то хотите от МосБиржи?

Евгений Жорнист. В Сегменте устойчивого развития торгуются несколько зеленых и социальных облигаций, но «зеленые» облигации РЖД там не торгуются. Такое положение надо менять. Чтобы если портфельный управляющий формирует портфель из EFG-облигаций,

то ему было достаточно посмотреть только на одну площадку. Чтобы они были как-то агрегированы, чтобы существовал некий univers, в который можно инвестировать.

Сейчас этот univers надо собирать из разных мест. Не знаю, кстати, почему происходит такая диссипация. Но это надо менять.

Ирина Слюсарева. Есть ли в России дефицит зеленых проектов? Если да, то как это можно поменять?

Анна Кузнецова. Дефицит «зелёных» проектов есть. ESG-проектами занимаются только крупные публичные компании с обращающимися акциями / иностранными инвесторами. Чтобы раскрыть потенциал остальных компаний, нужно развивать внутренний рынок зелёных облигаций.

Ирина Слюсарева. Хорошо. Похоже, все имевшиеся в повестке вопросы обсуждены. Предлагаю коротенько по кругу произвести резюмирование: выделить самое главное из того, что здесь было сказано. Хорошо? Тогда прошу вас, Евгений.

Евгений Жорнист. Самое важное, на мой взгляд, это то, что рынок социального/зеленого инвестирования в России возник и развивается. Но ему надо помогать. Здесь был назван целый комплекс мер, стимулирующих и эмитентов, и инвесторов. Все они должны быть реализованы. По мере развития рынка в него и нерезиденты будут вовлекаться, и ПИФы массово появятся. Тогда как сейчас портфель сформировать невозможно.

Если задачи развития, которые мы сегодня коллективно обозначили, будут решены, то дальше развитие, весьма вероятно, будет ускоряться. Потому что сейчас одно цепляется за другое. Если нет бумаг, то зачем создавать фонд. А если нет фонда, то зачем выпускать бумаги. Получается, что обе задачи следует решать параллельно.

Надеюсь, государство все наши доводы услышит.

Екатерина Горбунова. На мой взгляд, все эти процессы уже запущены. Остановить их невозможно, точка невозврата пройдена. Прошли ее западные инвесторы, но мы тоже включены в этот мир и можем двигаться в нем только синхронно.

Либо мы будем долго искать свой самобытный путь, долго барахтаться и нащупывать его в тумане. Либо наше правительство сфокусируется на том, чтобы двигаться синхронно с уже идущими в мире неостановимыми процессами. Конечно же, я надеюсь именно на второе.

Полагаю, что текущий и следующий годы будут временем очень бурного развития рынка ESG-инвестиций. Но следует активно пропагандировать этот путь. И среди эмитентов, и среди инвесторов, и среди профессиональных участников финансового рынка. Здесь собрались именно активные участники ESG-процессов, но активны далеко не все. Надо много рассказывать об этом рынке, популяризовать успешные практики, стандарты. Чем больше таких мероприятий, тем лучше.

И, безусловно, без активного участия государства проблемы этого рынка не решить. Причем государство должно быть, ко всему прочему, еще и арбитром, который и согласовывает те же стандарты, и стимулирует создание бенчмарка, и делает прочие вещи, относительно которых сами участники не могут найти консенсус.

Процесс запущен. Но он должен быть структурированным и последовательным. Это может быть следствием политики, сбалансированной между соответствующими государственными структурами — Банком России, ВЭБ.РФ, Московской Биржей, Министерством экономического развития, Министерством финансов.

Считаю, что доля частных инвесторов в этом рынке будет увеличиваться, поэтому о них тоже не надо забывать.

Анна Кузнецова. Мне кажется, что идущему процессу становления ESG-рынка не хватает синхронизации. В принципе за последние два года проделан большой путь. Но немного не хватает синхронизации — между действиями эмитентов, инвесторов, регуляторов. Как только все заинтересованные начнут двигаться синхронно, все получится.

Ирина Слюсарева. Огромное спасибо экспертам за то, что нашли время для участия в круглом столе и сделали его таким невероятно концентрированным по идеям. ■



Максим Шашенков
профессиональный инвестор

Мысли с востока

Многие игроки большой Азии показывают пример создания собственных «моделей успеха» при очень разных политических надстройках

Еще пару десятилетий назад казалось, что во всем мире будет происходить глобальная американизация и «вестернизация», причем для ожиданий такого рода действительно имелись основания. Но оказалось, что мир сложнее. И моя собственная практика подтверждает, что это так.

По профессии я финансист, а по складу ума аналитик. Мне нравится не просто делать технически грамотный бизнес, но пытаться увидеть в мировой экономике тренды, в том числе долгосрочные. По этой же причине я регулярно читаю профильные работы ведущих мировых ученых, отслеживаю движение идей по интересующим меня темам. Уверен, что понимание трендов делает инвестиции и более осмысленными, и более эффективными. В свою очередь, будни инвестора-практика позволяют подтвердить (или опровергнуть) выводы академических специалистов. Ведь в реальной жизни теория и практика переплетены до полной неразрывности.

Сейчас продвинутые западные аналитики, обладающие стратегическим видением — Фарид

Закария, Бранко Миланович, ряд других специалистов — начинают осознавать очень важные и революционные по своей новизне вещи. Если максимально кратко и очень упрощенно, то речь идет о формах глобальной конвергенции, о формировании разных моделей капитализма. Сейчас мейнстримом западной экономической публицистики является идея (она всячески поддерживается в СМИ), что сутью мировых геополитических процессов является борьба между демократией и не-демократией. Однако серьезные исследователи констатируют, что это очень устаревшая парадигма оценки реальности. Еще пару десятилетий назад казалось, что во всем мире будет происходить глобальная американизация и «вестернизация», для этого действитель-

но имелись основания. Но оказалось, что мир сложнее.

И моя собственная практика подтверждает, что это так. Я занялся сейчас новым бизнесом, причем из нового региона: Эмираты и Персидский Залив. Направления наших инвестиций все те же — Россия, Казахстан и бывший СССР. Аудитория же несколько иная, нежели та, с которой я проработал много лет. Западные институциональные и частные инвесторы нам по-прежнему важны, но акцент мы делаем на крупных азиатских игроках: на суверенные арабские фонды стран Персидского Залива, Сингапура, Индии и так далее.

Мир сильно поменялся с 90-х и нулевых, и наш инвестиционный бизнес тоже вынужден менять акценты. Запад поглядывает на Россию с опаской, сильно дисконтирует русский риск, — порой и даже в основном в силу геополитических, макроэкономических и «ценностных» соображений.

На Востоке же подход к России гораздо менее политизирован. И в результате именно тут появляются новые возможности. Я арабист по первому образованию (ИСАА МГУ) и довольно быстро сориентировался в регионе. Восток, как известно, «дело тонкое», но все в мире и особенно здесь так быстро меняется, что восточные «нюансы» заиграли вдруг новыми красками и возможностями.

В разные годы и в разных финансовых институтах я руководил подразделениями по работе с инвесторами в Лондоне, Москве, Нью-Йорке и Женеве, так что есть опыт и знания, чтобы видеть тренды в динамике и перспективе уже с трех ракурсов — Россия, Запад и Ближний Восток. Это редкая комбинация, вот я и решил поделиться рядом соображений. С Востока, так сказать, не понаслышке...

1. Русский Риск.

Запад «варится» в своем информационном поле и западном понимании реальности. Там в оценке русского риска акцент сделан на «авторитаризме режима», реваншизме, агрессивности, коррупции и анти-западности Кремля. Считается, что Россию ждет экономическая и политическая стагнация, пост-путинский кризис транзита власти и конфликты по границам. Надежды возлагаются на смену режима и приход нового поколения. То есть пока (как минимум несколько лет, а то и десятилетие) в России особо «ловить нечего». Играть в инвестиции можно лишь в нишевых областях, и то крайне аккуратно. Риски зашкаливают.

Восток тоже не идеализирует ситуацию в России, но в целом видит все иначе. Нет заикленности на авторитаризме и реваншизме «режима», на ожидании «doom and gloom». И критерии, и ракурс оценок очень отличаются.

Сам Восток, который последние несколько столетий сильно отставал от Запада, занят в основном развитием, выживанием, собственной стабильностью, обогащением, улучшением условий жизни, техническим прогрессом, повышением уровня жизни. Речь о более успешной части большого Востока.

Эмираты, Сингапур, Китай и многие другие игроки показывают пример мощной модернизации, прорыва и создания собственных «моделей успеха» при очень разных политических надстройках. Установка на то, что западная модель политического устройства и социально-экономический успех — это две стороны одной медали, что второе невозможно без первого, тут явно опровергается.

На Востоке прижился и процветает «недемократический» капитализм. Как минимум, пока. Авторитарный Китай за последнее десятилетие мощно обогнал демократическую Индию и по уровню жизни, и по экономической мощи. Традиционные Эмираты по уровню комфорта, безопасности, глобализации и возможности мирного сожительства десятков разных религий и этносов далеко обогнали многие страны Запада. И так далее.

В целом можно сделать вывод: многие западные «аксиомы» очевидно не срабатывают на Востоке.

Мир для восточных элит является миром нескольких (даже многих) центров силы. Правильное позиционирование — это поддержание сбалансированных и выгодных отношений с разными центрами силы с учетом, прежде всего, собственных национальных интересов. Все это про интересы, а не про ценности и нюансы политического устройства разных народов и цивилизаций.

Отсюда и подход к России, Китаю и так далее. Это просто «центры силы», отличные от Запада своеобразные цивилизации, каждая из которых, как и арабский Восток, живет по своим правилам, традициям и установкам. Ну и пусть живут...

Вообще, находясь на Востоке, особенно отчетливо понимаешь, что экспортом идеологий и основ своей цивилизации занят лишь Запад. Остальные «цивилизационные комплексы» более толерантны к политическим нюансам соседей и более прагматичны, чтобы навязывать свои ценности всему остальному миру.

2. Ценности и/или Интересы

Восток интуитивно чувствует глубинную дихотомию Запада — дисонанс между «ценностями» и «интересами».

В западных СМИ, политике, пропаганде акцент сделан на ценностях. Но порой под ними легко прочтываются серьезные экономические, финансовые и геополитические интересы. И интересы эти совсем не всегда совпадают с интересами других народов, стран и цивилизаций.

Где у Запада кончаются «ценности» и начинаются «интересы», порой различить трудно даже самим западным элитам... Отсюда берет начало серьезное представление Востока о дуализме и двуличии (hypocrisy) Запада... отсюда и прохладное отношение к идеям борьбы «демократического добра» с «ав-

торитарным злом» и тому подобным установкам. На Востоке многие видят в этом не что иное, как попытку любой ценой сохранить глобальное доминирование Запада.

3. Самоедство и упрощение

С Востока особенно видны две острейшие проблемы современной западной цивилизации:

САМОЕДСТВО и стремление к примитивному УПРОЩЕНИЮ в миропонимании и пропаганде.

Самоедство особенно наглядно проявилось в Америке, но неизбежно охватит и Европу. Суть его — растущее осознание, что современное благосостояние и опережение Востока Запад получил не только благодаря преимуществам демократии и либерального капитализма, но также благодаря столетиям эксплуатации черной Африки и азиатских колоний. Отсюда и расцвет Black Life Matters, и снос памятников, и пересмотр истории... все это было бы невозможно, если бы большая часть западного общества, особенно ее интеллектуальной и политической элиты, не «созрела» для внутреннего приятия этих трендов и явлений.

Это самоедство — суть и силы, и одновременно слабости современного Запада. Сила заключена в способности признать грехи прошлого и попытаться частично их исправить. Слабость же в том, что этими (в общем-то правильными и благородными) позывами западные элиты сами открывают ящик Пандоры, который способен усугубить и обострить внутренний раскол элит и общества, и лишь осложнит отношения с бывшими колониями в Африке и Азии.

Ведь на повестке неизбежно возникнет вопрос: если черному населению США полагаются определенные политические и социальные льготы

как компенсация за прошлое рабство и эксплуатацию, то почему арабы, индусы, пакистанцы и так далее, живущие теперь, скажем, во Франции или Британии, не могут в недалеком будущем потребовать нечто подобное в Европе? Где грань? Они тоже же были «ограблены» в прошлом. Ну а далее целые народы бывших колоний могут начать говорить о справедливой компенсации за колониализм.

Все это висит уже в воздухе и маячит на горизонте, если американцы не справятся с самоедством. Если они реально пойдут по пути пересмотра истории, сноса памятников, смены акцентов в образовании и так далее. Все названное может стать неизбежностью по мере смены этнического состава населения США. Такой вектор — крупнейший вызов «старушке Европе», на мой взгляд. Европа не готова (ни по историческим, ни внутренним причинам) к подобной смене парадигмы американского лидерства «свободного мира». В Европе совсем иной генезис общества и государства.

Восток же уважает силу и воспримет подобное самоедство западной цивилизации просто как слабость, при всем благородстве позывов части американских элит.

Среди прочего самоедство отражает и внутренний кризис западной либеральной модели в условиях новой глобализации и пролиферации разных «моделей успеха». Восток, который доминировал и в экономике, и по уровню жизни на протяжении большей части мировой истории (фактически века до XVIII-го), все более чувствует смену вектора. XXI век — век перелома, который закончит три столетия очевидного лидерства Запада. Мир возвращается на привычные «круги своя», где Китай, Индия и другие страны Востока создают и потребляют больший кусок мирового «пирога».

Второй аспект кризиса современного Запада — наивное упрощение идеологических и мировоззренческих установок как для внутреннего, так и для внешнего пользования. Это реально удивляет. Я не люблю враждебной агрессивности российской пропаганды, но стебы пропагандистов о том, что качество американских элит падает и Америка «тупеет», не так далеки от истины... хотя слово «тупеет» не очень уместно... главная ошибка русской пропаганды — тон! Оголтелая враждебность к Западу губит порой неглупые идеи и рациональные зерна.

Представлять главную интригу современного мира как борьбу «демократий» и «авторитаризма» — очень наивно. Это как продолжать показывать черно-белые фильмы в эпоху цветного цифрового телевидения, спецэффектов и компьютерный графики. Современный мир, с его полифоничностью, пролиферацией разных моделей успеха, гибридными авторитарно-демократическими системами (та же Турция, часть Азии и так далее) чрезмерно сложен для заталкивания в «прокрустово ложе» американской идеологии и пропаганды. Просто диву даешься, откуда этот нарастающий примитивизм миропонимания на Западе.

Любопытен, конечно, доклад разведсообщества США (имею в виду документ под названием «Глобальные тенденции до 2040 года: более конкурентный мир».) Ничто так не показывает кризис жанра, как этот анализ. Он очевидно «мимо сюжета», и это при том, что писали его умнейшие люди. Это действительно квинтэссенция упрощения и неспособности понять, как собственные проблемы и внешняя динамика именно в совокупности рожают качественно иные вызовы западному цивилизационному комплексу. Об этом ни слова!

Ну а что Восток? А Восток безмолвствует.

Отсюда, с Востока картина видится несколько иной. Понятно, что авторитаризмом тут особо никого не удивишь. Попытки видеть главную интригу развития мировой цивилизации как конфликт «демократии» и «авторитаризма» воспринимается с молчаливой ухмылкой. Обычно это даже не обсуждается, так как очевидно, что подавляющее большинство элит просто не разделяет подобных воззрений. Причем не только на арабском Востоке, а на Востоке вообще. Для них такое миропонимание — «мимо сюжета», оно непрактично, нереалистично и чересчур идеологично. А Восток, как не крути, это большинство человечества. Навязать им западную картину мира уже невозможно. Эта миссия невыполнима.

4. Недемократическая глобализация

Нигде глобализация мира не ощущается так сильно, как в Дубае. Даже удивительно. Здесь в реальной гармонии существуют индусы и пакистанцы, арабы и евреи (здесь большая волна израильтян: и туристов, и бизнеса), европейцы и азиаты... мусульмане, христиане, буддисты, индусы, иудеи... Все живут мирно, спокойно и практически с минимальной преступностью. Даже в «плавильных котлах» Европы и США не получаешь такого ощущения мирной Вавилонской башни, гармоничного существования очень различных культур и религий.

Может, это и есть одна из правильных моделей глобализации? Ее обеспечивает равенство всех перед законом, хорошо поддерживаемый общественный порядок и чувство, что мы здесь все для того, чтобы работать, зарабатывать и неплохо жить...Есть негласные правила для всех — их никто не на-

рушает... Не согласен — езжай к себе, никто не держит.

Политического представительства у большинства национальностей нет, поскольку они не коренные.

И я подумал: а может, и слава Богу что нет. Представил потенциальный парламент, где «индийская фракция» с пеной у рта рубится с «пакистанской», а русская с балтийской или украинской...и понял: лучше не надо такого.

Демократия — не всегда панацея. На Востоке точно нет. Всему свое время, свой исторический путь и свои модели. ■

ИВАНОВЫ И ЭКОЛОГИЯ

В ТРАДИЦИОННОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ СБЕРБАНКА ВПЕРВЫЕ ВОШЁЛ БЛОК ВОПРОСОВ, КАСАЮЩИХСЯ ЭКОЛОГИЧЕСКОЙ, СОЦИАЛЬНОЙ И УПРАВЛЕНЧЕСКОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Структура SberCIB Investment Research ежеквартально проводит традиционное исследование «Потребительский индекс Иванова». В него впервые вошёл блок вопросов по тематике ESG (Environmental, Social, and Governance — экологическая, социальная и управленческая ответственность).

Как выяснилось, две трети Ивановых (68%) признают наличие как экологических, так и социальных проблем, и лишь 12% опрошенных полагают, что такие вопросы для России неактуальны. Больше всего потребителей волнуют проблемы, которые напрямую влияют на качество жизни (загрязнение воздуха, состояние воды и утилизация мусора), а вопросы изменения климата и биоразнообразия отходят для них на второй план.

В социальной сфере Ивановых беспокоят здравоохранение, социальное неравенство и безработица. Менее значимы права человека, недостаточная социальная поддержка и проблемы образования.

По мнению 88% Ивановых, государство должно участвовать в решении экологических проблем. 41% респондентов полага-

ют, что этим должно заниматься население, а 35% — бизнес. Всего 12% опрошенных считают, что экологические проблемы необходимо решать совместными усилиями государства, населения и бизнеса.

При этом большинство потребителей (78%) не готовы платить больше за экологичные товары и услуги. Однако 26% готовы отказаться от потребления товаров, которые наносят большой ущерб экологии. Одна шестая опрошенных считают оправданной 5-процентную премию за экологичность, более значительная наценка приемлема лишь для 6%.

В среднем каждый седьмой респондент лично участвует в волонтерских проектах в экологической или социальной сфере либо поддерживает такие проекты финансово. 30% готовы финансировать подобные проекты или участвовать в них напрямую, но не знают об их существовании в своих регионах.

СПРАВКА. «Индекс Иванова» — индекс потребительской уверенности, выпускаемый ежеквартально с 2013 года группой аналитиков SberCIB Investment Research. Отражает текущие по-

требности и ожидания условного россиянина — Иванова — имеющего средний уровень дохода. □



Онлайн – это шанс выступить лучше!

Онлайн-трансляции, вебинары и видеосъёмка
со студийным звуком и картинкой как на TV

Возьмем на себя все технические и организационные работы

+7 (926) 275-87-47 | cinecast5@gmail.com | cinecast.ru



Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Все-таки вверх

РЫНОК АКЦИЙ РФ ПРОДЕМОНСТРИРОВАЛ РОСТ В МАРТЕ, НЕСМОТЯ НА КОРРЕКЦИЮ ВО ВТОРОЙ ПОЛОВИНЕ МЕСЯЦА

Котировки российских акций продемонстрировали по итогам марта умеренный рост, несмотря на отрицательную коррекцию во второй половине месяца, благодаря позитивной конъюнктуре мировых фондовых рынков, растущей нефти, а также избыточной ликвидности. Некоторое сдерживающее влияние на фондовый рынок РФ оказывали возросшие санкционные риски.

Индекс РТС вырос за месяц на 4,6% — до 1477,11 пункта, а рост индекса МосБиржи за счет обесценения нацвалюты составил 5,8% (к закрытию торгов 31 марта индикатор достиг 3541,72 пункта).

Движение рынка акций

Рынок акций РФ на первых весенних торгах вырос вслед за внешними площадками на фоне известий об одобрении нижней палатой Конгресса США нового пакета стимулов объемом 1,9 трлн долларов; индекс МосБиржи поднялся в район 3390 пунктов во главе с «перепроданными» ранее расписками Ozon и бумагами "Норникеля". 2 марта российский фондовый рынок продолжил подъем благодаря растущей нефти и сокращению санкционных опасений после сообщений о введении Евросоюзом

и США лишь точечных антироссийских санкций, не затрагивающих основные сектора экономики. США в связи с «делом Навального» ввели ограничительные меры в отношении семи физлиц, а также 14 организаций из РФ, имеющих отношение к производству химических и биологических веществ.

Нефть Brent превысила 66 долларов за баррель на фоне слухов о неизменности квот на добычу ОПЕК+ с апреля, что нивелировало негативную статистику Минэнерго США о резком росте запасов сырья в стране; чуть позже Brent поднялась в район 69 долларов за баррель после объявления решения ОПЕК+ по квотам на апрель. Министры стран ОПЕК+ неожиданно для рынка отказались от увеличения добычи нефти в апреле на 500 тысяч б/с, а Саудовская Аравия продлила собственные до-

бровольные ограничения в 1 млн б/с еще на месяц, пообещав вернуть эти объемы на рынок тогда, когда сочтет нужным. Россия и Казахстан снова получили исключение из правил и могут в апреле умеренно нарастить добычу (в апреле рынок получит в 10 раз меньше дополнительных объемов, чем ожидал — лишь 150 тысяч б/с).

В конце первой декады марта рост российских акций продолжился вслед за мировыми рынками и нефтью на оптимизме по поводу принятия в США нового пакета экономических стимулов, поддержку также оказывал сохраняющийся спрос на российские активы со стороны нерезидентов. По данным EPFR Global, чистый приток капитала в российские акции со стороны фондов (с учетом всех фондов, инвестирующих в акции РФ) за неделю с 4 по 10 марта составил 110 млн долларов по сравнению с 200 млн неделей ранее. Глава Минфина США Джанет Йеллен заявила, что принятые в Сенате меры поддержки будут способствовать «очень сильноному восстановлению экономики», при этом она также поддержала ФРС, отметив, что предлагаемые меры не вызовут значительной инфляции. Нефть Brent локально поднялась выше 71 доллара за баррель, после чего скорректировалась в район 68 долларов за баррель.

Европейский Центробанк по итогам мартовского заседания ожидаемо не стал менять ставки (базовая ставка

осталась на нулевом уровне, ставка по депозитам — на уровне «минус» 0,5% годовых) и объем экстренной программы выкупа активов Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), оставив его на уровне 1,85 трлн евро. Между тем регулятор сообщил, что существенно ускорит выкуп активов в рамках PEPP в ближайшем квартале по сравнению с первыми месяцами текущего года, при этом продолжит выкуп как минимум до конца марта 2022 года.

Пик роста рынка акций РФ пришелся на середину месяца на фоне повышения мировых фондовых рынков после утверждения президентом США Джо Байденом нового пакета мер поддержки экономики в размере 1,9 трлн долларов. Кроме того, мировые рынки порадовала статистика из Китая: промпроизводство, розничные продажи в КНР в первые два месяца 2021 года резко выросли по сравнению с тем же периодом прошлого года, когда страна была фактически парализована пандемией COVID-19. Кроме того, спрос на нефть в Китае в январе-феврале вырос почти на 17% (до 13,326 млн б/с), объем авиаперевозок в КНР в феврале оказался втрое выше, чем годом ранее.

Заметно выросли акции «Трубной металлургической компании» на фоне сообщений о планах компании выплатить финальные дивиденды по результатам 2020 года в размере 9,67 рубля на акцию (суммарно за год выплаты составят 12,67

рубля на акцию, что в 5 раз больше выплат за 2019 год).

Индекс МосБиржи 16 марта утром обновил исторический максимум, поднявшись чуть выше отметки 3600 пунктов, но завершил день в районе 3590 пунктов; лидерами отката выступили бумаги «Норникеля» на корпоративных новостях, раллировали расписки TCS Group и бумаги ПАО «Белуга групп». «Норникель» из-за аварий на двух рудниках ощутимо сократит производственные показатели в текущем году: добыча никеля может сократиться на 35 тысяч тонн (на 15% от ранее утвержденного прогноза), меди — на 65 тысяч тонн (16% от прогноза), металлов платиновой группы — на 22 тонны.

Рынок акций РФ 17 марта заметно просел из-за возросших санкционных рисков после заявлений президента США Байдена о том, что «Россия заплатит» за якобы вмешательство в выборы в США, а также на фоне внешних негативных сигналов перед итогами заседания Федрезерва США; откат индексов МосБиржи (минус 2,3%, ниже 3510 пунктов) и РТС (минус 3,8%, в район 1493 пункта) стал рекордным за последние 3 месяца. Новые санкции США против РФ, вероятно, будут касаться представителей российского руководства, сообщило агентство Bloomberg со ссылкой на телеканал CNN. При этом, по информации телеканала, санкции могут быть введены уже через неделю.

Международное рейтинговое агентство Fitch Ratings улучшило прогноз роста российской экономики в текущем году до 3,3% с ожидавшихся в декабре 3%, в том числе из-за повышения цен на нефть. ВВП России по итогам 2020 года упал на 3,1%, что оказалось меньше предполагаемых экспертами агентства 3,7%.

ФРС США по итогам мартовского заседания сохранила процентную ставку по федеральным кредитным средствам (federal funds rate) в диапазоне от 0% до 0,25% годовых, что совпало с прогнозами. При этом медианный прогноз руководителей Федрезерва предполагает, что ставка останется в текущем диапазоне до конца 2023 года. Помимо этого, ФРС повысила прогнозы роста ВВП США на 2021 и 2022 годы, а также прогнозы инфляции. Ожидания относительно роста потребительских цен (индекс PCE) в текущем году повышены Федрезервом до 2,4% с 1,8%, в следующем — до 2% с 1,9%, в 2023 году — до 2,1% с 2%. Оценка инфляции в США на долгосрочную перспективу сохранена на уровне 2%.

Председатель Федрезерва Джером Пауэлл заявил на пресс-конференции после заседания, что экономика США восстанавливается после вызванного пандемией коронавирусной инфекции кризиса быстрее, чем ожидалось, при этом занятость растет, а инфляция может подняться выше 2%-го целевого показателя ФРС уже в этом году.

Банк России 19 марта повысил ключевую ставку до 4,5% годовых, ужесточив денежно-кредитную политику впервые с декабря 2018 года. При этом ЦБ РФ дал новый сигнал, что допускает возможность дальнейшего повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях. По оценке ЦБ, годовая инфляция в РФ достигнет максимума в марте и далее будет снижаться, однако баланс рисков сместился в сторону про-

инфляционных, и их действие может оказаться более продолжительным. Инфляция в РФ вернется к цели вблизи 4% в первой половине 2022 года и будет находиться на нем и в дальнейшем, полагают в ЦБ РФ.

Отрицательная коррекция на российском рынке акций продолжалась вплоть до 25 марта, после чего на рынке вновь активизировались покупатели, ставшие подбирать подешевевшие бумаги. Котировки Brent протестировали отметку 62 долларов за баррель на фоне беспокойств по поводу роста заболеваемости COVID-19 в Европе. Германия объявила о продлении локдауна до 18 апреля, Нидерланды продлили карантин до 20 апреля. На пике снижения индекс РТС опускался к уровням конца февраля, «сбев» тем самым рост первой половины месяца.

Вместе с тем позитивный внешний фон, отскок нефтяных котировок и некоторое новостное затишье относительно новых антироссийских санкций США позволили российским фондовым индексам в последние торговые дни марта немного отскочить и закрыть тем самым последний месяц квартала в плюсе.

Цены еврооблигаций РФ заметно упали в марте

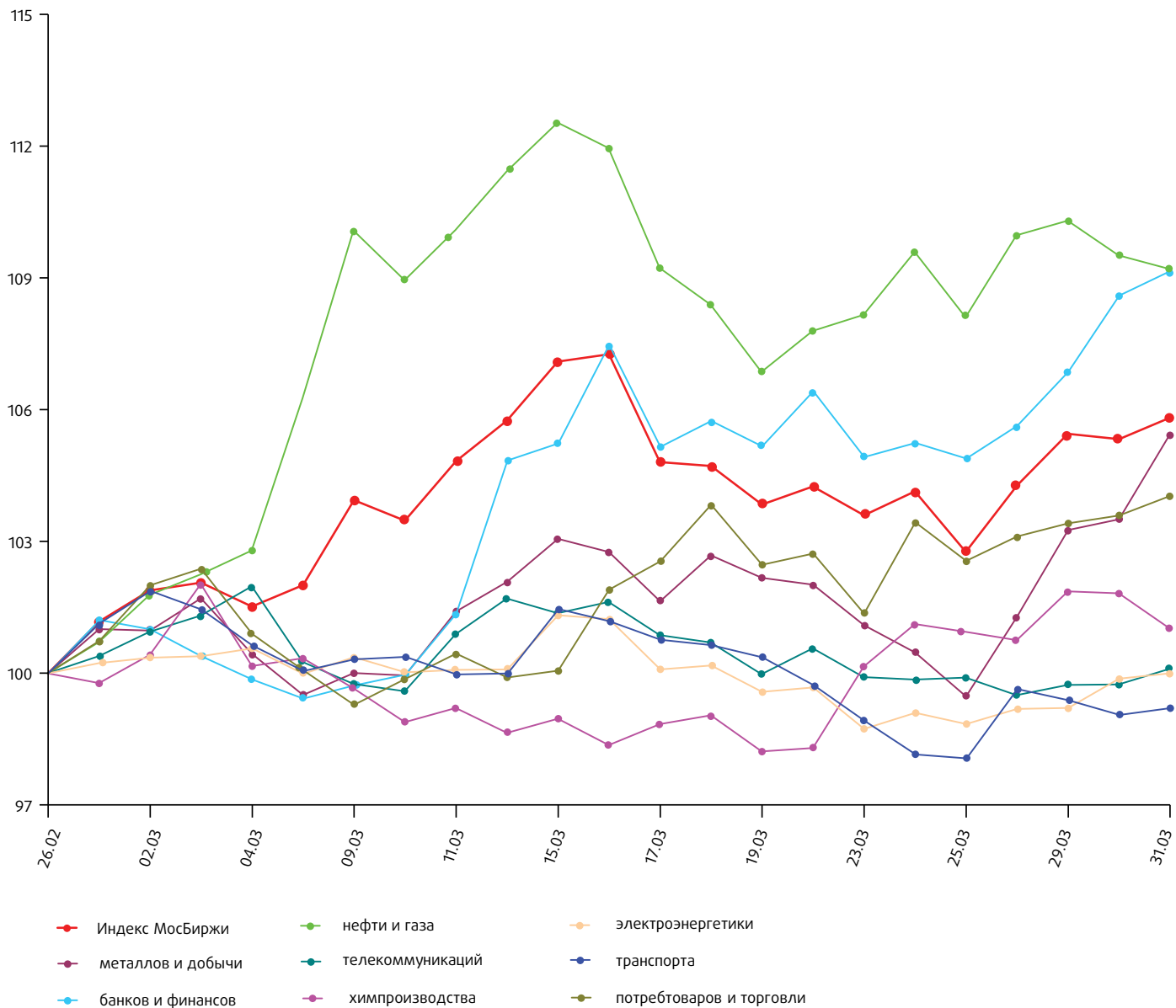
Котировки большинства выпусков российских еврооблигаций заметно упали в марте, отыгрывая общемировое снижение спроса глобальных инвесторов на долговые бумаги из-за опасений роста инфляции в США вследствие принятия масштабных программ стимулирования. В свою очередь американские казначейские обязательства (US Treasuries) также снизились в цене в марте, но более скромными темпами, чем отечественные бумаги, что в итоге привело к некоторому расширению суверенных спредов к доходности базовых активов.

Коррекционный ценовой отскок в секторе отечественных еврооблигаций произошел в первый торговый день месяца. Позитивным триггером для долговых бумаг всех emerging markets стала коррекция на рынке госдолга США (доходность десятилетних US Treasuries вернулась в диапазон 1,40–1,45% годовых, что было на 10 базисных пунктов ниже максимумов конца февраля). Однако уже 2 марта котировки российских еврооблигаций перешли к плавному снижению на опасениях новой волны повышения базовых ставок на фоне ожиданий возможного скорого ужесточения денежно-кредитной политики мировыми центробанками.

В дальнейшем негативная динамика цен российских еврооблигаций усилилась уже не на опасениях, а по факту новой волны повышения процентных ставок американских казначейских обязательств. Комментарии главы Федеральной резервной системы Пауэлла не смогли развеять опасения инвесторов по поводу роста доходности гособлигаций США. В ходе выступления на онлайн-конференции The Wall Street Journal Пауэлл сказал, что внимательно следит за ситуацией на рынке облигаций, но отметил, что ожидаемое в этом году ускорение инфляции вряд ли продлится, в связи с чем текущая денежно-кредитная политика остается целесообразной.

На вопрос о росте доходностей US Treasuries, который беспокоит инвесторов в последнее время, Пауэлл ответил, что «это было заметным и привлекло его внимание». Тем не менее, он дал понять, что ФРС не готовит никаких шагов для сдерживания подъема процентных ставок. «Я беспокоился бы в случае беспорядочной динамики рынков и устойчивого ужесточения финансовых условий, которые угрожали бы достижению наших целей», — отметил Пауэлл. По его словам, Федрезерв оценивает «широкий

Рисунок. Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ



круг финансовых условий», а не один фактор.

Доходность десятилетних US Treasuries после комментариев Пауэлла подскочила до 1,55% годовых, достигнув максимального уровня закрытия с 19 февраля 2020 года. Таким образом, 5 марта рынок отечественных евробондов оказался под сильным давлением продавцов, которые отыгрывали произошедший в США резкий скачок доходностей базовых активов. Ценовые потери «длинных» выпусков достигали 240–280 базисных пунктов, а рост их доходностей составил за день 13–15 базисных пунктов.

Котировки российских еврооблигаций, пытавшиеся в начале второй недели марта отскокнуть, к концу недели вновь ушли в минус на фоне возобновившегося повышения базовых ставок. Локальный рост спроса на рискованные активы произошел на ожиданиях скорого принятия программы стимулирования экономики США объемом \$1,9 трлн, предложенный президентом Байденом. Кроме того, инвесторы позитивно оценили заявление министра финансов США Джанет Йеллен о том, что она не ожидает перегрева экономики из-за масштабной господдержки.

Коррекционный рост цен российских еврооблигаций, отмечавшийся в середине месяца, 17 марта сменился новой волной падения вслед за возобновившимся ростом базовых ставок, а также возросших санкционных рисков. В интервью телеканалу ABC американский президент заявил, что "Россия заплатит" за вмешательство в президентские выборы в США, воздержавшись от дополнительных комментариев. Новые санкции США против РФ, вероятно, будут касаться представителей российского руководства, сообщило агентство Bloomberg.

Федеральная резервная система по итогам мартовского заседания сохранила процентную ставку по федераль-

ным кредитным средствам в диапазоне от 0% до 0,25% годовых. Решение совпало с прогнозами экономистов и участников рынка. Председатель Федрезерва Пауэлл заявил, что экономика США восстанавливается после вызванного пандемией коронавирусной инфекции кризиса быстрее, чем ожидалось, при этом занятость растет, а инфляция может подняться выше 2%-го целевого показателя ФРС уже в этом году. На этом фоне доходность десятилетних US Treasuries 18 марта выросла до 1,75% годовых. В целом на развивающихся рынках рост процентных ставок в этот день доходил до 20 базисных пунктов. Хотя Россия не была в этом плане аутсайдером, тем не менее, на отечественные еврооблигации дополнительное давление оказывала вновь вышедшая на первый план санкционная риторика со стороны США.

Центробанки развивающихся стран в условиях растущих доходностей базовых активов и опасений роста инфляции вынуждены ужесточать денежно-кредитную политику, в частности ЦБ Бразилии 18 марта повысил ставку с 2% до 2,75% годовых, ЦБ Турции — с 17% до 19% годовых. Рынок прогнозировал более скромное повышение: на 50 базисных пунктов в Бразилии и на 100 базисных пунктов в Турции. В свою очередь Банк России 19 марта впервые с декабря 2018 года также объявил о повышении ключевой ставки на 25 базисных пунктов, до 4,5% годовых.

В третьей декаде марта в секторе российских еврооблигаций было несколько попыток коррекционного ценового отскока, но в целом они были довольно слабыми и локальными. Таким образом, общий настрой рынка остался негативным, но темпы снижения котировок в конце месяца были уже умеренными. И такая динамика была характерна для долговых бумаг большинства emerging markets. Кроме того,

поддержку отечественным евробондам оказывало отсутствие новых сообщений на санкционную тематику; рынок так и не дождался объявления заявленных ранее антироссийских санкций со стороны США.

Определенную долю нервозности на мировые рынки привнесли новости о перестановках в ЦБ Турции, вызвавших резкое падение турецкой лиры и турецких облигаций (глава регулятора был отправлен в отставку, так как руководство страны оказалось недовольно решением об ужесточении денежно-кредитной политики, принятым в середине марта). Но к концу месяца и этот фактор перешел в ранг нейтральных благодаря наметившейся стабилизации ситуации на финансовом рынке Турции. □