

ВН

**ВЕСТНИК НАЦИОНАЛЬНОЙ
АССОЦИАЦИИ УЧАСТНИКОВ
ФОНДОВОГО РЫНКА**

№9-10 СЕНТЯБРЬ-ОКТЯБРЬ 2021

Здоровые финансы – это
как здоровое питание

Интервью
с Натальей Алымовой

Инвестор в шоколаде

Интервью
с Виталием Исаковым

Обязательства по защите

Интервью
с Михаилом Шабановым

Ловец изменений

НЕ НАКАЗАТЬ, НО ИСПРАВИТЬ



Содержание

№9-10, СЕНТЯБРЬ-ОКТАБРЬ 2021



ТЕМА НОМЕРА: ИНВЕСТОР В ШОКОЛАДЕ

Здоровые финансы — это как здоровое питание

Наталья Алымова, старший вице-президент, руководитель блока «Управление благосостоянием» Сбербанка, рассказывает Ирине Слюсаревой, нужно ли массовому инвестору много инвестиционных инструментов, как выбрать между ИИС-1 и ИИС-3 и какую роль в развитии рынка играет индустрия финансовых советников.

4

НОВОСТИ

3 Совместить аккуратно

НАУФОР направила в Банк России замечания к докладу НАУФОР о совмещении видов деятельности.

ТЕМА НОМЕРА: ИНВЕСТОР В ШОКОЛАДЕ

12 Инвестор в шоколаде

Виталий Исаков, директор по инвестициям УК «Открытие», рассказывает Ирине Слюсаревой о том, что происходит в отрасли паевых инвестиционных фондов; подробно описывает преимущества этого формата инвестирования и динамику развития, а также сравнивает с биржевыми фондами и доверительным управлением.

22 Обязательства по защите

Михаил Шабанов, председатель комитета НАУФОР по экономической и информационной безопасности, рассказывает журналу «Вестник НАУФОР» о проблемах и парадоксах отрасли информационной безопасности, а также предлагает алгоритмы решений.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

34 Ловец изменений

Применение искусственного интеллекта в биржевой торговле commodity futures и их производными. Поставленную проблему решает нейронная сеть, которая с помощью искусственного интеллекта реализуется в виде нелинейной функции. В качестве аргументов нейронная сеть может использовать данные в любом формате (действительные числа, целые числа, строки и так далее) после их обработки data engineer.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

50 Рекалибровка

По итогам сентября котировки российских акций продемонстрировали умеренный рост на позитивных сигналах с мировых рынков, в том числе с товарных площадок. Индекс РТС вырос за месяц на 5,6% — до 1777,74 пункта, а повышение индекса МосБиржи составило 4,7%. При этом еврооблигации России умеренно снизились по итогам месяца.



ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

Не наказывать, но исправить

Приоритетом для НАУФОР является обобщение практики и публикация рекомендаций. Рекомендации позволяют организации привести в порядок свои внутренние документы и процессы.

44



Инвестор в шоколаде

Тема нашего номера — инвестор в шоколаде. Но формулировка лишь отчасти фиксирует устоявшееся на отечественном фондовом рынке положение вещей. В той же мере она еще и формулирует задачу на будущее.

Все, конечно, по причине долгожданного прихода массового частного инвестора. Нельзя сказать, что к моменту, когда он, приход, состоялся, российский рынок ценных бумаг не был готов. Он находился, вообще-то, в очень неплохой форме (если говорить о том, что мог сделать именно сам рынок, а не, допустим, о макроэкономике/политике). Дело скорее в том, что бессмысленно готовить обед для посетителя, который то ли придет, то ли нет. Можно подготовить помещение, завезти продукты, обучить персонал. Но метать на стол все же имеет смысл лишь тогда, когда возле этого стола уселись гости и, условно, стучат ложками.

Это — правильный, причем единственно правильный формат. Ну а теперь настала пора готовить шоколад.

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 пресс-служба **ПАО Сбербанк**

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 редизайна **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.

Совместить аккуратно

НАУФОР направила в Банк России замечания к докладу о совмещении видов деятельности

Банк России опубликовал 24 августа на своем сайте доклад для общественных консультаций «Совмещение видов деятельности на финансовом рынке». Регулятор, как говорится в преамбуле документа, предлагает расширить возможности по совмещению различных видов деятельности на финансовом рынке: "это позволит в перспективе перейти к регулированию по видам деятельности: финансовые организации смогут работать по новым направлениям без создания отдельного юридического лица".

Такая трансформация, говорится в документе, не требует масштабной перестройки бизнес-процессов участников рынка, а возникающие риски могут быть ограничены действующими регуляторными требованиями при их модернизации. Механизмы контроля рисков (как финансовых, так и связанных с конфликтом интересов и усложнением корпоративного управления, в отношении каждого нового направления совмещения видов деятельности) в докладе представлены.

Национальная ассоциация участников фондового рынка направила в Банк России замечания к докладу.

Как говорится в письме, НАУФОР разделяет не все идеи регулятора. Во-первых, ассоциация не поддерживает предложение о возможности совмещения деятельности страховых, кредитных и микрофинансовых организаций, брокеров, а также НПФ, с деятельностью по управлению инвестиционными фондами. НАУФОР также не поддерживает предложения о возможности совмещения деятельности страховых и микрофинансовых организаций, а также НПФ с деятельностью по управлению ценными бумагами и с деятельностью по инвестиционному консультированию.

Кроме того, НАУФОР предлагает пересмотреть модель маркетплейса как отдельного вида деятельности и отменить запрет на совмещение деятельности операторов финансовых платформ с брокерской деятельностью, деятельностью кредитных организаций и управляющих компаний ПИФ, и внести в Закон № 211-ФЗ ряд изменений:

1. Разрешить совмещение деятельности оператора финансовой платформы со всеми видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, деятельностью

управляющей компании, а также деятельностью кредитной организации.

2. Исключить для профессиональных участников рынка ценных бумаг и управляющих компаний, а также для кредитных организаций требование к минимальному размеру собственных средств оператора финансовой платформы, предусмотренное частью 1 ст. 8 Закона № 211-ФЗ.
3. Исключить ограничение на организационно-правовую форму оператора финансовой платформы, предусмотренное пунктом 2 части 1 ст. 2 Закона № 211-ФЗ. ■



Наталья Алымова

старший вице-президент, руководитель блока
«Управление благосостоянием» Сбербанка

Здоровые финансы — это как здоровое питание

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ИНДУСТРИЯ ДОГНАЛА ЦИФРОВЫЕ РЕТЕЙЛОВЫЕ БАНКОВСКИЕ СЕРВИСЫ ПО КЛЮЧЕВЫМ ПАРАМЕТРАМ

Наталья Алымова, старший вице-президент, руководитель блока «Управление благосостоянием» Сбербанка, рассказывает Ирине Слюсаревой, нужно ли массовому инвестору много инвестиционных инструментов, как выбрать между ИИС-1 и ИИС-3 и какую роль в развитии рынка играет индустрия финансовых советников.

Фотографии пресс-служба
ПАО Сбербанк

— Наталья, как изменился российский фондовый рынок приход на него массового инвестора? Каковы тренды сейчас, какие показатели могут быть достигнуты?

Массовый инвестор — это массовый потребитель, а он сейчас очень требовательный. Он не делает различий между сферами потребления и сравнивает любой клиентский опыт с лучшими практиками. Если он может за пару кликов в телефоне заказать такси или еду и получить их за 15 минут, то такие же ожидания у него будут от инвестирования.

— Инвестиционная индустрия уже догнала стандартные ретейловые сервисы по удобству, скорости и прозрачности. Отставание по отдельным направлениям еще есть, но в целом сформирован полно-

ценный цифровой клиентский путь — с удобной идентификацией, нормальной скоростью совершения операций и приличным продуктовым набором.

Следующим этапом станет развитие механизмов надстройки: люди начнут формировать свои портфели, которыми нужно будет управлять. Будут востребованы механизмы автоматизированного эдвэйзери. Этот тренд на отечественном рынке уже зарождается: появляются модели робоэдвайзинга с функциями создания модельных портфелей, системами рекомендаций в отношении ребалансировки, финансового планирования, контроля расходов и так далее.

В длинном бизнесе существует закономерность: когда приходит много новых клиентов, средний

чек падает. Сейчас многие беспокоятся, что рост активов на счетах отстает от роста количества счетов, но это совершенно нормально. Такой тренд мы будем наблюдать ещё какое-то время, потому что показатели инвестиционной активности населения пока далеки от западных бенчмарков: там инвестируют более широкие слои населения, их инве-

линии нулевой счёт невозможен по определению.

С другой стороны, бессмысленно предлагать клиенту открыть счёт, не делая при этом инвестиционного предложения. Счёт — лишь инструмент, юридическая оболочка, её наполнением может быть любой продукт, которым позволяет оперировать брокерская

В развитых странах, где ставки по вкладам сопоставимы с нашими, соотношение инвестиций и банковских вкладов составляет 40% к 60%. У нас сейчас — 19% и 81% соответственно.

Мы прогнозируем, что к 2023 году эта пропорция станет 25% на 75%.

стиции больше по объёмам и длиннее по срокам.

Очевидно, что масса новых инвесторов продолжит «разбавлять» показатели по активам, которые уже были достигнуты, то есть уменьшение среднего чека продолжится.

— Насколько существенна проблема нулевых счетов?

— Я не считаю нулевые счета глобальной проблемой, которая требует немедленного решения. Действительно, люди нередко открывают брокерские счета без чёткого понимания цели, в ряде случаев — по прямой рекомендации посредников (в том числе банковских сетей), а непосредственное инвестиционное решение параллельно с этим не принимают и, соответственно, не «заводят» на счёт деньги. С точки зрения развития индустрии такие клиенты сохраняют потенциал: их ещё только предстоит «активировать», им нужно будет помочь сделать инвестиционный выбор. И, как показывает практика, активировать такого клиента гораздо проще, чем человека из «холодной» базы. К тому же это специфика именно брокерского обслуживания, а не всей отрасли финансовых посредников. К примеру, в доверительном управ-

лицензия. Но наполнение обязательно должно быть.

Не думаю, однако, что тема нулевых счетов надолго останется на повестке финансового рынка. Финансовые посредники должны помогать клиенту делать осознанный выбор. Проведу аналогию: купив абонемент в спортзал, человек может туда ни разу не прийти. Но если сотрудники убедят его прийти на первую тренировку, предложат ему индивидуальную программу, которая будет соответствовать его возможностям, тогда шансы, что человек будет регулярно заниматься в зале, возрастут. В итоге человек повысит качество жизни, а фитнес-центр получит стабильный доход.

— Вы сказали, что по показателям индивидуальных инвестиций мы отстаём от развитых стран. Да, там инвестируют более широкие слои населения, их инвестиции больше по объёмам и длиннее по срокам. Но ведь Россия сравнительно небогатая страна с небогатым населением. Здесь происходит влияние на уровне макроэкономики: ставки выросли — люди пошли в депозиты; ставки упали — люди пошли в фонды. Но если сбережений нет в принципе, то ведь никто никуда не пойдёт.

— Конечно, для инвестирования нужны ресурсы. Но чтобы оценить влияние

различных факторов на привлечение средств, нужно применять разные алгоритмы. Если брать в качестве базовых такие факторы, как число людей, реальный располагаемый доход которых ниже прожиточного минимума, а также факторы среднего уровня доходов, среднего уровня потребления, число людей с накоплениями, то в такой системе координат ставки по вкладам влияют на динамику инвестиций значительно быстрее, нежели сдвиги уровня благосостояния. Но, конечно, объёмы располагаемых накоплений влияют на размер инвестиций.

Массовый инвестор в России начал выходить на фондовый рынок, когда ставки по банковским вкладам опустились до 3–4%. Это типично для стран с развивающимся финансовым рынком, в любой из них происходит то же самое. Люди начинают искать альтернативные способы вложения средств, а дальше маховик начинает раскручивать сам себя по следующей логике: «Сосед купил акции «Теслы» и хорошо заработал. Чем я хуже?» Возникает иллюзия мощного эффекта от простых действий: быстро открыл брокерский счёт, пробежался по инвестиционным предложениям, увидел знакомые названия эмитентов. И дальше как получится...

В развитых странах, где ставки по вкладам сопоставимы с нашими, соотношение инвестиций и банковских вкладов составляет 40% к 60%. У нас сейчас — 19% и 81% соответственно.

Мы прогнозируем, что к 2023 году эта пропорция станет 25% на 75%.

— Существуют ли дополнительные причины того, что россияне предпочитают депозиты инвестициям? Скажем, пропорции финансовых/нефинансовых активов у граждан РФ не такие, как, допустим, в ЕС. В той же Германии недвижимостью владеет около 42%, в Швейцарии — вообще 5%. В России типична ситуация, когда одинокий человек имеет в собственности большую квартиру и загородную недвижимость, но при этом денег на текущую жизнь ему не хватает. Могут ли ресурсы для инвестирования при-





текать с этой стороны — путём трансформации нефинансовых активов в финансовые? В конце концов, можно иметь не квартиру, а паи фонда недвижимости. Нужно ли инвесторам сообществу работать в этом направлении?

— В сущности, это вопрос о том, следует ли вкладываться в финансовую грамотность российских граждан. Ответ — безусловно, да.

Я всю жизнь занимаюсь розницей — банковской, инвестиционной. По опыту могу сказать, что базовые вещи людям необходимо объяснять. То, что инвестиции имеют разную эффективность, — как раз одна из таких вещей.

Любой человек, посмотрев подкасты по финансам на YouTube или прочи-

тав популярную книгу «Богатый папа, бедный папа», скажет, что активы лучше пассивов. С другой стороны, сейчас розничные ЗПИФы не являются альтернативой владению недвижимостью. Объясню почему. Управляющая компания «Сбер Управление Активами» со сборами в 67 млрд рублей занимает 75% рынка розничных закрытых фондов недвижимости (не путать со всем сегментом ЗПИФ, которые чаще выступают в качестве упаковки активов, а не способа вложения в недвижимость). Поэтому говорить о том, что у нас сформировался массовый рынок вложений в недвижимость с помощью ЗПИФов недвижимости, пока преждевременно.

Опосредованные вложения в недвижимость — нормальная форма аллокации активов для диверсифицированного портфеля. Но эта возможность — не для людей, которые инвестируют 20–30 тысяч рублей, в этом сегменте порог входа существенно выше. Пай закрытого ПИФа — не первый продукт, который приобретёт массовый инвестор. Он, скорее, начнёт инвестирование с тех же акций или облигаций Сбербанка.

Чтобы людей, владеющих недвижимостью, целенаправленно убеждать трансформировать её в финансовые активы и жить на проценты, надо начать с элементарного — научить их счи-

тать, дать базовые навыки финансовой гигиены.

Опросы показывают, что граждане приравнивают ведение личных финансов к таким вещам, как поддержание здорового образа жизни, регулярное прохождение диспансеризации и тому подобное. Людям ведь не нужно объяснять, что полезнее есть не картошку фри, а цветную капусту, приготовленную на пару. Аналогичные навыки и знания должны быть и для «здоровых» финансов.

— Можно ли ещё как-то повысить привлекательность инвестиций для массового инвестора? Вы использовали глагол «активировать»...

— Мне кажется, людям нужно показать, что выигрывать будет тот, кто интересуется соответствующими темами и развил привычку считать. Отечественная индустрия предлагает для этого всё многообразие инструментов управления личными финансами. В частности, в приложении СберБанк Онлайн есть соответствующая аналитика, опция планирования расходов и так далее. Аудитория этого сервиса — 26 млн человек. Это не значит, что все они поставили себе конкретные финансовые цели, определили защитные активы и так далее. Но люди уже стали анализировать, сколько денег получали в прошлые месяцы, сколько и на что потратили.

В том же приложении есть и пенсионная витрина от НПФ Сбера в разделе «Инвестиции и пенсии». Она показывает пользователю размер накопленной им на текущий момент пенсии. За четыре месяца туда зашло около трёх миллионов пользователей. Даже если мы через эту витрину ничего не продадим (а продажи там идут), то всё равно это осмысленная история: люди повышают свою финансовую грамотность, занимаются финансовой гигиеной.

Было бы очень здорово, чтобы, помимо вкладов, люди задумались о приобретении инструментов, которые позволят им жить более-менее безбедно после

окончания трудовой деятельности. И на следующем шаге завели бы портфель, который позволит получать текущий денежный поток, либо доход на среднесрочном горизонте.

— Какими способами следует этого добиваться?

— Важно не навязывать людям свои форматы, а искать те, которые им близки, потому что только тогда коммуникация будет эффективной. Нравится TikTok? Значит, делаем короткие видеоролики. В любом случае нужен очень простой и максимально понятный

Было бы очень здорово, чтобы, помимо вкладов, люди задумались о приобретении инструментов, которые позволят им жить более-менее безбедно после окончания трудовой деятельности.

формат с соответствующими дисклеймерами — пояснениями, что это не первый инструмент, который следует приобретать.

— Достаточно ли инструментов доступно ретейловому инвестору?

— Люди, которые делают свой первый инвестиционный шаг, нуждаются в том, чтобы их правильно направили, исходя из конкретных задач. Для массового инвестора весь необходимый функционал — акции, облигации, фонды — можно разместить в разделе «Инвестиции» мобильного приложения.

Широкий спектр инструментов — потребность уже другой аудитории: людей, которые изучили материалы об организации личных финансов, поняли цели, попробовали инвестировать и теперь хотят большей диверсификации и свободы действий.

— Каким образом и на каких стадиях могут быть вовлечены в эти процессы инвестиционные консультанты?

— На нашем рынке сервис инвестиционного консультирования находится в

зачаточном состоянии. Нужно разделять два разных процесса.

Один уровень — это автоматизированная инвестиционная рекомендация. Клиент проходит риск-профилирование, после чего для него подбирается портфель в соответствии с профилем. Причём для одного человека можно составить несколько портфелей для разных жизненных целей. Является ли это инвестиционной консультацией? Безусловно, да. Дальше этот портфель проходит регулярную ребалансировку, клиенту объясняют, что из портфеля периодически надо выходить, и так

далее. Всё это — апробированные инвестиционные практики, которые легко автоматизируются. Вся эта совокупность действий является инвестиционной рекомендацией.

Второй уровень — более сложный. Инвестиционный консультант должен сформировать инвестиционный портфель для конкретного клиента. Посредник влияет на этот процесс только в регуляторных рамках. В зависимости от размера портфеля это может быть стандартизированный алгоритм или индивидуальный подбор, продажи стандартных инвестпродуктов или конкретная инвестиционная идея — личный выбор конкретного клиента.

Наверное, оба этих пути могут частично срачиваться. Если такое срачивание будет происходить, то всё большее количество продаж будет попадать в периметр индивидуальных инвестиционных рекомендаций. По крайней мере, мы в Сбере для себя это видим именно так. В регуляторные рамки необходимо заводить всё больший объём различного



рода практик, применяемых в инвестиционном консультировании. Потому что практически невозможно перебить предложение «только для вас и только сегодня», в которое защиты и полноценный эдвайзер, и диверсификация/аллокация, и любые модные темы, начиная с ESG-инвестирования и заканчивая пре-IPO.

Сейчас на российском рынке присутствует около полутора тысяч официально зарегистрированных инвестиционных консультантов. Мне кажется, регулятор просто ещё не начал заниматься развитием этого направления. Но сама тема очень перспективна, потому что никакая автоматизация не даст того

разнообразия идей, которое может обеспечить независимый консультант.

В то же время мы такой конкуренции не боимся. Я считаю, что рынок индивидуального инвестконсультирования в нашей стране должен развиваться как можно быстрее. Инвесторам надо помогать. Люди часто теряют инвестиционный доход, потому что поддаются стадным инстинктам: не вовремя выходят из бумаг, высоко покупают, низко продают и так далее. Квалифицированная помощь способна создать позитивный инвестиционный опыт, а это очень важно.

— Как следовало бы развивать линейку индивидуальных инвестсчетов? Следует ли ради ИИС-3 отказываться от ИИС-1?

— Очевидно, что ИИС-1 и ИИС-3 решают разные задачи. ИИС-1 — это нечто вроде пригласительного билета на фондовый рынок плюс комплимент от шеф-повара. ИИС-3 — это история про длинные накопления, длинные инструменты и выравнивание результатов по всем индустриям, в том числе пенсионной.

Логика Минфина, стремящегося заместить один тип счёта вторым, совершенно прозрачна. Регулятор стремится ослабить спекулятивный интерес к фондовому рынку, по мере возможности замещая его долгосрочным через применение налоговых стимулов. Минфин просто не может действовать в другой

логике, она является производной от его институциональных целей.

Но если говорить в логике инвестиционной индустрии, то ИИС-1 помогает и будет помогать её развитию в обозримой перспективе. Поэтому нам бы не хотелось, чтобы ИИС 1-го типа были как-то урезаны или тем более отменены по мере введения ИИС 3-го типа.

Что касается необходимости в принципе иметь паспорта продуктов, мы полностью поддерживаем позицию Банка России. Когда паспортизация станет обязательной, это пойдёт рынку только на пользу.

— Следует ли менять систему налоговых вычетов по ИИС-1, в частности повышать сумму, не подлежащую налогообложению, — допустим, до 1 млн рублей?

— Мы были бы не против. Но не могу сказать, что это принципиально и обязательно. Можно остановиться и на достигнутом.

— В каком направлении следовало бы развивать механизмы/каналы идентификации клиентов? Отличается ли идентификация резидентов и нерезидентов, проблема ли это?

— В плане идентификации у Сбербанка ситуация особая: перед нами этот вопрос не стоит вообще. У нас есть Сбер ID — единый идентификатор, с помощью которого можно пользоваться сервисами Сбера и его партнёров без необходимости регистрироваться и запоминать пароли. Собственно, это единый вход в сервисы как самого Сбера, так и его партнёров. У мобильного приложения СберБанк Онлайн 70 млн активных пользователей, которые представляют собой всё экономически активное население.

— Следует ли стандартизировать клиентскую информацию об инвестиционных продуктах? Каковы здесь проблемы и возможные подходы?

— Паспорта продуктов — стандартная практика для развитых рынков; она должна стать таковой и в России. В Сбере по любому инвестиционному инструменту, который предлагается в СберБанк Онлайн и физических каналах, клиент может посмотреть стандартизированный паспорт продукта СберКИИД, где есть вся ключевая информация об этом инструменте в

доступном формате. Можно сравнить параметры и осознанно выбрать нужный инструмент. Кстати, у нас считаются сценарные доходности: чтобы человек не только понимал природу и характеристики покупаемого инструмента, но и мог предполагать эффект от приобретения, в том числе видел расходы в виде комиссий посредника. Это новая опция. У нас пока нет по ней статистики, но её наличие в любом случае тоже относится к области финансовой гигиены.

Что касается необходимости в принципе иметь паспорта продуктов, мы полностью поддерживаем позицию Банка России. Когда паспортизация станет обязательной, это пойдёт рынку только на пользу. Мировым трендом является снижение посреднических комиссий. Наш рынок тоже ожидает этого, участникам рынка следует готовиться заранее. Прозрачность, пусть даже внедряемая насильственно, — это именно то, чего ждёт потребитель, она положительно повлияет на развитие рынка.

— Можно ли считать, что основным каналом вашего взаимодействия с инвестором является приложение СберБанк Онлайн

и всю необходимую информацию клиент может получить через этот канал?

— Именно так. Более того, скоро мы подключим туда инвестиционных консультантов. Чат уже есть, а можно будет (по предварительной договорённости) пообщаться на тему инвестирования с живым человеком — квалифицированным специалистом.

— Какую основную задачу вы сейчас решаете, в какой точке происходит узловая сборка проекта?

— Основной задачей я считаю переход от работы с отдельными инвестиционными инструментами к управлению клиентскими портфелями. Это огромный комплекс задач. Он начинается с правильной мотивации наших продавцов, продолжается на стадии подбора инструментов, определения клиентского пути, форматирования методов работы сотрудника с клиентом и его (сотрудника) компетенций, а заканчивается проактивным управлением портфелем клиента с выставлением бенчмарка по доходности и отслеживанием эффективности инвестиций. ■



Виталий Исаков

директор по инвестициям УК «Открытие»

Инвестор в шоколаде

Главными преимуществами паевого инвестиционного фонда являются надежность и эффективное налогообложение

Виталий Исаков, директор по инвестициям УК «Открытие», рассказывает Ирине Слюсаревой о том, что происходит в отрасли паевых инвестиционных фондов; подробно описывает преимущества этого формата инвестирования и динамику развития, а также сравнивает с биржевыми фондами и доверительным управлением.

Фотографии Павел Перов

— Виталий, предлагаю поговорить о ПИФах под управлением УК «Открытие»: кто инвестор, меняется ли он, какова ваша цель в этом сегменте?

— В сегменте открытых паевых инвестиционных фондов сейчас идет огромный рост. Возник большой интерес к этому типу продуктов в принципе. Соответственно, и к продуктам нашей управляющей компании, в частности. Это обусловлено объективными факторами. Первый и самый важный — безусловная поддержка со стороны властей (в первую очередь, Центрального банка), нацеленная на то, чтобы формат инвестирования именно через ПИФ стал очень привлекателен в двух отношениях, очень важных для инвестора.

Во-первых, это безопасность. Инвестируя в формате доверительного управления, имеет смысл работать с крупной и известной компанией. Малоизвестной компании доверять свои активы вряд ли стоит, поскольку в ДУ они ничем не защищены от злоупотреблений. Тогда как в формат паевого инвестиционного фонда встроен многоуровневый контроль. УК только управляет, сами ценные бумаги хранятся отдельно, в специализированном депозитарии, учет прав на паи ведет еще одна независимая структура — регистратор. Кроме того, весь процесс проходит в зоне ежедневного надзора Банка России.

Эта конструкция очень хорошо себя зарекомендовала. За всю историю индустрии ПИФов, с начала

90-х не было ни одного случая, когда бы интересы инвесторов пострадали от недобросовестных действий участников рынка или в их портфелях находились не те активы, за которые УК отчитывается. Такого не случалось. Это подтверждает надежность и юридическую защищенность паевого инвестфонда по сравнению опять-таки с ДУ, где через некоторых управляющих были реализованы достаточно печальные для инвесторов истории. В том числе, с выводом средств клиентов.

У открытых ПИФов есть преимущество, которым биржевой фонд пока не обладает. А именно, вкладываясь в ОПИФ, клиент может воспользоваться (внутри одной УК) процедурой обмена паев. И таким образом самостоятельно управлять своим портфелем.

Надежность является первым преимуществом паевого инвестиционного фонда.

Второе преимущество — налоговое.

Оно стало особенно ярко ощущаться в 2021 году, после того, как появилась необходимость уплачивать НДФЛ с доходов по депозитам. А налогообложение ПИФа осталось прежним, благодаря чему он стал самым привилегированным с налоговой точки зрения инструментом инвестирования. Вкратце перечислю эти особенности.

Первое. Все доходы, которые образуются внутри ПИФа (будь то дивиденды по российским акциям, купоны по облигациям или прибыль от сделок купли-продажи) никакими налогами не облагаются. Все эти доходы реинвестируются без налога. В этом отношении инвестирование через ПИФ существенно отличается и от самостоятельных операций на фондовом рынке, и от ДУ. Потому что если инвестор купил на свой брокерский счет облигацию, то купон по

ней подпадает под налоговое обложение: таким образом, на счет попадет купонная выплата, уже очищенная от налога. Она будет на 13-15% меньше доналоговой. То же самое — с дивидендом, с другими доходами.

Второе. Инвестору в ПИФ нет никакой необходимости платить НДФЛ ежегодно, даже если было закрыто много сделок. Налог платится только в момент погашения пая. Если инвестор инвестировал краткосрочно, то его финансовый результат практически не изменится.

Но если инвестиция была многолетней, если 3-5-10 лет капитал рос без всяких налогов, то на выходе налоговые выплаты могут составить ощутимую сумму. Вплоть до величин, измеряемых двузначными значениями процентов. Это тоже делает инвестирование в ПИФ привлекательным вариантом, особенно инвестирование долгосрочное.

Третье преимущество ПИФа — инвестиционный налоговый вычет. При владении паями более 3-х лет не облагаются НДФЛ суммы прибыли, не превышающие 3 млн рублей. Обращаю внимание: сумма не инвестиции, а именно прибыли.

На мой взгляд, это покрывает потребности подавляющего большинства инвесторов на российском рынке. Даже состоятельных лиц. Можно размещать на рынке десятки миллионов рублей и по итогу не платить НДФЛ.

Это очень существенная мера, на развитых рынках и близко не существует подобных поблажек.

Что важно. Налоговые льготы можно получить и при долгосрочном инвестировании через брокерский счет. Но при покупке валютных инструментов возникает очень большая разница в плане налоговых последствий между этими форматами инвестирования. Большинство ценных бумаг, номинированных в долларах США, при покупке физлицом на свой брокерский счет попадает в режим, где налог будут считать с рублевой прибыли. Допустим, вы покупали облигацию, номинированную в долларах, и получили по ней небольшой доход: 3-5%. При этом, например, на периоде от покупки до продажи произошло существенное ослабление рубля. При этом с вас возьмут большой налог за рублевую прибыль, которая может даже превысить полученный доход.

— Но ведь в ПИФе прибыль тоже будут считать в рублях?

— Верно. Но в ПИФе валютная переоценка не ухудшит налоговые обязательства инвестора.

Например, если мы говорим о фонде валютных облигаций, то там, при сумме инвестирования в объеме 10-20 млн рублей, даже серьезная девальвация (20-30%), скорее всего, будет перекрыта размером инвестиционного налогового вычета. Это безусловно привлекательная возможность для инвестора.

— А существует ли разница в налогообложении между ОПИФ и БПИФ?

— У открытых ПИФов есть преимущество, которым биржевой фонд пока не обладает. А именно, вкладываясь в ОПИФ, клиент может воспользоваться (внутри одной УК) процедурой обмена паев. И таким образом самостоятельно управлять своим портфелем, менять соотношение между паями различных фондов. Если такая ребалансировка происходит через процедуру обмена паев открытых ПИФов внутри одной управляющей компании, то налогового события не возникает. Срок предостав-



ления налоговой льготы не прерывается, он отсчитывается от момента первой покупки.

В биржевом же фонде обмена паями не происходит: если инвестор хочет ребалансировать свой портфель, то может лишь продать один пай и купить другой. И если прошло меньше 3-х лет с момента покупки, то возникают налоговые последствия.

Это преимущество ОПИФа. ПИФы, при условии владения свыше 3-х лет, имеют налоговый режим как минимум не хуже, чем ИИС. А зачастую — серьезно лучше. Особенно для состоятельных инвесторов.

— Но скажем честно: не все граждане РФ имеют возможность инвестировать значительные суммы. Для многих вполне доста-

— А каков профиль вашего инвестора и как вы его привлекаете?

— Сейчас УК «Открытие» производит привлечение инвесторов в ПИФы преимущественно через физические каналы. И через сеть отделений банка «Открытие», и через сеть компании «Открытие Брокер». Формат привлечения в онлайн тоже есть, он работает, но пока не является основным.

Наш основной инвестор — физическое лицо, как правило, среднего возраста: 35 плюс. Динамика привлечения в ПИФы достаточно существенная: с начала года мы удвоили объем средств в ОПИФах, выросли быстрее рынка. А если смотреть результаты нескольких последних лет, то рост просто ги-

валютного курса не мешают российскому рынку акций показывать долгосрочный рост. Напоминаю, что мы говорим о фонде акций; но растет и рынок облигаций. Кроме того, российские управляющие предлагают инвестировать и в активы развитых рынков. Люди пробуют — и видят, что зарабатывать можно.

Квалификация инвестора тоже растет. Прежде в моменты кризисов и снижения люди начинали паниковать, бросались продавать активы на падении. В такие моменты мы старались коммуницировать с клиентами как можно активнее, убеждали немного переждать, не действовать в убыток себе. В 2020 году мы, к своему приятному удивлению, увидели, что снижение рынков привело не к панике и погашению, а наоборот, — инвесторы стремились докупать.

Конечно же, эти действия были абсолютно оправданы. Для нас они стали еще одним сигналом взросления рынка. В том числе, нашей клиентской базы.

— Каковы ваши стратегические цели?

— В линейке открытых ПИФов у нас сейчас 7 фондов. Это достаточно короткая и, что важно, простая для понимания линейка. Внутри компании (и внутри группы) мы считаем, что наша линейка паевых фондов и впредь должна оставаться простой и понятной. Потому что инвестор в ОПИФ довольно консервативен. У некоторых управляющих компаний линейки содержат десятки фондов. Их порой сложно различить.

УК «Открытие» идет другим путем. Мы не перекладываем ответственность за инвестиционные решения на плечи клиента, поэтому у нас все просто и очевидно. Инвестирование возможно в двух валютах: рубль и доллар. Стратегий три: консервативная (облигации), агрессивная (акции) и сбалансированная (смешанный вариант). Поскольку клиент понимает, какая валюта ему нужна, а также имеет представление о собствен-

Люди видят, что российский фондовый рынок становится более зрелым, это факт. Они видят, что ни медленный экономический рост, ни кризисы, ни санкции, ни колебания валютного курса не мешают российскому рынку акций показывать долгосрочный рост.

точно квоты по ИИС, которая сейчас составляет 400 тысяч в год, 1200 тысяч за три года.

Поэтому хорошо, что существуют оба эти инструмента. Если государство предлагает преимущества по ИИС, почему бы ими не воспользоваться. Но вполне логично суммировать их с преимуществами, которые предоставляются по ПИФам, если есть такая возможность.

И быть целиком в шоколаде.

Следует признать, что существующие форматы коллективного инвестирования дают возможность сократить налоги инвесторам с самыми разными объемами ресурсов. Кроме уж совсем открывенных долларовых миллионеров, разве что.

Но долларовые миллионеры обычно вполне способны позаботиться о своих финансовых интересах самостоятельно.

гантский. Скажу о результатах фонда, которым управляю лично я с 2013 года, это фонд «Открытие – Акции». Когда я только приступил к работе, объем фонда составлял порядка 20–30 млн рублей. А сейчас — порядка 6,9 млрд рублей.

— Ого!

— Рост действительно серьезный. Он обусловлен и хорошими результатами работы фонда, и теми преференциями/льготами, которые предоставляет государство этому виду инвестирования. Думаю, что у большинства инвесторов травма 2008 года уже зажила, печальная память следила. Люди видят, что российский фондовый рынок становится более зрелым, это факт. Они видят, что ни медленный экономический рост, ни кризисы, ни санкции, ни колебания



ном риск-профиле, то выбор фонда для него является достаточно простым.

Биржевые фонды привлекают, как правило, более молодую и динамичную аудиторию. Здесь линейка может быть более широкой, включать, в том числе, тематические фонды, фонды отдельной идеи. Но для того, чтобы успешно пользоваться возможностями БПИФов, клиентам нужно разбираться в инвестировании существенно больше (сравнительно с ОПИФ). Особенно если дело касается каких-то специфических фондов.

— Почему вы работаете именно на рынке акций?

— Я работаю на рынке акций исторически: наверное, потому что это более

динамичный рынок. И еще. Рынок облигаций — это главным образом про математику. Известен номинал облигации, ставка купона, срок инвестирования. В этом формате ряд параметров может быть просчитан — посредством применения математических методик. Практически все мои коллеги, работающие на рынке облигаций, — серьезные математики, доктора наук и так далее.

Рынок акций другой. Он не столько про математику, сколько про человеческие эмоции и про понимание бизнеса. Математика здесь не такая изощренная; и она в любом случае не поможет, если инвестор начинает паниковать.

Среди наших клиентов интерес к фондам облигаций выше. Это совершенно оправдано, поскольку консервативный инструмент инвестирования нужен абсолютно всем. Облигации должны быть в каждом портфеле. А вот акции — актив не вполне для всех. Он для людей, которые способны соотнести долгосрочные преимущества этого инструмента с его краткосрочными недостатками. Поэтому объемы вложений в акции меньше.

Объем нашего фонда российских облигаций превышает 17 млрд рублей. Фонд акций примерно в 3 раза меньше.

Но в портфелях большинства инвесторов все же должен присутствовать



и тот, и другой инструмент, просто в разном соотношении.

— Как вы относитесь к идущей сейчас локализации рынка иностранных акций?

— В целом мы приветствуем любое расширение возможностей инвесторов. С другой стороны, видим, что сейчас этот инструмент востребован преимущественно спекулятивно настроенными участниками. Притом этот интерес преимущественно к акциям компаний, которые колеблются в цене сильнее рынка, у которых нет текущих денежных потоков.

Долгосрочное инвестирование доступно подавляющему большинству людей. Для этого не надо обладать специальными знаниями; не надо тратить много времени и сил. Но долгосрочное инвестирование не может быть простым и легким способом получения огромных денег.

Два наших фонда работают, в том числе, на рынке зарубежных акций. Это фонд «Открытие — Лидеры инноваций» (стал самым доходным фондом за 3 года в нашей стране) и «Открытие — Глобальные инвестиции» (сбалансированный фонд: помимо акций, там есть еще и облигации, и другие инструменты; из раза в раз подтверждает лидерство по доходности среди российских фондов смешанных инвестиций). Но мы покупаем эти инструменты на тех площадках, на которых они торгуются.

В целом выбор — это хорошо. Думаю (это мое личное мнение), что государство не обязано каждого человека держать за руку и ограждать от любых рисков. Безусловно, из числа тех людей, которые выйдут на фондовый рынок, кто-то серьезно обожжется. Плохо, что многие неопытные инвесторы, которые только начинают знакомиться с фондовым рынком, вовлекаются в него в очень рискованном, спекулятивном формате.

Многие считают, что выходить на фондовый рынок имеет смысл лишь за тем, чтобы получить какие-то запредельные доходности.

Конечно же, люди, выходящие с таким настроем, часто несут серьезные потери.

Стать успешным спекулянтом сможет разве что один из ста любителей риска. Большинство же из тех, кто гонится за легкой прибылью, в реальности деньги теряют. Плохо, если их негативный опыт отведит от рынка более уравновешенных инвесторов, в том числе, долгосрочных.

На самом деле долгосрочное инвестирование доступно подавляющему большинству людей. Для этого не надо обладать специальными знаниями; не надо тратить много времени и сил. Но долгосрочное инвестирование не может быть простым и легким способом получения огромных денег. Можно зарабатывать 10–15% годовых. Но сотни процентов в месяц могут быть реальностью разве что в описании некоторых, довольно специфических, телеграм-каналов.

Здесь людям может помочь только финансовое просвещение.

— Возможно, просвещение не обязательно должно заходить через суровые образовательные методики? Уместна также игровая форма: фильмы, игры сериалы... как-то так.

— Фондовый рынок имеет одно примечательное свойство: он выглядит очень просто. Купил — продал — получил прибыль. Примерно как футбол, там же вроде бы тоже ничего особенного: просто пинаешь мяч. Но сделать карьеру

футболиста может лишь один человек из миллиона. Обычный любитель может заработать на фондовом рынке миллионы примерно с такой же вероятностью.

А вероятность на фондовом рынке может быть коварной.

Этот рынок работает в условиях неопределенности, здесь может сложиться ситуация, когда новичок заработает. Открыл терминал, купил акции «Теслы», на коротком периоде их цена удвоилась. Такое бывает именно и только здесь. (Скажем, начинающий шахматист ни в каком случае не выиграет у гроссмейстера). И наступает эйфория! Тут возникает серьезная опасность. Начинающий инвестор с большой вероятностью захочет масштабировать свой единичный случайный успех. Если он при этом еще и совсем не смотрит на риск, последствия могут быть сокрушительными.

Я уверен в том, что большинству непрофессионалов гораздо больше подходят инструменты коллективного инвестирования. Мы, кстати, стараемся доносить наше видение до клиентов, в том числе общаясь с ними через наш собственный телеграм-канал: «УК «Открытие». Без галстуков». Там портфельные менеджеры, управляющие фондами акций и облигаций, делятся взглядом на актуальные события, происходящие в мире инвестиций, рассказывают о продуктах компании и ее результатах, отвечают на вопросы подписчиков.

— Что насчет БПИФов?

— Буквально недавно мы сформировали линейку, состоящую из семи биржевых фондов, которая покрывает основные классы активов, а главное, отвечает большинству запросов инвесторов. В неё вошли разные типы стратегий, ориентированные, в том числе, на акции ведущих компаний США, Азии, Европы и РФ, а также облигации США и России.

Говоря о дальнейших планах, мы будем анализировать возможность запуска каких-то более специфических БПИФов.

— Есть ли у вас маркетмейкер и нужен ли он на этом рынке в принципе?

— Наш маркетмейкер на сегодня — Группа компаний «АТОН». На текущем этапе развития российского рынка биржевых фондов маркетмейкер, безусловно, нужен. Даже для самых расторгнутых фондов. На нашем рынке нет такой глубины ликвидности, как на рынках западных.

— Ждете ли вы в плане развития рынка БПИФов каких-то действий от биржи, от регулятора?

— На рынке и открытых, и биржевых фондов мы ждем, когда будет реализована возможность получения промежуточного дохода. Это создаст дополнительные возможности для ПИФов по российскому праву. Нет сомнения, что со стороны клиентов эти возможности будут востребованы. Некоторые инструменты, работающие по западному праву и при этом торгующиеся на Московской бирже, такую возможность уже имеют. Немного странно существование такого арбитража.

В принципе, получение промежуточного дохода можно сделать и сейчас, периодически погашая часть паев. Но, как всегда в жизни, удобнее, чтобы это делал кто-то другой.

Хочется, чтобы этот рынок рос и развивался. Поэтому и от бирж, и от регуляторов следовало бы ждать инициатив, направленных на снижение расходов профессиональных участников. Особенно в отношении биржевых ПИФов: сейчас многие из них работают еще в убыток. Накладные расходы на поддержание инфраструктуры биржевых фондов (их платит из своего кармана управляющая компания) достаточно велики. А объемы пока далеки от объемов американского рынка. Конечно, в такой ситуации хочется искать возможности сокращения расходов.

— Как вы относитесь к возможности допуска на российский рынок иностранных биржевых фондов? В каком формате их следовало бы допускать?

— Чем больше инструментов, тем лучше. Рост конкуренции тоже поддерживает качество. Другое дело, стоит ли допускать ETF на наш рынок свободно или с ограничениями. Насколько я понимаю, допуск для них будет ограничен. И на текущем этапе такой подход оправдан. Без четкого понимания, что именно у конкретного фонда внутри, неискушенному инвестору лучше в ту сторону не смотреть.

— Что же лучше: ПИФ или ДУ?

— Открытый паевой фонд более востребован. В том числе, со стороны клиентов частного банковского обслуживания. Я уже подробно рассказал о преимуществах такого формата, в том числе, налоговых льготах.

У ДУ тоже есть преимущества, которые для некоторых клиентов могут оказаться решающими. Первое преимущество — возможность вносить/забрать деньги в долларах США (и в другой иностранной валюте). У ПИФа такой опции нет. Для многих клиентов, особенно состоятельных, это принципиально. Они уже имеют определенный объем средств в долларах и не готовы их конвертировать в рубли, получать паи, потом снова ждать конвертации и так далее. Для ряда инвесторов такая овчинка не стоит выделки. Если в момент конвертации происходит существенный скачок курса, ситуация может стать особенно неприятной. Хотя сейчас процедура выдачи/оплаты паев стала достаточно быстрой, так что риски такого рода минимизированы.

Хотя все равно есть клиенты, которые предпочитают вообще не прикасаться к рублям. Для них ДУ — правильный выбор.

Второе преимущество доверительного управления — дивиденды с американского рынка. И в рамках ОПИФ, и БПИФ предусмотрен налог с дивидендов именно по американским акциям по ставке 30%.

В прочих аспектах преимуществ у ДУ перед фондами, на наш взгляд, нет.

Если речь не идет о суперобеспеченных клиентах, инвестирующих сотни миллионов рублей. Для них могут быть реализованы индивидуальные стратегии. В их составе могут быть и операции с биржевыми фондами, в том числе.

— Насколько актуальна задача ориентировать клиентов на долгосрочные инвестиции?

— К долгосрочным инвестициям мы склоняем своих инвесторов всеми доступными способами. Объясняем им, что на периоде меньше года пользоваться инструментами коллективного инвестирования, по большому счету, не имеет смысла вообще: возможны просадки. Если речь идет об инвестировании на рынке акций, то мы, можно сказать, слезно умоляем не рассматривать горизонт меньше трех лет. Причин тому — две. Во-первых, это налоговая льгота, которая применяется лишь по прошествии трех лет (глупо выбрасывать эти деньги на ветер). Во-вторых, по причине того, что на коротком горизонте результаты рынка акций не поддаются ни прогнозированию, ни управлению.

Можно и вложиться в акции хорошей компании, и результаты ее будут хорошими из квартала в квартал. Но если крупный держатель решил распродать свой пакет, то цена все равно будет падать.

Или, например, санкции. Сейчас российский рынок акций вообще не обращает внимания на очередной пакет таковых. Но 2-3 года назад все было сильно иначе! В какие-то моменты рынок мог падать на 10% в день.

Если клиент соберется выйти из инвестиций в период такого падения, пусть кратковременного, то результаты его гарантированно не порадуют. А мы не хотим, чтобы клиент был недоволен! Но на краткосрочном периоде избавиться от колебаний рынка акций невозможно. На горизонте свыше 3-х лет все происходит совершенно иначе:

значимость изменений конъюнктуры на таком сроке снижается, на первый план для результатов инвестирования выходит рост финансовых показателей компании. Конечно, если кто-то вкладывался в 2005 году, то через три года, в 2008, он почти гарантированно получил серьезные убытки. Но события такого рода, как в 2008, случаются все же крайне редко.

В целом же, чем дольше живет инвестор на рынке, тем лучше его результат.

— Сейчас активно обсуждаются новые типы ИИС, что вы думаете на этот счет?

— Ко всем предложениям, которые расширяют возможности инвестора, мы относимся положительно. Особенно если эти инструменты подводят людей к более долгосрочному инвестированию.

Поэтому новые типы ИИС — оцениваем лишь положительно.

— Сейчас предлагается совмещение лицензии страховой компании и УК, что думаете по этому поводу?

На мой взгляд, такое новшество не приведет к революционным изменениям. В больших финансовых группах, как правило, имеются и страховые компании, и управляющие. Разделение компетенций между ними уже сложилось. Если специально для клиентов перевесить пару табличек с одной двери на другую, это мало что изменит в реальности.

Что же касается способности маленьких страховщиков перехватить бизнес профессиональных управляющих. Представим: вот крупная УК работает на рынке 20 лет, имеет публичный трек рекорд, известность, сложившуюся клиентскую базу. Теперь на этот же рынок приходит новая независимая компания, которая не имеет ни зафиксированных успехов, ни опыта — и может все это клиентам только пообещать. Нууу. Желаем таким смельчакам успехов: в их положении они вряд ли придут легко.

— Ваша компания признана лучшей в работе с пенсионными накоплениями ПФР. Насколько в принципе важна для вас работа с институциональными инвесторами?

— Конкретно этим портфелем Пенсионного фонда мы управляем с 2004 года. На текущий момент институциональные инвесторы составляют значительную часть нашего бизнеса. Мы работаем на этом рынке давно, успешно и всячески стремимся развивать это направление. На этапе, когда бизнес нашей УК только начинался, без денег институциональных клиентов было невозможно его поддерживать.

Работа с деньгами ПФР — витрина нашей успешности.

— Какие проблемы индустрии нуждаются, на ваш взгляд, в обсуждении с участием игроков, регулятора, СРО?

— Странные места в регулировании фондов существуют. Их и надо обсуждать. Например, есть требование о доле ликвидных активов в портфеле инвестиционного фонда. Есть перечни активов, которые считаются ликвидными; и перечни активов, которые ими не считаются. Нормально ли, что ликвидным активом не считаются деньги на брокерском счете?

— Деньги вроде бы обладают наивысшей ликвидностью?

— Соглашусь. Для меня как управляющего наиболее ликвидными являются те позиции, в которые я могу наиболее быстро и легко зайти, не оказав влияния на рынок. Если торговый оборот по какому-то инструменту составляет миллиарды долларов в день, то инструмент ликвиден. Безотносительно к тому, что об этом думает Банк России.

Но на практике акции, входящие в состав индекса S&P-500, считаются ликвидным активом. А ETF с миллиардным оборотом на этот же индекс — таким активом не считается.

Следующая проблема. Банк России считает, что для защиты инвестора

следует сократить максимальную долю одного эмитента в составе ПИФа до 10% (какое-то время она составляла 15%). Во-первых, это не соответствует лучшим мировым практикам. Во-вторых, это очевидно избыточная опека. В-третьих, мы видим, что в составе наиболее репрезентативного индикатора российского фондового рынка — Индексе Московской биржи — максимальная доля одного эмитента (например, Сбербанк) превышает эту норму. Она достигает 15%, а может быть и выше.

— И как тут быть?

— Тут возникает еще одна странность.

Регулятор позволяет создавать индексный фонд, где можно держать 20% акций, скажем, Сбербанка. Но есть требование, чтобы динамика этого фонда не отклонялась больше, чем на 0,5% за 20 рабочих дней от динамики соответствующего индекса. На первый взгляд, требование разумное. Но вот мы попытались сделать индексный фонд, который бы соответствовал этому требованию. И столкнулись с тем, что на практике его выполнить невозможно: даже если портфель фонда соответствует индексу до сотых, даже тысячных долей процента. Потому что уровень индекса считается на время закрытия торгов Московской биржи. А СЧА ПИФа, который содержит бумаги, торгующиеся на иностранных биржах, управляющий обязан считать по времени закрытия этих бирж. В нашем случае — на 23 часа мск или на 00:00 мск. За это время курс акций того же Яндекса может сходить вверх-вниз на 5%, при этом еще и поменяется курс доллара. Управляющий, сидя ровно, при этом автоматически вылетает за пределы границ, указанных регулятором. И получает указание на нарушение.

Имеет смысл время от времени пересматривать нормы, которые хорошо сформулированы теоретически, но на практике не работают. □



Михаил Шабанов

председатель комитета НАУФОР по экономической и информационной безопасности

Обязательства по защите

В эпоху цифровизации риски информационной безопасности являются важнейшей составляющей операционного риска

Михаил Шабанов, председатель комитета НАУФОР по экономической и информационной безопасности, рассказывает журналу «Вестник НАУФОР» о проблемах и парадоксах отрасли информационной безопасности, а также предлагает алгоритмы решений.

Фотографии **Сергей Ермохин**

— Какие основные тенденции вы видите в нормативных изменениях по вопросам информационной безопасности в части НФО (НКО)?

— Прежде всего, я бы хотел отметить, что до 2019 года, до момента принятия Банком России Положения № 684-П «Об установлении обязательных для некредитных финансовых организаций требований к обеспечению защиты информации при осуществлении деятельности в сфере финансовых рынков в целях противодействия осуществлению незаконных финансовых операций», большинство требований стандартов, связанных с обеспечением информационной безопасности в некредитных финансовых организациях (НФО), носили рекомендательный характер. Так что мо-

ментом, с которого у НФО возникают обязательные требования по обеспечению информационной безопасности и необходимость их исполнения, считается 2019 год.

Да, эпидемия COVID-19 внесла существенные изменения в сроки реализации отдельных требований Положения № 684-П (ныне отменённого), также это касается требований нового Положения 757-П (см. Информационные письма от 2020–2021 годов). По сути, сроки реализации распространяются до конца текущего года, а далее некредитные финансовые организации обязаны продемонстрировать надзорному органу в лице Банка России их соответствующее исполнение. В эпоху сплошной цифровизации риски информационной безопас-

ности являются, по сути, важнейшей составляющей операционного риска. Они требуют пристального внимания со стороны НФО по следующим причинам:

- регулирование этих вопросов в не-кредитных финансовых организациях-участниках фондового рынка имеет сравнительно недавнюю историю; в том числе, отсутствует статистика по оценке влияния регулирования на снижения киберрисков и рисков мошенничества;
- количественная оценка уровня риска для конкретной НФО и формирования резерва под возможные потери являются сложными задачами;
- факторы, влияющие на уязвимость процессов и технологий НФО, постоянно изменяются; это значит, что потенциально они могут влиять на активы НФО по направлениям: репутация, конфиденциальность, целостность, доступность, авторизованность операций;
- проблемы как мировой, так и российской (плюс страны СНГ) экономики опосредованно повышают мотивацию потенциальных злоумышленников, как внешних, так и внутренних: в период ухудшения экономической ситуации может наблюдаться тенденция к росту правонарушений.

С момента передачи (в 2018 году) Банку России права определять для поднадзорных организаций политику в области обеспечения информационной безопасности произошли серьезные изменения, которые в полной мере затронули деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг.

В качестве основных задач в области информационной безопасности и киберустойчивости Банком России были определены:

- 1) обеспечение киберустойчивости;

- 2) защита прав потребителей финансовых услуг через мониторинг показателей уровня финансовых потерь;

- 3) содействие развитию инновационных финансовых технологий в части контроля показателей риска реализации информационных угроз и обеспечение необходимого уровня информационной безопасности.

Реализация этих задач включает в себя и такую составляющую, как разработка и утверждение нормативно-правовых актов, распространяющихся на большинство некредитных финансовых организаций.

В эпоху сплошной цифровизации риски информационной безопасности являются, по сути, важнейшей составляющей операционного риска.

— Какие элементы этого регулирования сегодня становятся объектом внимания регулятора или источником проблем участников рынка?

— В теории обеспечения информационной безопасности все достаточно просто и понятно. За многие годы в мире наработан большой опыт по защите информации. Существует множество международных и отечественных стандартов.

Но на практике у некредитных финансовых организаций возникает множество вопросов, на которые, в отсутствие квалифицированных специалистов внутри самой компании, трудно получить правильные ответы.

Прежде всего, НФО должны были провести самооценку состояния информационной безопасности в компании, а затем подготовить программу действий, направленную на реализацию требований Положения. При этом необходимо учитывать требования в области обеспечения информационной безопасности,

связанные с исполнением Федерального законодательства (152-ФЗ «О персональных данных», 187-ФЗ «О безопасности критической информационной инфраструктуры», 63-ФЗ «Об электронной подписи») и требований нормативно-правовых актов ФСТЭК, ФСБ и Мнкомсвязи.

Также необходимо учесть проекты документов, готовящиеся Банком России в области защиты информации в некредитных финансовых организациях (главным образом, проект Положения «Об установлении обязательных для некредитных финансовых организаций

требований к операционной надежности при осуществлении деятельности в сфере финансовых рынков в целях обеспечения непрерывности оказания финансовых услуг (за исключением банковских услуг)». А также проект национального стандарта Российской Федерации ГОСТ Р «Безопасность финансовых (банковских) операций. Обеспечение операционной надежности. Базовый состав организационных и технических мер».

— Каковы нынче основные проблемы и тенденции в области обеспечения информационной безопасности для некредитных финансовых организаций?

— Перечислю основные проблемы. Во-первых, имеет место дефицит специалистов, способных грамотно, а главное, в практической плоскости ориентироваться во всех созданных в этой области документах, классификаторах, ГОСТах и категориях всех уровней существующих документов. Это несложная задача,



если задаться такой целью. Однако, разбираться только в этом недостаточно для построения комплексной системы обеспечения информационной безопасности.

Далее, налицо дефицит специалистов, способных самостоятельно определить уровень необходимости и достаточности применяемых организационных и технических мер по информационной безопасности в компаниях кредитно-финансовой сферы. Невысок уровень понимания неотвратимости развития контроля над состоянием информационной безопасности со стороны государства, надзорных органов, включая Банк России.

Недостаточен уровень понимания серьезности и опасности уже существующих угроз, в том числе для собственников бизнеса НФО. Мало кто оценивает наличие и вероятность реализации угроз на основании не информации в СМИ, а собственных мер по анализу своих реальных условий и уязвимостей ИБ. Недостаточен поэтому и уровень понимания неотвратимости затрат по направлениям, связанным с обеспечением информационной безопасности в дальнейшем. Стремление сэкономить будет приводить к нарушениям, а, возможно, и хуже — к потерям. А оптимизировать расходы по информационной безопасности люди пока не научились.

Важно отметить, что любые попытки организовать массовую системную помощь со стороны для исполнения требований регулятора в области обеспечения информационной безопасности в НФО будут мало эффективны в плане достижения желаемого результата.

— Почему?

— Слишком разнообразны организационные структуры, индивидуальные подходы в ведении бизнеса, есть множество неочевидных тонкостей. Регулятор

также не стремится довести требования до «запятой и буквы», предоставляя исполнителю определенную степень свободы в организации решения поставленных задач. Реальная помощь может быть только индивидуальной. Никаким универсальным пакетом документов (например, для НФО) не поможешь, в любом случае потребуются значительные финансовые и человеческие ресурсы для реализации требований Положения № 757-П, ГОСТов, Федеральных законов.

— Насколько компании сегодня в целом защищены, как вы оцениваете этот уровень?
— В настоящий момент еще не вступил

Недостаточен... уровень понимания неотвратимости затрат по направлениям, связанным с обеспечением информационной безопасности в дальнейшем. Стремление сэкономить будет приводить к нарушениям, а, возможно, и хуже — к потерям.

в силу ряд требований Положения 757-П, относящихся к проведению проверки соответствия определенного уровня обеспечения защиты информации требованиям ГОСТ 57580.1-2017, а это означает, что объективная информация по данному вопросу отсутствует. Однако в октябре 2020 года по инициативе комитета по экономической и информационной безопасности был проведен опрос членов НАУФОР в целях анализа текущих проблем экономической и информационной безопасности, существующих в некредитных финансовых организациях.

Его результаты (с определенными оговорками) выглядят следующим образом.

■ В ответах не были отражены успешные целевые атаки на критично важные активы компаний. То есть, целевых атак, которые бы позволили злоумышленникам преодолеть защиту и закрепиться в инфраструктуре НФО

для целей кражи данных и/или несанкционированных операций, выявлено не было;

- Респонденты выделили в сегменте информационной безопасности инциденты, информация о которых была своевременно направлена в ФинЦерт Банка России. Однако следует отметить, что инциденты ИБ не привели к финансовым потерям и не нанесли ущерб компаниям;
- 100 % респондентов отмечают, что руководство осознает важность обеспечения информационной безопасности;
- У 16 % компаний есть выделенное подразделение, у 31 % — выделенные

сотрудники. Остальные 53 процента НФО обеспечивают информационную безопасность посредством распределения обязанностей, которые могут возлагаться как на генерального директора, так и на иных сотрудников по совмещению;

- Достаточность бюджетирования подтвердили 75% респондентов;
- 52 % опрошенных отметили наличие трудностей с внедрением Положения №684-П — в первую очередь, в связи с требованиями по анализу уязвимостей прикладного ПО и приложений по ОУД-4;
- Те 48% респондентов, которые ответили, что трудностей с внедрением нет, дополнительно прокомментировали, что уровень риска, возникающий из-за наличия уязвимости в ПО и объем средств, затраченных на

оценку уязвимостей по ОУД-4, не позволяет говорить об экономической эффективности данного требования;

- 27 % респондентов ответили, что для обеспечения информационной безопасности компании пользуются внешними сервисами.

Результаты опрос позволяют сделать определённые выводы. Экстраполируя общий уровень информационной безопасности, реализованный в системах компаний-членов НАУФОР, состояние информационной безопасности в целом по отрасли можно считать удовлетворительным. Риски информационной безопасности, присущие кредитно-финансовой сфере (целевые атаки), имеют низкую вероятность существенно повлиять на российский рынок ценных бумаг; процессы и технологии защиты, в целом, адекватны. Между тем, результаты обзора показывают, что в большинстве НФО (53%) отсутствует специальное подразделение и сотрудники, занимающиеся вопросами обеспечения информационной безопасности. Это будет являться большой проблемой при реализации требований Положения № 757-П.

— **Насколько усиление дистанционного взаимодействия повысило актуальность ужесточения требований к информационной безопасности?**

— Переход большинства компаний финансового рынка во время пандемии на «удаленку» безусловно повысил актуальность задач по обеспечению информационной безопасности. Прежде всего — при осуществлении удаленного доступа с использованием мобильных/переносных устройств.

Отдельного ужесточения требований со стороны надзорных органов, включая Банк России, не было. Но многие сотрудники НФО почувствовали необходимость выполнения определенных требований и наличия

определенных знаний в области защиты информации для исполнения своих служебных обязанностей вне офисных помещений.

— **Как выстраиваются подходы к вопросам информбезопасности в крупных и мелкие компаниях; различаются ли они; насколько сегодня актуальна самостоятельная разработка защиты?**

— Большинство крупных и средних компаний финансового рынка так или иначе входят в экосистему определенных финансовых (банковских) холдингов, что существенно меняет их подход к реализации требований Положения 757-П по сравнению с компаниями малого бизнеса. Прежде всего, отметим, что финансовые холдинги двигаются в сторону создания такой инфраструктуры ИБ, которая позволила бы им закрыть все вопросы.

Речь идет о создании внутри холдинга компаний, имеющих необходимые лицензии ФСТЭК и ФСБ для проведения необходимых работ по требованиям Положения №757-П, о привлечении в компании высококвалифицированных специалистов в области обеспечения ИБ, а также о закупке необходимых программно-аппаратных средств по защите информации.

В небольших компаниях намечается совсем другая тенденция: они привлекают сторонние компании — интеграторов информационной безопасности для того, чтобы закрыть все вопросы исполнения требований по защите информации.

Нужно только отметить, что ответственность в любом случае остается на НФО, которая и будет отвечать за разработку, утверждение и контроль исполнения соответствующих организационных и технических мер информационной безопасности.

— **Какие принципиальные новации содержит Положение № 757-П Банка России?**

Насколько удалось в дискуссии с регулятором изменить те или иные позиции?

— Хотелось бы отметить что, начиная с выхода Положения №684-П, мы находились в постоянном контакте с представителями Департамента информационной безопасности Банка России и неоднократно направляли вопросы и предложения по совершенствованию данного Положения.

Часть наших предложений была учтена, по некоторым вопросам был найден компромисс, а где-то нам не удалось отстоять нашу точку зрения. (Например, в новом Положении мы увидели раздел, посвященный требованиям обеспечения минимального уровня защиты информации).

Итак, 20 апреля 2021 года Банк России опубликовал на своем сайте проект Положения № 757-П «Об установлении обязательных для некредитных финансовых организаций требований к обеспечению защиты информации при осуществлении деятельности в сфере финансовых рынков в целях противодействия осуществлению незаконных финансовых операций».

Документ полностью изменил свою структуру, теперь он состоит из 4 глав. И если 1 и 4 главы практически идентичны тексту Положения №684-П, то 2 и 3 главы являются нововведением для некредитных финансовых организаций.

Одним из ключевых изменений, которое бросается в глаза уже при первом прочтении документа, является изменение перечня некредитных финансовых организаций, реализующих усиленный и стандартный уровни защиты информации; а также выделение перечня некредитных финансовых организаций, которые реализуют минимальный уровень защиты информации.

Также немаловажно выделение Банком России особенностей обеспечения защиты информации для операторов

ра финансовой платформы, регистратора финансовых транзакций (Глава 2) и оператора информационной системы, в которых осуществляется выпуск цифровых финансовых активов, оператора обмена цифровых финансовых активов (Глава 3).

— **Насколько усложнилась сдача ПО в аренду?**

— Если разработчик ПО собственными силами или с привлечением сторонней организации проводит проверку по ОУД 4, то никаких проблем с использованием прикладного ПО и приложений не возникает.

Необходимо отметить, что требования Положения 757-П распространяются на некредитные финансовые организации и не применимы для компаний разработчиков ПО; в случае, когда работа не проводится, арендатору ПО придется самостоятельно проводить проверку ПО по ОУД-4, а для этого потребуются предоставить разработчику большой объем информации, включая исходный код сдающегося в аренду ПО.

— **Каковы рекомендации со стороны НАУФОР по выбору компаний, способных обеспечить для компании-НКО информационную безопасность?**

— НАУФОР — саморегулируемая организация, не занимающаяся коммерческой деятельностью, и мы не вправе продвигать те или иные компании, занимающиеся предоставлением сервисов или услуг в области информационной безопасности. Вместе с тем, мы используем комитет как платформу для знакомства членов НАУФОР с компаниями — интеграторами программно-аппаратных средств и сервисов информационной безопасности. С начала года мы провели три таких расширенных заседания нашего комитета, на которые приглашали всех желающих членов НАУФОР.

Планируем продолжить эту работу.

— **Будет ли НАУФОР разрабатывать собственные стандарты (или типовые внутренние документы) по защите информации?**

Насколько, по вашему мнению, компании погружены в проблематику, требуются ли им дополнительные разъяснения?

— В июле 2020 года по инициативе НАУФОР была проведена встреча с руководством Департамента информационной безопасности Банка России по поводу выполнения требований Положения 684-П. Там была озвучена отрицательная позиция регулятора относительно разработки саморегулируемыми организациями специальных стандартов в области обеспечения ИБ.

Вместе с тем, после выхода нового Положения комитетом была создана рабочая группа по разработке типовых

внутренних документов по защите информации для некредитных финансовых организаций. Надеюсь, что к концу года у нас появятся первые результаты и мы ознакомим с ними всех заинтересованных членов НАУФОР.

Но хочу обратить ваше внимание, что это документы верхнего уровня, без глубокой детализации. Как вы прекрасно понимаете, бизнес-процессы, например, в брокерской компании и в управляющей компании существенно различаются. Сделать документы, которые могут всем подойти, мы можем только на верхнем уровне.

— **Как вы оцениваете работу системы сертификации? Что нужно в ней поправить?**

— Исходя из нашего общения с разработчиками программного обеспечения

и приложений для проведения финансовых операций в НФО, можно сделать следующий вывод. Сертификация одного ПО в системе ФСТЭК в среднем может продолжаться до двух лет.

В условиях, когда в течение года компании-разработчики предоставляют несколько версий и десятки обновлений, сертификация безнадежно устаревает. Вывод: сертификация ПО такого класса фактически невозможна (к моменту сертификации ПО безнадежно устаревает). Речь может идти только о проверке ОУД-4.

— **Требуется ли сертифицировать программное обеспечение сайта компании, содержащее личный кабинет клиента? В каких случаях?**

Мы используем комитет как платформу для знакомства членов НАУФОР с компаниями — интеграторами программно-аппаратных средств и сервисов информационной безопасности. С начала года мы провели три таких расширенных заседания.

— Как я уже отметил, сертификация в нашем случае — не лучший вариант. Кроме того, необходимо учитывать, какой уровень защиты информации необходимо обеспечивать НФО.

Например, если речь идет о минимальном уровне защиты информации, то компания вправе самостоятельно решить вопрос о необходимости проведения сертификации используемого ПО в системе ФСТЭК или проведение его анализа по ОУД-4. А о каких случаях идет речь, не скажешь лучше, чем это прописано в пункте 1.8 Положения № 757-П. Цитирую, выделив наиболее важное. «Некредитные финансовые организации, реализующие усиленный и стандартный уровни защиты информации, должны обеспечить использо-





вание для осуществления финансовых операций прикладного программного обеспечения автоматизированных систем и приложений, распространяемых некредитной финансовой организацией своим клиентам для совершения действий в целях осуществления финансовых операций, а также программного обеспечения, обрабатывающего защищаемую информацию при приеме электронных сообщений к исполнению в автоматизированных системах и приложениях с использованием информационно телекоммуникационной сети «Интернет», сертифицированных в системе сертификации Федеральной службы по техническому и экспортно-

му контролю на соответствие требованиям по безопасности информации, в том числе на наличие уязвимостей или недекларированных возможностей, или в отношении которых проведен анализ уязвимостей по требованиям к оценочному уровню доверия не ниже, чем ОУД-4, предусмотренного пунктом 7.6 национального стандарта Российской Федерации ГОСТ Р ИСО/МЭК 15408-3-2013.

Некредитные финансовые организации, не реализующие усиленный и стандартный уровни защиты информации, должны самостоятельно определять необходимость сертификации или оценки соответствия прикладного программ-

ного обеспечения автоматизированных систем и приложений.

В отношении программного обеспечения и приложений, не указанных в абзаце первом настоящего пункта, некредитные финансовые организации должны самостоятельно определять необходимость сертификации или оценки соответствия прикладного программного обеспечения автоматизированных систем и приложений».

— Создает ли передача функций на аутсорсинг (например, от управляющей компании к спецдепозитарию) дополнительную нагрузку на систему безопасности?

— В связи с тем, что для НФО не принят специальный нормативный документ в

этой области, я предлагаю ориентироваться на Стандарт, разработанный Банком России (для банковской системы) СТО БР ИББС-1.4-2018 «УПРАВЛЕНИЕ РИСКОМ НАРУШЕНИЯ ИНФОРМАЦИОННОЙ БЕЗОПАСНОСТИ ПРИ АУТСОРСИНГЕ».

В качестве ремарки в данном стандарте отмечается, что «передача выполнения бизнес-функций на аутсорсинг не снимает обязанности и не переносит ответственности организаций БС РФ, включая вопросы обеспечения ИБ, предусмотренные законодательством РФ, в том числе нормативно-правовыми актами РФ, нормативными актами Банка России.

— Зависят ли подходы к безопасности от вида деятельности (например, у профучастника и УК)?

— Безусловно, различия существуют, но в большей степени это относится к бизнес-процессам и тем критериям, которые прописаны в Положении 757-П для определения, какой уровень информационной безопасности необходимо обеспечить НФО.

— Есть ли в этом плане особенности у компании, которая делает витрину или маркетплейс?

— Если мы ведём речь о маркетплейсах (по сути, они являются финансовой платформой, где регистрируются финансовые транзакции), то оператору этих платформ, дополнительно к мерам по защите информации, указанным в Главе 1 в пункте 1.1 Положения 757-П, необходимо осуществлять защиту информации в соответствии с требованиями, прописанными в Главе 2.

— Можно ли разделить внутри одной организации контуры, которые будут защищены по стандартному и по минимальному уровню?

— Безусловно, можно. Но для этого вы должны провести соответствующий аудит всех программно-аппаратных средств, сетевого оборудования, используемого программного обеспечения для осуществления бизнеса в вашей некредитной финансовой организации, разобравшись со всей совокупностью объектов

информатизации. Далее надо будет в соответствии с определённым ранее необходимым уровнем обеспечения информационной безопасности выделить контуры безопасности с единой степенью критичности и единой политикой защиты информации. А на следующем шаге — соответствующим образом защитить.

— Требуется ли использовать усиленную подпись (с криптографией) во всех случаях? когда допустимо использовать простое подтверждение (смс и пароль)?

Сегодня нет необходимого соотношения между реальными существующими рисками ИБ в кредитно-финансовой сфере и количеством специалистов, которые готовы эти риски выявлять и успешно закрывать.

— Если вашей некредитной финансовой организации необходимо обеспечивать усиленный или стандартный уровни защиты информации, то необходимо обеспечивать использование усиленной электронной подписи или иных СКЗИ, реализующих функцию имитозащиты информации с аутентификацией отправителя сообщения.

За одним исключением. Если передача электронных сообщений происходит по выделенным информационно-вычислительным сетям, а НФО предоставляет заключение об неактуальности выделенных угроз, то можно не исполнять это требование.

Если обратится к компаниям, которым необходимо обеспечить минимальный уровень защиты информации (п.1.4.4 Положения 757-П), то необходимо обратиться к соответствующим положениям ГОСТа 57580.1-2017 и проверить, насколько используемый в вашей компании метод идентификации, аутентификации и авторизации соответствует ГОСТу.

Если под смс и паролём мы понимаем двухфакторную модель аутенти-

фикации, то это в полной мере соответствует минимальным требованиям ГОСТа. Также можно для этих целей использовать обычную, однофакторную модель аутентификации. Но лучше сопоставить все детали и сделать необходимые выводы.

— Каково состояние кадрового состава специалистов по информационной безопасности, достаточно ли на рынке квалифицированных специалистов?

— К большому сожалению, после 2019 года (с момента возникновения соответ-

ствующих требований в области защиты информации в НФО) на рынке возник дефицит квалифицированных специалистов в этой области. Парадокс бурно развивающейся отрасли информационной безопасности состоит в том, что для успешного обучения специалистов в вузах и для их дальнейшей востребованности необходимо готовить такие учебные программы, которые будут актуальны не сейчас, а в перспективе. Сегодня нет необходимого соотношения между реальными существующими рисками ИБ в кредитно-финансовой сфере и количеством специалистов, которые готовы эти риски выявлять и успешно закрывать. Выпускники вузов зачастую обучаются тому, что к моменту их трудоустройства становится мало актуальным. Кроме того, специалист ИБ должен понимать не только и не столько, как работает безопасность. Он должен понимать, как работает основной бизнес и что этот бизнес может потерять, если будет неправильно построена комплексная система обеспечения безопасности в компании. Помимо устаревших про-

грамм, еще одна проблема. Она состоит в неготовности некоторых руководителей финансовых организаций понимать, что нужен именно специалист, понимающий технологии и бизнес компании. По имеющейся информации, в перспективе Банк России намерен эту проблему решать путем постепенного введения в обязанность для любой финансовой организации иметь в штате специалиста, прошедшего определенное обучение в области обеспечения ИБ.

Кроме того, Банк России планирует вводить аттестацию специалистов по информационной безопасности, подтверждающую их квалификацию, но только после того, как появятся профессиональный и образовательный стандарты и будут запущены учебные программы в нескольких вузах, произойдут изменения в нормативной базе.

В 2020 году по инициативе Банка России и Совета по профессиональным стандартам финансового рынка я возглавил рабочую группу по разработке профессионального стандарта «Специалист по информационной безопасности в кредитно-финансовой сфере». COVID-19 внес в эту работу определенные сдвиги по времени, но я рад сообщить, что в настоящее время проект профстандарта находится на согласовании Минтруда.

Надеюсь, что до октября мы получим заключение и выйдем на завершающую стадию его подписания.

— Коснулась ли этой деятельности реформа оценки квалификации, насколько оценка квалификации эффективна сегодня в отношении таких специальностей?

— Поскольку в настоящее время профессиональный стандарт отсутствует, то и независимые центры оценки квалификации специалистов по информационной безопасности в кредитно-финансовой сфере не создавались.

Существует инициатива комитета НАУФОР о возможности включения вопросов обеспечения ИБ в нефинансовой организации в квалификационные вопросы, при проведении независимой

оценки профессиональных специалистов рынка ценных бумаг.

— Если в штате организации нет специалиста по информационной безопасности, то какие именно организационные меры должна она самостоятельно разрабатывать?

Отсутствие специалистов по информационной безопасности в компании никаким образом не освобождает от исполнения требований федеральных законов, нормативно-правовых актов и, прежде всего, нормативных документов Банка России в области защиты информации. Какие именно при этом необходимо использовать организационные и технические меры, зависит от того, какой уровень защиты информации (усиленный, стандартный или минимальный) в компании будет обеспечиваться.

— Как вы оцениваете уровень диалога с Банком России и сертифицирующими органами?

— Могу отметить, что с момента создания в 2018 году комитета по экономической и информационной безопасности НАУФОР у нас сложились рабочие отношения со специалистами Банка России — прежде всего, с сотрудниками Департамента информационной безопасности.

— Какие задачи сейчас стоят перед комитетом НАУФОР по экономической и информационной безопасности?

— С момента утверждения в 2017 году Советом директоров НАУФОР Положения о комитете его цели и задачи не изменились. Однако с 2019 года комитет существенно больше внимания стал уделять вопросам информационной безопасности, принимая активное участие в обсуждении проектов нормативных документов, подготавливаемых Банком России.

Комитет продолжает активно взаимодействовать с различными общественными организациями — такими, как Аналитический центр «Форум», Ассоциация по экономической безопасности «Звезда», Академия информационной безопасности Сбера и Ассоциация ФИНТЕХ. Представители комитета участвуют в работе в подгруппе 14 «Информационная безопас-

ность» по устранению устаревших и избыточных регуляторных требований в нормативных актах по вопросам, относящимся к компетенции Банка России и в работе Технического комитета № 122 «Стандарты финансовых операций» по разработке и принятию национальных стандартов в области защиты информации. На заседаниях комитета регулярно рассматриваются вопросы, связанные с реализацией требований Положения Банка России «Об установлении обязательных для некредитных финансовых организаций требований к обеспечению защиты информации при осуществлении деятельности в сфере финансовых рынков в целях противодействия осуществлению незаконных финансовых операций», по разработке профессиональных стандартов для специалистов в области финансовых технологий и специалистов по информационной безопасности в кредитно-финансовой сфере.

Комитет является организатором работы по проведению семинаров с участием IT-компаний, занимающихся разработкой и внедрением программно-аппаратного и программного обеспечения по вопросам создания, мониторинга и совершенствования комплексной системы информационной и/или экономической безопасности в некредитных финансовых организациях. И на сегодня с начала года мы провели уже три расширенных заседания комитета, на которые были приглашены все желающие – члены НАУФОР. Не прекращаем заниматься работой по противодействию сайтам, распространяющим заведомо ложную информацию, порочащую деловую репутацию участников российского рынка ценных бумаг, а также по выявлению и блокировке фишинговых сайтов, маскирующихся под вид сайтов компаний, оказывающих услуги на российском рынке ценных бумаг и распространяющих вредоносные программы. □

НАУФОР



ЗВЕЗДА

АССОЦИАЦИЯ
ЭКОНОМИЧЕСКОЙ
БЕЗОПАСНОСТИ

КОНФЕРЕНЦИЯ [ОНЛАЙН]

ИНФОРМАЦИОННАЯ БЕЗОПАСНОСТЬ

НОВЫЕ ТРЕБОВАНИЯ ДЛЯ НЕКРЕДИТНЫХ
ФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ



**Обязательная регистрация
на сайте www.naufor.ru**

16.11.2021 / Начало в 11:00





Геннадий Суворов
data scientist, финансовый аналитик

Ловец изменений

ПРИМЕНЕНИЕ ИСКУССТВЕННОГО ИНТЕЛЛЕКТА В БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛЕ COMMODITY FUTURES И ИХ ПРОИЗВОДНЫМИ

Поставленную проблему решает нейронная сеть, которая с помощью искусственного интеллекта реализуется в виде нелинейной функции. В качестве аргументов нейронная сеть может использовать данные в любом формате (действительные числа, целые числа, строки и так далее) после их обработки data engineer.

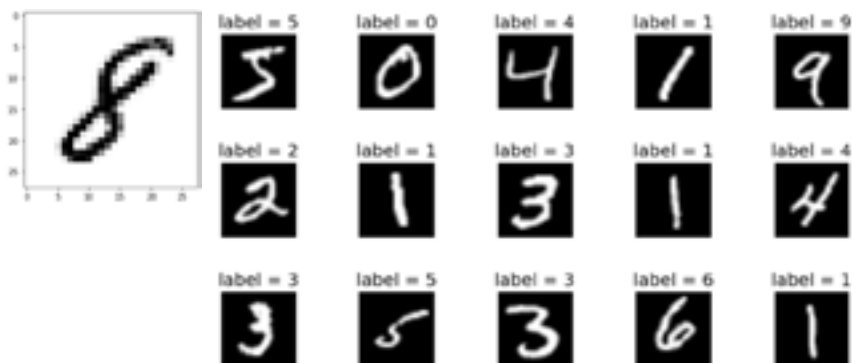
Автор сразу хочет предупредить читателя, что предлагает ему очень техническую и предметную статью об особенностях применения методов искусственного интеллекта (ИИ) к торговле производными финансовыми инструментами на мировых биржах commodities. Статья написана на основании реального проекта применения ИИ в реальной трейдинговой компании, который был реализован более чем два года назад. Но она совершенно не является техническим описанием выполненного проекта, перед вами — концептуальный анализ того, каким образом такой проект может быть реализован сегодня.

Что касается ИИ. Здесь вы не найдете рассуждений о цифровых концлагерях, о том, как

суперкомпьютер SkyNet захватывает мир и как роботы расстреливают ни в чем не повинное гражданское население. Мы будем рассматривать ИИ в узком смысле: в качестве некой компьютерной системы (скрипта, программы), которая специальным образом «обучена» для решения некоторой вполне конкретной практической проблемы.

В дальнейшем изложении придется обильно использовать англоязычные термины. Дело в том, что часть понятий на российском финансовом пространстве просто отсутствует, а другие понятия не имеют полноценного перевода на русский, не говоря уже об их строгой дефиниции.

Рис. 1. КАРТИНКА И НАБОРЫ ДАННЫХ: КАРТИНКА+LABEL



Еще одно замечание относительно понятия «искусственный интеллект». В первой части речь будет идти в основном о нейронных сетях. Поэтому термины «система ИИ» и «нейронная сеть» будут пониматься как синонимы. С помощью технологий ИИ нейронная сеть реализуется в виде нелинейной функции, которая решает поставленную проблему. В качестве аргументов нейронная сеть может использовать действительные числа, целые числа, строки, категории и тому подобное. Практически речь идет о данных в любом формате после их обработки data engineer.

Все нейронные сети работают с некоторой погрешностью. Приемлемы ли параметры точности, аккуратности и так далее этой функции для решаемой проблемы — в каждом конкретном случае представляет собой отдельный вопрос. Но это не вопрос данной статьи. Поэтому в дальнейшем изложении будем считать, что в нашем случае эти параметры приемлемы.

Далее.

Прежде чем нейронная сеть начнет решать реальные проблемы, ее необходимо обучить. Существует несколько базовых методов обучения: supervised, unsupervised, reinforcement learning.

Supervised learning. При такой форме обучения data scientist готовит большую выборку данных с известными результатами. Data engineer в процессе предварительной обработки данных переводит данные в формат, который может воспринять нейронная сеть.

Пример. В очень известном в мире ИИ-проекте MNIST решается задача распознавания рукописных написаний цифр. Входные данные для MNIST представлены в виде картинок 28x28 пикселей и label (цифра, которую эта картинка представляет). Всего таких наборов в MNIST было 60 тысяч для обучения и 10 тысяч для тестирования нейронной сети. Образцы данных MNIST представлены на рис. 1. От нейронной сети требова-

лось предсказать (распознать), какую именно цифру представляет картинка.

В проекте MNIST нейронная сеть дает аккуратность предсказания 99%.

После определения наборов входных data scientist определяет тип и конфигурацию нейронной сети и параметры ее обучения. Data engineer преобразует данные для ввода в нейронную сеть. В упрощенном виде тренировка нейронной сети в технологии supervised learning заключается в следующем: на вход нейронной сети последовательно подаются входные данные из наборов данных. Сеть вычисляет, что это за label (с точки зрения сети), сравнивает его с правильным результатом и вычисляет значение ошибки — loss function. Далее сеть подстраивает свои внутренние параметры для того, чтобы минимизировать значение loss function. Процедура подстройки нейронной сети повторяется на всем обучающем наборе данных несколько тысяч раз. После этого на тестовом наборе данных, который не участвовал в «обучении» сети, проводится анализ результатов на предмет точности и аккуратности предсказаний.

Unsupervised learning (самостоятельное обучение). При такой форме обучения data scientist готовит набор данных для обучения, но без классификации и без labels. Система ИИ должна сама определить подобие объектов, классифицировать их и построить плотность распределения вероятностей в классификации. Этот тип обучения в проекте не использовался и поэтому останавливаться на нем мы не будем.

Reinforcement learning (обучение с подкреплением) будет детально рассмотрено во второй части статьи, где обучение этого типа будет предложено для обучения интеллектуального торгового агента.

Постановка цели

Целью большинства проектов на финансовом рынке является предсказание изменения цены моделируемого

финансового инструмента. Наша цель для первой фазы проекта состоит в том, чтобы предсказать будущее изменение цены инструмента в day-to-day трейдинге.

Опишем постановку задачи проекта.

Дано:

Сектор — Natural Gas;

Используемые активы — календарные спреды между месячными фьючерсами;

Горизонт предсказания — до конца дня (точнее, до Daily Settlement Time фьючерса);

Данные для сети — исторические графики изменения цен всех релевантных фьючерсов и спредов за два последних года.

Требуется:

Предсказать изменения цены моделируемого актива (спреда) в некотором будущем периоде. Период ограничен горизонтом предсказания и может иметь любую временную протяженность — час, два и так далее.

Финансовые параметры

Рассмотрим некоторые финансовые параметры активов в нашем проекте.

Ликвидность актива. Спреды в секторе Natural Gas являются активами с очень высокой ликвидностью. Спреды торгуются непрерывно и с большой частотой. Это не значит, что держатель календарного спреда может его мгновенно продать или купить. Обычно в стакане на каждую ask-price и bid-price стоит очередь заявок.

Типы активов. Мы не будем моделировать naked фьючерсы. Цена фьючерса для нашей технологии слишком волатильна. Календарные спреды между фьючерсами намного более устойчивы. Они настолько популярны, что биржа предоставляет трейдеру возможность торговать ими как отдельными инструментами. Покупая/продавая спред между двумя календарными месяцами, трейдер получает в одной транзакции сразу две позиции во фьючерсах: long

и short. В таблице предоставлен пример матрицы календарных спредов.

Например, на пересечении строки JUN14 и столбца SEP14 показаны котировки спреда между фьючерсами июня и сентября, на который трейдер может выставить заявку на покупку или продажу.

Сектор. Мы будем рассматривать торговлю производными инструментами, зависящими от цен фьючерсов в секторе Natural Gas. Это ликвидный, динамичный и относительно волатильный сектор. В секторах Natural Gas существует ярко выраженная сезонность.

Горизонт предсказания. Горизонт предсказания — day trading. Как правило, к концу дня day-trader не имеет открытых позиций или они захеджированы. Это не значит, что к торговле фьючерсами не применим фундаментальный анализ или технический анализ, просто к моменту открытия торгов фьючерсами все новости уже «сидят» в цене фьючерса.

Данные для обучения сети и входные данные. Для обучения сети будут использованы исторические данные OHLC всех релевантных активов. Как было сказано выше, у нас есть доступ к историческим наборам OHLC таких активов за два последних года.

Возникает вопрос — что будет предсказывать нейронная сеть?

Прежде чем отвечать на этот вопрос, рассмотрим, какие факторы влияют на цены наших активов. В торговле акциями главными движущими факторами цены являются новости — по акции, по ее сектору в целом, а также квартальные и годовые отчеты. По криптовалюте — новости о рынке криптовалют в целом, о легитимности этого рынка в конкретной стране, степени легальности использования криптовалюты в качестве расчетной валюты.

А что является двигателями наших активов?

Уровень цены торговли фьючерсами определяют новости сектора «Natural

Таблица. ПРИМЕР МАТРИЦЫ КАЛЕНДАРНЫХ СПРЕДО

Ask	AskQ	Ask	AskQ	Ask	AskQ	Ask	AskQ	Ask	AskQ	Ask	AskQ	Ask	AskQ	Ask	AskQ
99.735	16234	99.725	233	99.705	6235	99.660	12850	99.590	188	99.510	5409	99.410	1997	99.290	66
99.730	9713	99.720	15231	99.700	811	99.655	43	99.585	4087	99.505	183	99.405	613	99.285	2915
MAR14		JUN14		SEP14		DEC14		MAR15		JUN15		SEP15		DEC15	
MAR14		0.010	3060	0.035	3516	0.080	783	0.145	186	0.230	183	0.330	387	0.450	1506
		0.005	12844	0.030	275	0.075	382	0.140	677	0.220	3268	0.320	1289	0.440	66
				0.025	44810	0.070	539	0.135	93	0.220	215	0.320	140	0.440	140
		JUN14		0.020	98014	0.065	12878	0.130	4358	0.215	673	0.310	1289	0.430	67
						0.050	97678	0.115	4935	0.200	1184	0.300	1152	0.415	1
				SEP14		0.045	60619	0.110	3851	0.195	5	0.290	2582	0.410	66
								0.070	108387	0.155	17713	0.250	238	0.370	824
						DEC14		0.065	84994	0.145	19782	0.245	1288	0.365	51
										0.085	4970	0.185	2037	0.305	5093
								MAR15		0.080	119407	0.180	9606	0.295	3396
												0.100	3394	0.220	9654
										JUN15		0.095	119973	0.215	254
														0.120	100490
												SEP15		0.115	104904
															DEC15

Gas» и сезонность. А вот дневные колебания цены фьючерса и производных от него определяются не так — они зависят от психологии и стратегий участников рынка.

На рынке торгуют несколько типов трейдеров: индивидуальные трейдеры, роботы (алготрейдинг), крупные proprietary trading houses, глобальные инвестиционные банки (в основном обеспечивают хеджирование). Все они применяют различные тактические приемы, алгоритмы и стратегии. Стратегия обычно состоит из нескольких подготовительных шагов (выставленные ордера), а дальше следует медленный или мгновенный сдвиг текущей ситуации в стакане в направлении, нужном исполнителю стратегии. Трейдеру сложно определить, кто и какую в данный момент применяет стратегию в торговле данным инструментом. А вот нейронная сеть потенциально способна распознать тонкие корреляции между рыночными данными, состоянием стакана и определить, какие стратегии применяются или даже (как мы увидим во второй части) применить свои.

Предварительная обработка данных для нейронной сети

Сформируем набор данных, необходимых для обучения нейронной сети. Предположим, мы пытаемся предсказать движения цены спреда JUN-DEC в секторе Natural Gas commodities.

В этом секторе наблюдается устойчивая сезонность: зимний ноябрь-март (W, сезон высокого потребления) и летний апрель-сентябрь (S, сезон низкого потребления и накопления запасов). Интуитивно ясно и статистически доказано, что «поведение» спреда JUN-DEC (между фьючерсами в летнем и зимнем сезонах) кардинально отличается от поведения спреда JUN-SEP (между двумя фьючерсами в летнем сезоне). Таким образом, мы получаем четыре сезонные группы: WW, WS, SW, SS.

Первая часть данных для рассмотрения — это OHLC, цены релевантных спредов и фьючерсов из группы SW за весь исторический период. Это действительные числа (или Nan, если данные отсутствуют), требующие минимальной предварительной обработки (normalization) и удаления Nans (или присваивания им некоторых значений).

Нам также необходимо, чтобы нейронная сеть обучалась на формах графиков изменения цен релевантных спредов и фьючерсов. Нейронная сеть не может принять в качестве входных нейронов графики или последовательности. Остается два варианта: использовать нейронную сеть типа CNN или объединить различные графики в кластеры (по «подобию» формы) и использовать принадлежность кластеру как входной нейрон. Теория гласит, что нужно пробовать оба подхода. Мы же рассмотрим только применение кластеров, так как анализ CNN нейронных сетей не интуитивен по своей природе и уведет нас далеко от финансового характера проблемы.

Итак, мы можем нарезать периоды любой длины из дневного графика изменения цены релевантных инструментов. Назовем их timelet. Встает вопрос, как определить подобия форм timelets в разные периоды торгового дня (как текущего, так и всех исторических). Лобовой подход с использованием Евклидова расстояния (меры) очевидно не срабатывает: мера существенно меняется, когда timelets сдвигаются по времени (рис. 2). Существует другой подход к определению меры. Он называется DTW (Dynamic Time Warping) и является одним из алгоритмов для оценки подобия двух временных последовательностей, которые могут быть сдвинуты по фазе и различаться по скорости изменения. Будем использовать DTW расстояния между двумя timelets как меру в смысле подобия по форме.

Следующей задачей, которую нам надо решить, будет объединение близких

по форме timelets в группы (кластеры). В англоязычной литературе это называется cluster analysis (clustering). По сути, это задача группировки множества объектов так, чтобы объекты из одного кластера были больше похожи друг на друга, чем на объекты других кластеров. Эта задача решается применением хорошо известного в ИИ метода K-means clustering, который конструирует кластеры путем объединения объектов вокруг так называемых K centroids (где K — наперед заданное число). Кластеры могут быть построены другими способами (без centroids), но тогда будет необходимо определить centroid для каждого кластера (усреднением или еще как-то), см. рис. 3.

В цели данной статьи не входит детальное рассмотрение метода K-means clustering. Нам достаточно понимать, что существуют методы, которые:

Позволяют распределить наши timelets по кластерам;

В качестве меры близости одного timelet другому могут использовать DTW;

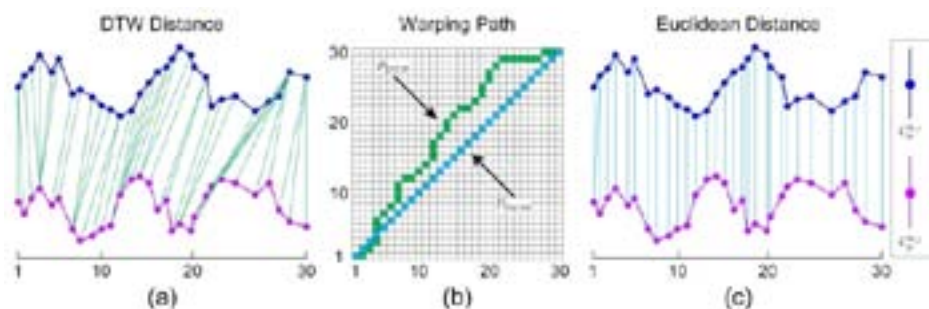
Полученные в процессе формирования кластеров centroids могут служить в качестве усредненных представителей кластеров;

Timelets, которые не участвовали в формировании кластеров, могут сравнивать с centroids кластеров на предмет принадлежности тому или иному кластеру.

Таким образом, мы сформировали начальное множество объектов для обучения нейронной сети: исторические значения OHLC для моделируемого и аналогичных ему активов и набор типовых графиков изменения цен этих активов.

Осталось произвести последнюю операцию над данными — RFE (Recursive Features Elimination). Алгоритм RFE позволяет выбрать наиболее релевантные типы данных и отсеять нерелевантные. Мы можем использовать один из стандартных в

Рис. 2.



ИИ классификаторов (например, SVC) для того, чтобы присвоить веса типам (features) входных данных для нейронной сети. Чем выше вес, тем более релевантным является тип конкретного нейрона. Это делается рекурсивным образом, когда SVC запускается много раз и после каждого запуска из набора данных удаляются наименее релевантные данные. Это интуитивно понятно в нашем случае. Когда мы моделируем спред JUN-DEC, может оказаться, что данные спреда APR-JUN слабо коррелированы с JUN-DEC и классификатор присвоил APR-JUN низкую оценку релевантности. Аналогично спред JUN-NOV может получить высокую оценку релевантности.

Итак, чего мы добиваемся, применяя RFE?

Мы редуцируем количество типов входных данных до оптимального уровня и убираем лишний шум и избыточность из входных данных нейронной сети.

На этом процесс подготовки наборов данных заканчивается. Сформулируем характеристики подготовленных наборов данных для тренировки нейронной сети:

Получен компактный и релевантный набор типов данных (features);

Доступна история «поведения» всех релевантных активов: двухлетние исторические данные OHLC;

Учтена сезонность сектора моделируемого актива. Для каждой сезонной группы SS, SW, WW, WS будет построена отдельная нейронная сеть;

Определены кластеры типовых форм изменения графиков цены активов;

Определен алгоритм отнесения любой части графика изменения цены активов к одному из кластеров.

Построение и обучение нейронной сети

После того как мы определились с типом нейронной сети и обучающим набором данных, процесс построе-

ния сети становится тривиальным по процедуре и нетривиальным по содержанию.

По процедуре data scientist должен построить внутреннюю структуру нейронной сети. По сути, это практически не формализуемый процесс. Он больше напоминает научное «шаманство» и основан, главным образом, на опыте плюс интуиция. Data scientist пробует большое количество вариантов внутренней структуры нейронной сети, пытаясь добиться максимальных параметров точности и аккуратности. При этом есть опасность «переучить» нейронную сеть (overfitting). Когда она будет показывать блестящие результаты предсказания на обучающем наборе данных, но очень посредственные на новых наборах данных. Но оставим эти проблемы профессиональным data scientists. В результате их работы мы получим нейронную сеть, которая с определенной погрешностью сможет делать некие предсказания о поведении моделируемого актива в обозримом (до конца торгового дня) будущем.

Примеры предсказаний:

в последующие два часа цена спреда JUN-DEC поднимется на 2 тика;

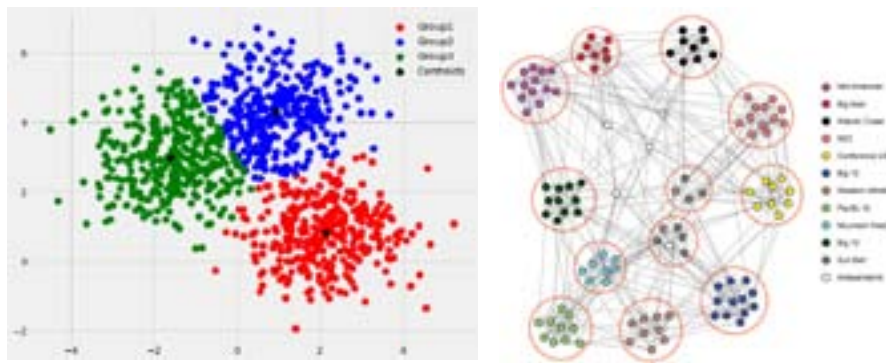
в последующий час график изменения цены спреда JUN-DEC будет меняться по графику centroid кластера 47;

в последующие три часа цена спреда JUN-DEC пойдет вверх.

Вид предсказания зависит от результатов взаимодействия data scientist и практикующего трейдера. Не всегда предсказания, даже исполнившиеся, ведут к профиту. Это очень тонкая вещь — построить прибыльную стратегию торгов на базе предсказаний нейронной сети.

Проиллюстрируем это на примере. Нейронная сеть предсказала, что в ближайшие 2 часа цена спреда XYZ поднимется на 3 тика. Ситуация в стакане показана на рис. 4. Buy-Sell спред (разница между ask и bid) в стакане

Рис. 3.



Слева кластеры с centroids, справа – без centroids.

Рис. 4.



составляет два тика — минимальный ask равен 800, а максимальный bid равен 700. Треjder выставляет ордер на покупку 1 спреда XYZ по 750 и ордер исполняется. Теперь трейдер имеет 1 long позицию в спреде XYZ.

Ожидая, что цена поднимется до 900, трейдер выставляет ордер на продажу 1 спреда XYZ по цене 900. Однако, не все так просто. Правила trading house требуют, чтобы позиция была захеджирована на случай, если рынок пойдет вниз. Хеджирование должно включать в себя два уровня защиты: простой stop sell ордер по цене 650 и hard stop sell ордер по цене 500. Предположим, что в течение первого часа рынок XYZ ушел вниз до 650. Тогда исполнится первый stop sell ордер по цене 650. P&L трейдера будет минус два тика или -100. Если же рынок резко нырнул вниз, то простой stop sell ордер может не сработать и тогда сработает hard stop sell ордер по цене 500. P&L трейдера будет минус пять тиков или -250. Даже если цена спреда, согласно предсказанию нейронной сети, поднимется на втором часу до 900, трейдер УЖЕ потерял деньги.

Рассмотренная выше стратегия не единственная. Можно было попробовать купить call опцион на спред XYZ со strike price ценой 700. При условии, что этот опцион можно купить прямо сейчас. Есть и другие стратегии.

Для эффективного применения первой стратегии нужно будет собирать статистику P&L. Как часто ошибается нейронная сеть, насколько глубоко надо ставить stop sell ордер, какой средневзвешенный P&L при тех или иных параметрах данной стратегии. Это кропотливая совместная домашняя работа трейдера и data scientist.

И последнее. Из психологии известно, что нормальный человек не в состоянии выполнять одновременно более четырех заданий, рабочая память человеческого мозга способна работать

одновременно только в четырех направлениях. Если бы удалось научить ИИ-систему оценивать, мониторить и исполнять трейдинговые стратегии, то это было бы прорывной технологией в цифровизации финансов. Тем более что ИИ система не ограничена четырьмя заданиями. □

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





Антон Савушкин
вице-президент НАУФОР

Не наказывать, но исправить

НАУФОР усилила направление контрольной деятельности, сместив фокус в сторону тематических внеплановых проверок

Приоритетом для НАУФОР является обобщение практики и публикация рекомендаций. Рекомендации позволяют организации привести в порядок свои внутренние документы и процессы.

Фотографии Павел Перов

Хороший инструмент нуждается в точной настройке, зато в результате начинает работать существенно лучше. Исходя из этой логики, в прошлом году Национальная ассоциация участников фондового рынка усилила направление контрольной деятельности, сместив фокус в сторону тематических внеплановых проверок. С начала текущего года основным направлением контроля являются проверки поведенческого характера.

Суть изменения контрольных функций НАУФОР состоит в проведении тематических проверок (как плановых, так и внеплановых): они позволяют фокусироваться на наиболее важных вопросах взаимодействия компаний-профучастников с клиентами. В области управления активами и инвести-

ционного консультирования фокус устанавливается на инвестиционном профилировании. В области брокерской деятельности — на мисселинге. Такой тематический фокус (а также изменение надзорных приемов, в том числе увеличение числа контрольных закупок) позволяет увеличить количество проверок. А обсуждение выявленных нарушений с проверяемой организацией дает возможность исправить большинство из них до принятия решения о привлечении к дисциплинарной ответственности.

Тонкая настройка дает хороший эффект, как и было сказано.

Таким образом, текущие показатели проверок являются в определенном смысле результатом реорганизации контрольной деятельности НАУФОР.

В свою очередь, контрольные функции включают в себя несколько направлений.

Во-первых, это фокусирование на соблюдении поведенческих правил стандартов. В первую очередь, правил взаимодействия финансовых организаций с их клиентами (реальными или потенциальными), причем с акцентом на правила предложения финансовых инструментов и правила инвестиционного профилирования.

Вторым важным направлением надзорной деятельности является совершенствование методик надзора и надзорных приемов. Например, вместо сплошного изучения документов за периоды проверки анализируются документы, отражающие фактическое взаимодействие с клиентами (в том числе на основании жалоб, обращений клиентов). Хороший эффект дает использование контрольных закупок и инициативной оценки внутренних документов, регулирующих взаимодействие с существующими и потенциальными клиентами финансовых организаций.

Применение принципов

В первом полугодии 2021 года НАУФОР провела 72 проверки в отношении 63 членов ассоциации, из них — 36 плановых и 36 внеплановых. Показатели нарушений по внеплановым проверкам оказались выше: выявлено, что нарушения допустили 27 организаций, тогда как по результатам плановых проверок — 19.

Важно отметить, что для проведения внеплановых проверок Ассоциации требуется больше ресурсов. Это связано с тем, что анализируется и запрашивается большее количество документов, а также анализируется взаимодействие финансовой организации с клиентом.

Календарь плановых проверок составляется на год вперед по результатам мониторинга и анализа деятельности конкретной компании - члена НАУФОР.

При этом плановая проверка проводится не реже одного раза в пять лет и не чаще одного раза в год. Для внеплановых проверок таких ограничений нет. Важно отметить, что при сохранении сложившейся динамики количество проверок по сравнению с 2020 годом может вырасти на 30%.

Внеплановые проверки проводятся, во-первых, на основании жалоб и обращений, во-вторых, если были выявлены возможные нарушения членом НАУФОР базовых или внутренних стандартов. Внеплановые проверки могут быть тематическими; к ним могут относиться контрольные закупки. На наш взгляд, контрольная закупка — самый эффективный инструмент при проведении проверок.

В реальности расклад получился таким: 15 внеплановых проверок были основаны на жалобах, 18 проверок были тематическими; кроме того, были осуществлены 3 контрольные закупки.

В рамках надзорной деятельности этап проверки делится на несколько частей. Помимо проведения самой проверки и составления акта, в котором указываются выявленные нарушения, при необходимости проводится надзорная встреча с проверявшимся членом НАУФОР. В рамках такой встречи проводится обмен мнениями по выявленным нарушениям, обсуждаются способы и пути устранения нарушений. Таким образом формируется база для принятия решения дисциплинарным комитетом.

При этом важно отметить, что механизм дисциплинарной ответственности совершенствуется. Так, например, в стандарт системы мер воздействия были внесены положения, в соответствии с которыми организация может быть освобождена от дисциплинарной ответственности, если она устранила нарушения до момента рассмотрения соответствующего дела и в случае причинения убытков возместила клиентам ущерб.

Советники и управляющие

В рамках деятельности инвестиционных советников и доверительных управляющих фокус контроля направлен на стандарт совершения управляющим и инвестиционным советником операций в отношении порядка определения инвестиционного профиля, адекватности такого определения, раскрытия информации, запрета на гарантирование доходности, функционирования системы автоконсультирования.

В рамках указанных проверок НАУФОР были выявлены 56 нарушений. В большинстве случаев нарушения касались определения инвестиционного профиля, которое проходило без учета сведений о клиенте. Напомню, что при профилировании у клиента запрашивается информация о сроке инвестирования, о доходах-расходах, о сбережениях, о целях инвестирования.

Вопросы должны быть четкими, не вводящими в заблуждение. При этом ответы, данные клиентом, компания интерпретирует не всегда правильно.

Также нами фиксируются нарушения, связанные с определением соответствующего веса или приданием коэффициентов при определении инвестиционного профиля. В 15 случаях отсутствовал порядок определения инвестиционного профиля. В 8 случаях был нарушен сам порядок определения инвестиционного профиля. И в 3 случаях был нарушен порядок согласования инвестиционного профиля с клиентом.

Реакция vs санкции

В рамках мер реагирования на компании было наложено 35 санкций. В детальной раскладке состав санкций таков: 10 замечаний, 8 предупреждений, 5 требований об устранении нарушений, 11 предписаний о принятии мер, 1 штраф. Важно отметить, что в 10 случаях компании были освобождены от ответственности, поскольку НАУФОР привержена принципу, что цель надзора — не наказывать, а



предотвращать нарушения. Отмечу также, что если при проверке выявляются признаки, свидетельствующие о возможном нарушении нормативных документов Банка России, то информация о них отправляется в Банк России.

В рамках первого полугодия в Банк России было отправлено 30 обращений.

В части деятельности инвестиционных советников было выявлено 10 нарушений, связанных с отсутствием индивидуальной инвестиционной рекомендации. В 3 случаях нарушение касалось информирования об отсутствии ответственности за убытки; в четырех случаях имели место нарушения, связанные со сроком действия ИИР, несоответствием ИИР, наличием конфликта интересов, порядком обработки информации.

В части мер реагирования было применено 15 санкций. В их числе: 6 замечаний, 3 предупреждения, 1 требование об устранении нарушений, 5 предписаний о принятии мер по недопущению нарушений в будущем.

В части деятельности доверительного управляющего было выявлено 14 нарушений. В пяти случаях был нарушен порядок определения фактического риска. При этом нарушения также касались требования к раскрытию данного документа на сайте организации. В трех случаях нарушены требования к документам, которые касались в основном политики осуществления прав по ценным бумагам; в шести случаях были нарушены требования к раскрытию информации (в основном это касалось информирования клиента о рисках).

В рамках дисциплинарных мер было принято решение о 4 замечаниях, 2 предупреждениях, одно требование относительно устранения нарушений. Кроме того, было наложено 2 штрафа.

Предлагать правильно

В части брокерской деятельности фокус контроля делается на стандарт защиты прав и интересов инвестора.

Предложение финансовых инструментов и распространение информации должно основываться на принципе добросовестности, достоверности и полноты сообщаемых сведений. Следует корректно использовать активы клиента, исполнение поручений должно происходить на принципах best execution. Также должны соблюдаться требования к отчетности.

Основным инструментом проверок брокерской деятельности является контрольная закупка.

В рамках контрольной закупки открывается брокерский счет, проводится операция, анализируется отчетность и на последней стадии брокерский счет закрывается. Таким образом, контрольная закупка является полной и эффективной мерой проверки не одного, а нескольких стандартов.

В части выявленных нарушений для брокерских компаний характерны нарушения права брокера использовать в своих интересах денежные средства или ценные бумаги, не информируя клиента о возникающих в связи с этим рисках. Также выявленные нарушения касались предоставления существенных условий при приеме голосовых поручений. Важно отметить, что НАУФОР фиксирует недостаточную осведомленность сотрудников компании о положениях внутренних регламентов, процедур и стандартов. В первую очередь, это (вероятнее всего) связано с тем, что компании переходят на дистанционные каналы взаимодействия с клиентом. Таким образом, обучение сотрудников правильно действовать при физическом взаимодействии с клиентом зачастую игнорируется.

Если говорить про депозитарную деятельность, то здесь нарушения касаются ведения внутреннего учета операций и ведения отчетности.

В рамках мер реагирования было применено 11 санкций. По составу санкций: 2 замечания, 2 предупреждения, 5 предписаний о принятии мер и 2 штрафа.

Информация как актив

В части деятельности управляющих компаний основной фокус контроля направлен на формат информирования клиентов при продаже ПИФов, наименования фондов, соблюдение запрета на гарантирование доходности, а также на раскрытие информации.

Было установлено, что характерными нарушениями являются нарушения, связанные с названием ПИФа. В инвестиционной декларации фонда должно быть четко установлено, что не менее 80% стоимости активов будет приходиться на стоимость активов, название которых содержится в названии фонда. Также выявлены случаи, когда в инвестиционной декларации отсутствует или не полностью присутствует информация о рисках.

В части мер реагирования было применено 5 санкций. Подробно состав санкций выглядит так: 1 устное замечание, 3 письменных предупреждения и 1 требование об устранении нарушений.

Обобщение — мать учения

Важно отметить, что приоритетным направлением в политике информирования НАУФОР является обобщение контрольных практик и публикация рекомендаций.

В августе 2021 года НАУФОР опубликовала обзор контрольной практики в части инвестиционного профилирования. Это очень хороший инструмент, который позволяет организации привести в порядок свои внутренние документы и процессы, связанные с инвестиционным профилированием.

НАУФОР также планирует распространить практику информирования о типовых нарушениях посредством вебинаров и публикаций рекомендаций по определенным требованиям базовых или внутренних стандартов. □

НАУФОР

УРАЛЬСКАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ

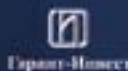
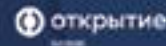
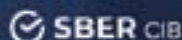
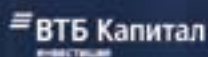
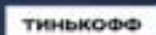
28 октября 2021 года



СТРАТЕГИЧЕСКИЙ ПАРТНЕР



ПАРТНЕРЫ



Очный формат
www.naufor.ru



Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Рекалибровка

В АВГУСТЕ РОССИЙСКИЕ АКЦИИ И ЕВРООБЛИГАЦИИ ПОДРОЖАЛИ, СНИЗИЛИСЬ В ЦЕНЕ ЛИШЬ «КОРОТКИЕ» ЕВРОБОНДЫ РФ. ПРИМЕРНО ТА ЖЕ ТЕНДЕНЦИЯ ПРОДОЛЖИЛАСЬ И В СЕНТЯБРЕ

По итогам сентября котировки российских акций продемонстрировали умеренный рост на позитивных сигналах с мировых рынков, в том числе с товарных площадок. Индекс РТС вырос за месяц на 5,6% — до 1777,74 пункта, а повышение индекса МосБиржи составило 4,7%. При этом еврооблигации России умеренно снизились по итогам месяца.

Финансовый рынок в августе

В августе российские акции и еврооблигации подорожали, снизились в цене лишь «короткие» евробонды РФ. Примерно та же тенденция продолжилась и в следующем месяце: в сентябре российские акции росли, а евробонды РФ подешевели вслед за UST.

Котировки российских акций и еврооблигаций продемонстрировали по итогам августа умеренный рост на фоне позитивных сигналов с мировых рынков капитала, а также сильных финансовых отчетов большинства крупных компаний и банков. Индекс РТС вырос за месяц на 3,6% — до 1684,16 пункта,

а повышение индекса МосБиржи составило 3,9% (к закрытию торгов 31 августа индикатор поднялся до 3918,96 пункта).

Рынок акций РФ в начале августа продемонстрировал подъем вместе с мировыми фондовыми площадками на ожиданиях сохранения стимулирующих мер мировыми центробанками, включая Федрезерв США, а также на фоне вернувшегося интереса нерезидентов к российским активам. Заметно выросли ценные бумаги «Нижекамскнефтехима» и «Казаньоргсинтеза» на сильных финансовых отчетах по РСБУ за полугодие. Акции «Трубной металлургической компании» продолжили рост на дивидендных

новостях: совет директоров компании в конце июля рекомендовал выплатить промежуточные дивиденды за 6 месяцев 2021 года в размере 17,71 рубля на акцию за счет чистой прибыли, а также нераспределенной прибыли прошлых лет.

Во втором эшелоне продолжилось rally в акциях ПАО «Институт стволовых клеток человека», которое сформировалось после сообщений о том, что компания ожидает в августе получения разрешения Минздрава РФ на проведение в сентябре 1–2-й фазы клинических испытаний разработанной вакцины от коронавируса «Бетувакс-Ков-2». Подскочили также ценные бумаги «Росгосстраха» на фоне известий, что принадлежащий теперь Банку России банк «ФК Открытие» начал принимать заявки от потенциальных инвесторов, желающих приобрести у него акции страховщика (заявки принимаются до 3 сентября).

Порадовала инвесторов и макроэкономическая статистика из США. Индекс деловой активности в секторе услуг в США (ISM Non-Manufacturing) в июле вырос до рекордных 64,1 пункта (при прогнозах повышения всего до 60,5 пункта с июньских 60,1 пункта). Кроме того, по данным Минтруда США, число новых рабочих мест в экономике страны в июле

выросло на 943 тысяч при прогнозах повышения на 845-850 тысяч, а уровень безработицы снизился до 5,4% при прогнозах снижения до 5,7% с июньских 5,9%.

В начале второй декады августа заметно выросли акции «Новороссийского комбината хлебопродуктов» на новостях о планах компании выплатить дивиденды по итогам первого полугодия, а также выплатить финальные дивиденды за 2020 год в размере 6,27 рубля на акцию. Расписки компании Ozon позитивно отреагировали на новости об увеличении с 31 августа в индексе MSCI Russia оценки FIF (оценка free float) компании с 0,2 до 0,25. Подорожали также расписки компании Fix Price на фоне отчета за полугодие (прибыль увеличилась на 8,6%, до 9,8 млрд рублей) и новостях о промежуточных дивидендах (за полугодие будет выплачено 11,5 рубля на акцию).

Публикация в США очередной порции статистики несколько ослабила инфляционные опасения. Так, базовый индекс потребительских цен (Core CPI) в США в июле вырос всего на 0,3% к июню при прогнозах повышения на 0,4%, а в годовом выражении показатель вырос на 4,3%, что совпало с ожиданиями аналитиков. На этом фоне индекс МосБиржи приблизился к рубежу 3900 пунктов.

После локальной коррекции рост российского фондового рынка возобновился в середине месяца вслед за подъемом ряда акций-тяжеловесов («Газпрома», «Роснефти», «НОВАТЭК»). Выросли также расписки «Русагро» на фоне публикации финансового отчета за второй квартал и новостей о дивидендах. Чистая прибыль «Русагро» во II квартале выросла на 18% (до 11,07 млрд рублей), совет директоров рекомендовал акционерам утвердить дивиденды по итогам первого полугодия 2021 года в размере 119,733 млн долларов (4,45 долларов на акцию или 0,89 долларов на ГДР), что соответствует 50% чистой прибыли за полугодие.

Пик роста рынка акций РФ пришелся на начало торгов 18 августа, когда индекс МосБиржи достигал отметки 3949 пунктов, обновив тем самым исторический максимум, а индекс РТС локально превышал уровень 1695 пунктов. После этого на рынке наметилась отрицательная коррекция — «бычий» настрой ослаб на фоне разнополярных сигналов с внешних фондовых площадок и неспособности нефти Brent отыграть рубез 70 долларов за баррель; при этом в откате лидировали ценные бумаги металлургических компаний. В США вышла слабая статистика по недвижимости: число новостроек в июле сократилось на 7% относительно пре-

дыдущего месяца, тогда как эксперты ожидали снижения на 2,6%.

Падение российского рынка ускорило вслед за мировыми площадками после публикации протокола июльского заседания Федрезерва США, давшего сигнал о вероятном начале сворачивания регулятором программы стимулирования уже в текущем году. Представители ФРС на заседании, проходившем 27–28 июля, говорили о том, что критерий «существенный прогресс» в достижении целей по занятости и стабильности цен был достигнут с точки зрения инфляции и близок к исполнению в плане ситуации на рынке труда. Фондовые индикаторы России 19 августа показали максимальное падение за месяц: индекс МосБиржи упал в район 3850 пунктов, РТС — в район 1635 пунктов; лидерами отката выступили расписки TCS Group и бумаги «Роснефти».

Нефть Brent просела в район \$66 за баррель (минимум за 3 месяца) на фоне укрепления доллара на новостях от Федрезерва и сохраняющихся тревог по поводу прогноза спроса в связи с активным распространением нового штамма «дельта» коронавируса. Особенное беспокойство вызывали страны Азии, в частности, ключевой импортер нефти Китай, который ввел меры для ограничения передвижения граждан из-за пандемии.

Вместе с тем раллировали обновившие максимумы акции «Распадской» после анонсирования дивидендов и новой дивидендной политики компании. «Распадская» в первом полугодии получила чистую прибыль в размере 181 доллар млн по сравнению со 104 млн годом ранее. Совет директоров «Распадской» рекомендовал выплатить дивиденды по результатам I полугодия в размере 23 рубля на акцию. Также совет утвердил новую дивидендную политику, согласно которой компания

будет выплачивать дивиденды раз в полгода на основании консолидированной финансовой отчетности по МСФО в размере не менее 100% FCF, если чистый долг/ЕБИТДА составляет менее 1,0х, и не менее 50% FCF, если чистый долг/ЕБИТДА превышает 1,0х.

Отрицательная коррекция, хоть и была относительно глубокой, в целом оказалась краткосрочной, и уже 23 августа на рынке вновь активизировались покупатели. Индекс МосБиржи превысил 3880 пунктов во главе с бумагами «Русала», также лидировали не входящие в расчет индексов бумаги «Мечела» (компания опубликовала довольно сильный финансовый отчет за II квартал). Прибыль, приходящаяся на акционеров «Мечела», за II квартал 2021 года составила 23,9 млрд рублей, что на 16 млрд рублей выше аналогичного показателя за I квартал.

В дальнейшем рост был поддержан заявлениями президента РФ Владимира Путина об экономике, раллировавшей нефтью и благоприятной внешней фондовой конъюнктурой на ожиданиях, что Федрезерв не станет спешить со сворачиванием стимулов. Индекс МосБиржи поднялся к 3890 пунктам. Акции «Газпрома» превысили отметку 300 рублей впервые с июля 2008 года. Президент РФ Путин на съезде «Единой России» заявил, что этап восстановления российской экономики практически завершен, необходимо запускать масштабные проекты развития, чтобы не было паузы в росте. Также Путин сообщил, что Россия не будет вмешиваться во внутренние дела Афганистана и втягивать свои вооруженные силы в конфликт в этой стране.

В свою очередь котировки Brent за неделю с 23 по 27 августа выросли на 11,7% (до 72,62 долларов за баррель) на новостях об успешной борьбе с заболеваемостью COVID-19 в Китае,

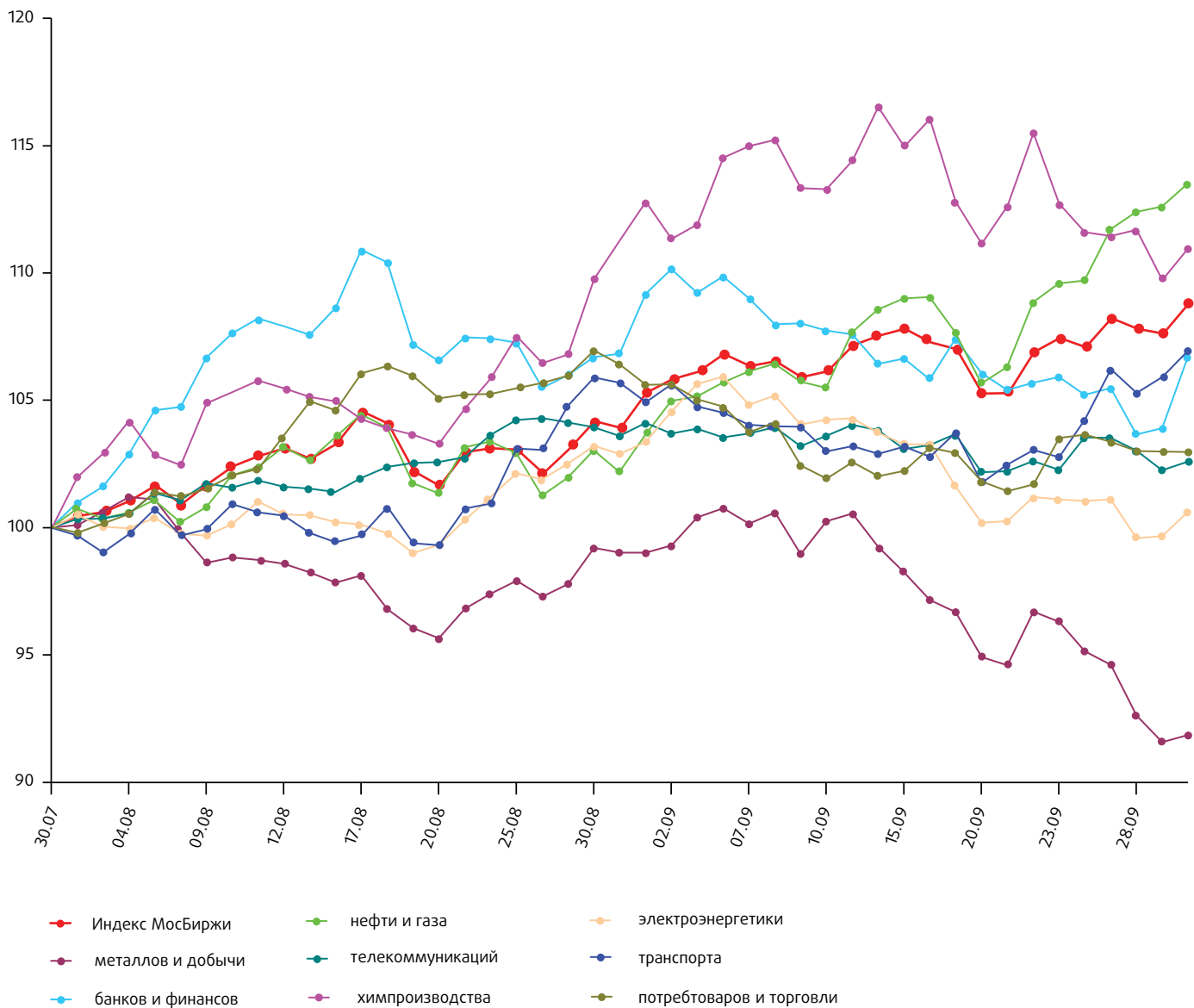
начале сезона ураганов в США, а также на статистике американского Минэнерго о запасах (резервы нефти и бензина сократились сильнее ожиданий).

Рынок акций РФ 26 августа продемонстрировал очередную отрицательную коррекцию вслед за откатом мировых площадок из-за закрытия игроками части «длинных» позиций в ожидании новостей с экономического симпозиума в Джексон-Хоуле относительно дальнейшей монетарной политики Федрезерва США. Негативом также стало неожиданное повышение ключевой ставки ЦБ Южной Кореи (до 0,75% годовых) впервые почти за три года. Таким образом, Южная Корея стала первой крупной страной Азии, которая приступила к постепенному отказу от стимулирующей денежно-кредитной политики.

Вместе с тем глобальные инвесторы в целом позитивно отреагировали на относительно «мягкое» выступление главы Федрезерва на симпозиуме в Джексон-Хоуле, что стимулировало новую волну повышения на мировых рынках капитала и, соответственно, подстегнуло также покупателей российских акций. ФРС может приступить к сворачиванию стимулирующей денежно-кредитной политики уже в этом году, заявил ее глава Джером Пауэлл. При этом он повторил, что считает недавний взлет потребительских цен временным явлением, отметив, что в случае сохранения высокого уровня инфляции Федрезерв, несомненно, будет предпринимать действия для снижения ценового давления.

Пауэлл сказал, что темпы восстановления экономики США превышают ожидания. «Хотя штамм «дельта» представляет краткосрочные риски для экономики, есть хорошие перспективы для дальнейшего продвижения к максимальной занятости», — отметил он. По его

Рисунок. Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ



словам, показатели инфляции без учета ряда волатильных цен в целом близки к 2%. Кроме того, он не видит никаких признаков «зарплатно-ценовой спирали», которая могла бы способствовать ускорению инфляции. Глава ФРС сказал, что ужесточение денежно-кредитной политики сейчас может быть «особенно вредной» ошибкой. Но если устойчивый рост инфляции станет серьезной проблемой, ФОМС «обязательно отреагирует», добавил он.

Цены «длинных» и среднесрочных еврообондов РФ выросли, «короткие» бумаги подешевели

Котировки «коротких» выпусков российских еврооблигаций снизились в августе, в то время как «длинные» и среднесрочные бумаги подорожали. При этом американские казначейские обязательства (US Treasuries) подешевели за месяц, что в итоге привело к сужению суверенных спредов к доходности базовых активов, даже в «коротком» сегменте.

Тенденция к ценовому росту в сегменте отечественных еврообондов сформировалась в первый же торговый день месяца и доминировала вплоть до 6 августа благодаря спросу глобальных инвесторов на рискованные активы, а также позитивной динамике US Treasuries. Наибольший интерес участники рынка проявляли к «длинным» долларовым выпускам еврообондов РФ с погашением в 2042–2047 годах. В свою очередь американские казначейские обязательства отыгрывали ожидания более дальних сроков ужесточения денежно-кредитной политики ФРС США на фоне опасений, что наблюдаемые темпы заболевания новыми штаммами COVID-19 негативно скажутся на деловой активности в Соединенных Штатах и мире в целом.

Лишь 6 августа инициатива на рынке еврообондов РФ перешла к про-

давцам на фоне общемирового ухудшения ситуации на долговых рынках. Формированию негативных настроений способствовала опубликованная в США ежемесячная статистика по рынку труда. При этом отечественные бумаги чувствовали себя лучше, чем еврообонды большинства emerging markets, благодаря высоким ценам на нефть, а также профицитному исполнению бюджета РФ.

Количество рабочих мест в экономике США в июле увеличилось на 943 тысяч, максимальными темпами за 11 месяцев. Безработица в стране упала до 5,4%, минимального уровня с марта 2020 года, по сравнению с 5,9% в июне. Эксперты ожидали роста количества рабочих мест в июле на 870 тысяч и снижения безработицы до 5,7%. Масштабная вакцинация против COVID-19 позволила Соединенным Штатам снять многие карантинные ограничения, что привело к быстрому росту экономической активности и увеличению спроса на рабочую силу.

После локальной ценовой коррекции вверх снижение котировок в секторе российских еврооблигаций возобновилось в начале второй декады месяца на фоне общемирового охлаждения «аппетита к риску» у глобальных инвесторов. Рост базовых процентных ставок в очередной раз привел к повышению доходности суверенных облигаций развивающихся стран. Не порадовали инвесторов и опубликованные в США данные о темпах роста потребительских цен и цен производителей. Потребительские цены (индекс CPI) в США в июле подскочили на 5,4% относительно того же месяца прошлого года. Таким образом, темпы инфляции остались на уровне июня и были максимальными почти за 13 лет — с августа 2008 года. Цены без учета стоимости продуктов питания

и энергоносителей (индекс Core CPI) в июле увеличились на 0,3% относительно предыдущего месяца и на 4,3% в годовом выражении. Эксперты в среднем прогнозировали повышение соответственно на 0,4% и 4,3%.

Цены производителей в США (индекс PPI) в июле подскочили на 7,8% по сравнению с тем же месяцем годом ранее, свидетельствуют данные министерства труда страны. Это максимальные темпы роста с начала расчета показателя в ноябре 2010 года. Аналитики в среднем прогнозировали менее значительный подъем — на 7,3%. Относительно июня текущего года индекс PPI поднялся на 1%. Консенсус-прогноз экспертов предполагал рост на 0,6%. Менее волатильный индикатор без учета цен продуктов питания и энергоносителей (индекс Core PPI) в прошлом месяце поднялся на 1% относительно июня и на 6,2% в годовом выражении. Эксперты ожидали роста показателей на 0,5% и на 5,6% соответственно.

Тенденция к росту котировок долговых бумаг развивающихся стран сформировалась в середине августа. В очередной раз лучшую динамику демонстрировали «длинные» и среднесрочные выпуски еврообондов РФ, в то время как ценовые колебания «коротких» бумаг оставались в рамках бокового диапазона. На глобальных рынках капитала наблюдалось некоторое снижение «аппетита к риску». Этому способствовали опубликованная в США слабая статистика по розничным продажам, а также растущие опасения относительно новой волны коронавирусной инфекции. На этом фоне произошел рост спроса на «защитные» активы, каковыми традиционно выступают US Treasuries, за которыми последовали и котировки облигаций emerging markets.

Розничные продажи в США в июле упали на 1,1% по сравнению с предыдущим месяцем, сообщило министерство торговли страны. Аналитики в среднем прогнозировали сокращение всего на 0,3%. Согласно пересмотренным данным, в июне продажи увеличились на 0,7%, а не на 0,6%, как было объявлено ранее. Розничные продажи без учета автомобилей уменьшились на 0,4% после роста на пересмотренные 1,6% в июне (аналитики ожидали повышения на 0,1%). Снижение продаж было обусловлено возобновлением негативных настроений потребителей на фоне распространения новых штаммов COVID-19.

Рынок отечественных еврообондов в начале третьей декады августа не демонстрировал ярко выраженной динамики на фоне отсутствия каких-либо заметных движений в секторе американских казначейских обязательств в ожидании выступления главы ФРС США на ежегодном симпозиуме в Джексон-Хоуле. Однако в середине декады давление продавцов на рынке отечественных еврооблигаций усилилось как по причине внутренних факторов, так и внешних. Банк Кореи по итогам заседания 26 августа повысил ключевую процентную ставку на 25 базисных пунктов — до 0,75% годовых. До этого она находилась на рекордно низком уровне в 0,5% годовых пятнадцать месяцев — с мая 2020 года. Увеличение ставки произошло впервые почти за три года. Таким образом, Южная Корея стала первой крупной страной Азии, которая приступила к постепенному отказу от стимулирующей денежно-кредитной политики.

Опубликованные данные по недельной инфляции в России, показавшие новое ускорение роста потребительских цен (до 6,67% в годовом выражении с 6,52% недель ранее), спровоцировали

26 августа волну распродаж на внутреннем долговом рынке. Разгон инфляции привел к переоценке шансов на повышение ключевой ставки на заседании ЦБ РФ в сентябре, вызвав резкое снижение вероятности ее сохранения на текущем уровне.

Вместе с тем выступление главы Федрезерва США на симпозиуме в Джексон-Хоуле в целом было выдержано в «мягких» тонах, что снизило опасения участников рынка относительно возможного быстрого сворачивания стимулирующих программ и тем самым поддержало покупателей на мировых долговых рынках. Пауэлл в очередной раз заявил, что считает взлет потребительских цен временным явлением, отметив, что в случае сохранения высокого уровня инфляции ФРС, несомненно, будет предпринимать действия для снижения ценового давления.

По итогам сентября котировки российских акций продемонстрировали умеренный рост на позитивных сигналах с мировых рынков, в том числе с товарных площадок. Индекс РТС вырос за месяц на 5,6% — до 1777,74 пункта, а повышение индекса МосБиржи составило 4,7% (к закрытию торгов 30 сентября индикатор поднялся до 4103,52 пункта). При этом еврооблигации России умеренно снизились по итогам месяца вслед за US Treasuries, негативно отреагировавшими на заявления представителей ФРС США о скором начале сворачивания стимулирующих программ и возможном повышении базовой ставки уже в следующем году.

Финансовый рынок в сентябре

Индекс МосБиржи 28 сентября обновил максимум, после чего немного скорректировался вниз

Тенденция к ценовому росту на российском рынке акций сформировалась

в первый же торговый день месяца благодаря позитивной динамике мировых фондовых площадок, подогретых слабыми статданными по рынку труда США; при этом индекс МосБиржи уже 1 сентября обновил исторический максимум, превысив отметку 3970 пунктов. Лидерами повышения выступили депозитарные расписки TCS Group. Опубликованные в США данные от агентства ADP показали, что число занятых в частном секторе выросло в августе всего на 374 тысяч при прогнозах повышения на 625 тысяч после июльского прироста на 326 тысяч.

Рынок акций РФ 2 сентября продолжил подъем вместе с мировыми фондовыми площадками и нефтью (Brent подскочила выше 73 долларов за баррель), индекс МосБиржи вновь обновил исторический максимум и закрылся в районе 3990 пунктов во главе с бумагами «Русала» на фоне роста цен на алюминий до 10-летнего максимума. Выросшие акции «Роснефти» показали рекордные обороты торгов (более 54,74 млрд рублей). Китайские СМИ сообщили, что Пекин планирует увеличить госрасходы и госкредитование на фоне ослабления темпов восстановления китайской экономики.

Согласно опубликованной 3 сентября статистике, число новых рабочих мест в США в августе вне сельского хозяйства составило 235 тысяч при прогнозах на уровне 725-750 тысяч после 943 тысяч в июле. Безработица в США в августе опустилась до 5,2% с июльских 5,4%, что совпало с прогнозами аналитиков. Слабые статданные Минтруда США подтвердили вышедшие ранее цифры от ADP. В результате, индекс МосБиржи завершил день на мажорной ноте и впервые превысил рубеж 4000 пунктов на благоприятной сырьевой конъюнктуре, лидировали в

подъеме акции «Русала» на росте цен на алюминий.

В середине первой декады сентября индекс МосБиржи в очередной раз обновил исторический максимум, поднявшись в район 4030 пунктов вслед за ростом внешних фондовых площадок, подогретых ожиданиями сохранения стимулирующей монетарной политики Федрезерва США. Раллировали к многолетним максимумам бумаги угольных компаний «Белон» и «Мечел» на фоне роста цен на уголь. Трейдеры были настроены на то, что ФРС может отложить начало сворачивания программы выкупа активов, благодаря которой вливаются дополнительные средства в финансовую систему страны.

Рынок акций РФ 7 сентября преврал ралли после обновления максимумов и скорректировался вниз вместе с внешними площадками и просевшей нефтью. Индекс МосБиржи откатился ниже отметки 4000 пунктов в рамках фиксации прибыли игроками. Упали акции «Акрона» на новостях о дивидендах — совет директоров компании рекомендовал выплатить 30 рублей на акцию из нераспределенной прибыли прошлых лет. Подешевели также акции ГК «Самолет» на сообщениях о возможном вторичном размещении бумаг на рынке уже в сентябре-октябре. Вместе с тем продолжили расти в цене акции «НОВАТЭКа» и «Мечела».

После локальной коррекции рынок смог найти в себе силы для возобновления роста благодаря целому ряду позитивных историй, что привело в начале второй декады месяца к обновлению индекса МосБиржи исторических максимумов. Подорожали акции «Русала» вслед за алюминием, бумаги «Газпрома» и «НОВАТЭКа» поддержали новости о росте стоимости газа в Европе до 700 долларов за

тысячу кубометров. Продолжилось ралли акций «Белона», выросли бумаги «Иркутскэнерго» на сообщениях об оферте с премией к рынку («Евросибэнерго» выставило оферту на приобретение 581,6 млн акций «Иркутскэнерго» по цене 13,82 рублей за штуку). Подорожали акции ГК «Самолет» на новостях, что Год Нисанов и структуры группы компаний «Киевская площадь» приобрели почти 10% акций девелопера у акционеров-основателей.

Цена на газ в Европе продолжила ралли по мере наступления холодов при полной неготовности европейской газовой системы к отопительному сезону. Запасы в подземных хранилищах находятся на уровне исторических минимумов, а газопроводу «Северный поток 2» до начала работы предстоит долгий путь согласований в ведомствах ФРГ и Европы. Цена на газ в Европе достигла 964 долларов за тысячу кубометров, а котировки нефти Brent нацелились на отметку 76 долларов за баррель. Акции «Роснефти» достигали рекордных 589,8 рубля за штуку на заявлениях вице-премьера Александра Новака, что Минэнерго РФ в ближайшее время должно представить доклад о возможности обеспечения экспорта «Роснефтью» газа через «Северный поток 2». На этом фоне индекс МосБиржи протестировал отметку 4080 пунктов.

Активность покупателей в металлургическом секторе снизилась после заявлений Минфина РФ о том, что он ожидает от компаний горно-металлургического сектора дополнительных налоговых поступлений в 2022 году в размере порядка 250 млрд рублей. Ведомство предложило компаниям горнодобывающей отрасли механизм плавающего НДС с привязкой к мировым ценам на продукцию как основной вариант дополнительных изъятий в

бюджет 2022 года. Формула, разработанная Минфином, предполагает увеличение базовой ставки НДС для черных, цветных металлов, удобрений и коксующегося угля до 6% и привязку налога к рыночным ценам на продукцию и объему добычи (сейчас НДС для майнинга привязан преимущественно к себестоимости руды). При этом существующий рентный коэффициент будет отменен.

Окончание второй декады сентября на рынке акций РФ ознаменовалось ощутимым откатом вслед за мировыми площадками в преддверии заседания Федрезерва США и на негативных сигналах из Китая, где крупный застройщик Evergrande оказался на грани банкротства; лидировали в снижении акции металлургов во главе с «Мечелом» и «Распадской» из-за ожиданий роста НДС для сектора. Возможное банкротство крупного китайского девелопера способно вызвать замедление экономики Китая и ослабить спрос на сырьевых рынках. Индекс МосБиржи локально опустился в район 3955 пунктов, но затем отскочил к 3970 пунктам, индекс РТС смог удержаться чуть выше 1700 пунктов.

Спустя всего два дня рынок вновь развернулся в сторону роста вслед за внешними фондовыми площадками и рынком сырья (Brent превысила 75 долларов за баррель, подорожали металлы) на новостях от китайского застройщика Evergrande и в ожидании итогов заседания Федрезерва США. Лидерами повышения выступили бумаги «Русала» на новостях о налогах для компании, а также не входящие в расчет основных индексов акции «Мечела». Глава Минфина РФ Антон Силуанов заявил, что «Русала» не коснулись новые изменения налогового законодательства из-за наименьшей среди металлургов доли доходов, вы-

званных благоприятной конъюнктурой мирового рынка. «По алюминию такого прироста сверхконъюнктурных доходов не было до последнего времени, до всех политических событий в Гвинее, поэтому «Русал» и был вне наших предложений», — пояснил он.

Китайский девелопер China Evergrande сообщил о достаточности средств для погашения текущих платежей по своему внутреннему долгу, что немного успокоило рынки (хотя в сентябре Evergrande должна была также выплатить купоны по долларовым бондам со сроком погашения в марте 2022 года и в марте 2024 года).

Федрезерв США по итогам заседания 21-22 сентября ожидаемо не стал менять процентную ставку (0-0,25% годовых) и сообщил, что продолжит ежемесячно выкупать активы на общую сумму 120 долларов млрд (в том числе US Treasuries на 80 долларов млрд и ипотечные бонды на 40 млрд). Опубликованный по итогам заседания точечный график прогнозов (dot plot) показал, что 9 из 18 руководителей американского ЦБ ожидают повышения базовой ставки в 2022 году, причем трое из них полагают, что ставка в следующем году будет увеличена дважды. Глава Федрезерва Джером Пауэлл заявил на пресс-конференции, что ФРС может объявить о старте сворачивания программы выкупа активов уже на следующем заседании в ноябре, а ее завершение не исключено к середине следующего года. По словам Пауэлла, ФРС «легко» может начать сокращение выкупа активов уже в ноябре в случае сильных данных по рынку труда.

Пик роста российского рынка акций пришелся на начало торгов 29 сентября, когда индекс МосБиржи локально поднимался выше отметки 4112 пунктов, а индекс РТС достигал 1788 пунктов. В очередной раз лидерами повышения

выступили ценные бумаги нефтегазовых компаний на фоне роста нефти до трехлетних максимумов и очередных рекордов цен на газ (стоимость фьючерса на спотовый индекс TTF на газ на бирже ICE Futures достигла 85,245 евро за МВт.ч, или \$1030 за тысячу кубометров). Однако в середине торгов рынок развернулся вниз из-за фиксации прибыли игроками вслед за проседавшими внешними фондовыми площадками и наметившейся коррекцией нефти после обновления 3-летних максимумов. Кроме того, негативное влияние оказал общемировой рост базовых процентных ставок (доходность десятилетних US Treasuries достигла 1,53% годовых) на фоне сформировавшихся ожиданий скорого начала сворачивания стимулирующих программ ФРС. Таким образом, последние торговые дни месяца рынок провел уже в боковике, так как сил покупателей было недостаточно для обновления максимумов, но и активных продавцов тоже не было.

Цены еврообондов РФ упали вслед за UST на ожиданиях ужесточения монетарной политики ФРС

Котировки российских еврооблигаций снизились в сентябре вслед за американскими казначейскими обязательствами (US Treasuries) на возросших опасениях скорого начала сворачивания стимулирующих программ ФРС и ожиданиях возможного повышения базовой ставки американского ЦБ уже в следующем году. При этом изменения суверенных спредов к доходности базовых активов в целом оказались незначительными.

Начало месяца для рынка отечественных еврообондов было умеренно позитивным, чему способствовала опубликованная в США статистика по рынку труда за август, оказавшаяся хуже ожиданий, что дало участникам рынка основание рассчитывать на более плавное сворачивание стимули-

рующих мер со стороны американского Федрезерва или даже вообще сдвиг этого процесса по времени на более отдаленную перспективу. Количество рабочих мест в американской экономике в августе увеличилось всего на 235 тысяч, минимальными темпами за 7 месяцев. Согласно пересмотренным данным, в июле показатель вырос на 1,053 млн, а не на 943 тысяч, как сообщалось ранее. Безработица в стране в августе упала до 5,2%, минимального уровня с марта 2020 года, по сравнению с 5,4% в июле. Эксперты в среднем ожидали роста количества рабочих мест в августе на 750 тысяч и снижения безработицы до 5,2%.

В последующем рынок отечественных еврообондов лег в боковой дрейф, который сохранялся до конца первой декады месяца. Мировые рынки в целом нейтрально отреагировали на итоги заседания Европейского центрального банка, который не стал менять объем экстренной программы выкупа активов, оставив его на уровне 1,85 трлн евро, однако сообщил, что с учетом оценки финансовых условий и прогноза инфляции совет управляющих счел, что темпы выкупа активов в рамках программы могут осуществляться более умеренными темпами, чем в предыдущие два квартала. Инвесторов успокоили слова главы ЕЦБ Кристин Лагард о том, что решение является лишь «рекалибровкой» существующих мер стимулирования, а не признаком того, что регулятор отказывается от мер поддержки экономики во время пандемии коронавируса.

Ближе к середине сентября инициатива на рынке перешла к покупателям, особенно в сегменте «длинных» бумаг, благодаря позитивной ценовой динамике US Treasuries, сформировавшейся после опубликования данных о росте потребительских цен в США. Кроме того, поддержку валютным гособлига-

циям России оказывали высокие цены на нефть.

Потребительские цены (индекс CPI) в США в августе выросли на 5,3% относительно того же месяца прошлого года. Таким образом, инфляция несколько замедлилась по сравнению с максимальным значением за последние тринадцать лет в 5,4%, которое было зафиксировано в июне и июле. Изменение индекса CPI в августе совпало со средним прогнозом аналитиков. Индекс CPI в августе вырос на 0,3% относительно предыдущего месяца. Это минимальные темпы подъема за последние семь месяцев. Эксперты в среднем ожидали увеличения на 0,4%. Цены без учета стоимости продуктов питания и энергоносителей (индекс Core CPI) увеличились на 0,1% за месяц (самый незначительный прирост с февраля) и на 4% за год. Консенсус-прогноз предполагал повышение соответственно на 0,3% и 4,2%.

Конец второй декады месяца оказался негативным для мировых рынков вследствие бегства инвесторов из рискованных активов, вызванного сообщениями о долговых проблемах китайского застройщика Evergrande. После локальной коррекции российские облигации вновь продемонстрировали снижение вслед за US Treasuries, негативно отреагировавшими на итоги заседания ФРС. И если сразу после заседания Федрезерва наблюдался рост лишь «коротких» процентных ставок, а «длинный» сегмент был относительно стабильным, то 23 сентября в рост пошли доходности «длинных» облигаций. Председатель ФРС Пауэлл заявил, что Федрезерв может объявить о старте сворачивания программы количественного смягчения уже на следующем заседании, которое пройдет 2-3 ноября. Более того, он отметил, что центробанк «легко» может начать сокращать выкуп ак-

тивов в ноябре в случае поступления сильных данных по рынку труда. Пауэлл не исключил, что программа выкупа активов может быть завершена к середине 2022 года.

Кроме того, инвесторов продолжала беспокоить ситуация вокруг Evergrande Group. Ведущее подразделение компании Hengda Real Estate выплатило проценты по внутренним облигациям. Однако в западных СМИ появились сообщения о том, что иностранные держатели облигаций Evergrande пока не получили причитающиеся им выплаты, совокупная сумма которых составляет 83,5 млн долларов. Беспокойство трейдеров было связано с тем, что компания в итоге так и не сможет осуществить процентные выплаты по валютным облигациям, то есть допустит дефолт.

Дополнительное давление на евробонды РФ оказали новые сообщения на санкционную тематику. Палата представителей Конгресса США 23 сентября приняла оборонный бюджет на 2022 год, включив в него поправки, касающиеся новых санкций против газопровода «Северный поток 2», суверенного долга России, а также против ряда российских представителей. Свой вариант оборонного бюджета готовит также Сенат. Законопроекты обеих палат должны быть объединены и после этого поступить на подпись президенту США. Новые санкционные инициативы американских законодателей запрещают американцам покупать или продавать вновь выпущенные российские суверенные долговые обязательства не только на первичном, но и на вторичном рынке. Распространять запрет предлагается на бумаги, выпущенные через 60 дней после вступления нормы в силу. Причем речь идет как о российских евробондах, так и об ОФЗ.

В конце месяца негативная динамика цен как базовых активов (до-

ходность десятилетних US Treasuries поднималась до 1,53% годовых), так и российских еврооблигаций сохранилась. Глобальные инвесторы продолжали отыгрывать «ястребиные» итоги сентябрьского заседания ФРС, а также неопределенность относительно повышения потолка госдолга США из-за разногласий между республиканцами и демократами в американском Конгрессе. □