

ВН

**ВЕСТНИК НАЦИОНАЛЬНОЙ
АССОЦИАЦИИ УЧАСТНИКОВ
ФОНДОВОГО РЫНКА**

№4 АПРЕЛЬ 2021

Управлять
триллионами

Интервью
с Сергеем Васильевым

Закрывать все ниши

Интервью
с Николаем Швайковским

Защита розничных
инвесторов

ПРОБНОЕ ТЕСТИРОВАНИЕ

Стабильность на
снижении



Содержание

№4, АПРЕЛЬ 2021



ТЕМА НОМЕРА: УПРАВЛЯТЬ ТРИЛЛИОНАМИ

Управлять триллионами

Сергей Васильев, председатель совета директоров группы компаний «Русские фонды», рассказывает Ирине Слюсаревой, какими путями и по каким причинам инвестиционно-банковский холдинг поменял приоритеты; а также объясняет, в чем состоит новый вызов, стоящий перед российским финансовым рынком.

4

НОВОСТИ

3 Биржевые фонды взлетают

В апреле на Московской бирже стартовали торги паями беспрецедентного количества биржевых инвестиционных фондов.

ТЕМА НОМЕРА: УПРАВЛЯТЬ ТРИЛЛИОНАМИ

24 Защита розничных инвесторов

Национальная ассоциация участников фондового рынка 14 апреля провела онлайн-сессию «Защита розничных инвесторов». Сессия прошла в рамках ежегодной конференции НАУФОР «Российский фондовый рынок».

МЕРОПРИЯТИЕ

44 Пробное тестирование

Студенты Чувашии, изучающие экономику, попробовали себя в роли неквалифицированных инвесторов фондового рынка.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

48 Стабильность на снижении

Фондовые индексы в апреле практически не изменились, еврооблигации выросли благодаря снижению геополитических рисков.



ТЕМА НОМЕРА: УПРАВЛЯТЬ ТРИЛЛИОНАМИ

Закрывать все ниши

Николай Швайковский, заместитель гендиректора, руководитель направления по взаимодействию с госорганами УК «Альфа-Капитал», рассказывает Ирине Слюсаревой о том, как развивался рынок открытых фондов, почему пай не продает себя сам, а также описывает последние тренды в регулировании.

14



Управлять триллионами

Исторический процесс — весьма занятная штука (если, конечно, уметь в такого рода аналитику). Причем чрезвычайно питательными для аналитика исторические процессы могут быть не только применительно к политике. Да, пожалуй, за ее, политики, пределами, как раз и начинается настоящий интерес для обычного-то человека.

Вот, скажем, компания «Русские фонды» 10 лет назад была классическим инвестиционным банком: подразделение M&A, брокерское подразделение, управляющая компания. А сейчас формат инвестбанкинга как сервиса для клиентов остался в прошлом. Причем, как замечает председатель совета директоров «РусФондов» Сергей Васильев, «это верно как для нашей компании, так и для российского финансового рынка в целом».

А дальше он рассказывает, почему и на что этот формат поменялся, как сейчас работают фонды прямых инвестиций и какие проекты развивают. Чрезвычайно познавательный срез инвестиционной реальности.

Ирина Слюсарева

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

Главный редактор **Ирина Слюсарева**

Редакция

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

Учредитель НАУФОР

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

Издатель КЦ НАУФОР

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

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

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

Биржевые фонды взлетают

В АПРЕЛЕ НА МОСКОВСКОЙ БИРЖЕ СТАРТОВАЛИ ТОРГИ ПАЯМИ БЕСПРЕЦЕДЕНТНОГО КОЛИЧЕСТВА БИРЖЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ

Текущий апрель стал месяцем настоящего бума биржевых фондов: их запустили разные игроки, на разные базовые активы и в большом количестве.

13 апреля на Московской бирже стартовали торги биржевым инвестиционным фондом на индекс Solactive GBS Developed Markets ex United States 200 USD Index, провайдер — компания FinEx. В портфель фонда входят 200 крупнейших компаний из 18 развитых стран.

21 апреля начались торги паями биржевого фонда «Тинькофф Индекс SPAC» под управлением УК «Тинькофф Капитал». Фонд следует за индексом Tinkoff SPAC Total Return Index, который отслеживает стоимость портфеля из 40–50 самых крупных компаний, предназначенных для поглощения активов, торгуемых на биржах США.

26 апреля начались торги паями биржевого паевого инвестиционного фонда «РСХБ — Российские корпоративные еврооблигации, вектор И.Эс. Джи» под управлением УК «РСХБ Управление Активами». Фонд инвестирует в наиболее ликвидные выпуски еврооблигаций Индекса МосБиржи российских корпоративных еврооблигаций «РСХБ — РСПП — Вектор устойчивого развития».

Но основная часть дебютов пришлось на долю УК «Атон-менеджмент», которая запустила целую линейку биржевых фондов. 15 апреля к торгам были допущены три ее БПИФа: «АТОН — Рынки возможностей», «АТОН — Российские акции +» и «АТОН — Недооцененные компании США». 21 апреля начались торги паями биржевых паевых инвестиционных фондов «АТОН — Серебро» и «АТОН — Золотодобытчики». Фонды номинированы в долларах США, торговля осуществляется также в долларах США.

3 апреля начались торги паями двух биржевых паевых инвестиционных фондов АТОНа на акции компаний медицинской отрасли. 7 апреля на биржу вышли пая четыре БПИФов на акции крупнейших американских и международных эмитентов. Фонд «АТОН — Ставка на рост» включает более 400 американских компаний из 11 отраслей (порядка половины акций — IT-сектор). Фонд «АТОН — Дивиденды» следует за индексом NASDAQ US Dividend Achievers Select Index, который включает в себя акции более 200 международных компаний с растущими дивидендами. Фонд «АТОН —

Тихая гавань» инвестирует в акции 200 наиболее устойчивых американских бумаг. Фонд «АТОН — Лидеры роста США» следует за индексом MSCI USA Momentum Index. Фонды номинированы в долларах США, торговля осуществляется также в долларах США.

Всего на Московской бирже обращаются сейчас 59 биржевых фондов. Бенчмарки покрывают порядка 50 стран, базовыми активами выступают фондовые индексы, акции, облигации, инструменты денежного рынка и товарные активы. За первый квартал 2021 года совокупный оборот по биржевым фондам составил 127 млрд рублей, чистый приток средств в биржевые фонды — 38,3 млрд рублей, совокупная стоимость чистых активов превысила 185 млрд рублей (2,5 млрд долларов США), сделки с биржевыми фондами в 2021 году заключали свыше 1,4 млн частных инвесторов. Это — бум. □



Сергей Васильев
председатель совета директоров группы компаний
«Русские фонды»

Управлять триллионами

30 ЛЕТ РАЗВИТИЯ КАПИТАЛИЗМА В РОССИИ НЕ ПРОШЛИ ДАРОМ: ТЕПЕРЬ ИНОСТРАННЫЙ ИНВЕСТИТОР СВОИМИ ДЕНЬГАМИ НИКОГДА ЗДЕСЬ НЕ УДИВИТ

Сергей Васильев, председатель совета директоров группы компаний «Русские фонды», рассказывает Ирине Слюсаревой, какими путями и по каким причинам инвестиционно-банковский холдинг поменял приоритеты; а также объясняет, в чем состоит новый вызов, стоящий перед российским финансовым рынком.

Фотографии Павел Перов

— Сергей Анатольевич, в состав группы «Русские фонды» входит масса разных бизнесов: золото и олово, девелопмент и телекоммуникации, сельское хозяйство и туризм. Девять лет назад вы говорили, что упрощенно структуру «Русских фондов» можно описать как «классический инвестиционный банк плюс фонд прямых инвестиций». Это определение все еще остается в силе?

— Десять лет назад компания «Русские фонды» действительно представляла классический инвестиционный банк. В составе компании имелось подразделение M&A, которое занималось слияниями/поглощениями. Было брокерское подразделение с несколькими брокерскими компаниями. Была управляющая компания. Формировался портфель проектов прямых инвестиций.

Сейчас структура бизнеса поменялась, формат инвестиционно-банковского холдинга, ориентированного на сервис для клиентов, остался для нас в прошлом. Классический инвестментбэнкинг, на мой взгляд, уже не очень актуален. И это верно как

для нашей компании, так и для российского финансового рынка в целом.

Сегодня «Русские фонды» было бы гораздо правильнее считать фондом прямых инвестиций: мы или приобретаем новые проекты, или развиваем имеющиеся. Бизнес не стоит на месте: в нем появляются новые направления.

— Что это за направления?

— Можно выделить несколько основных. Во-первых, сырьевой сектор. За последние десять лет «Русскими фондами» созданы несколько крупных компаний: золотодобывающий холдинг «Селигдар» и входящая в него компания «Русолово», — обе торгуются на Московской Бирже, имеют солидный уровень капитализации и большие объемы производства. Оба проекта активно развиваются, требуют много внимания и энергии.

Есть и совсем новые для нас направления.

Несколько лет назад мы начали инвестировать в агропромышленный бизнес, точнее,



в сельхозпереработку. Ядром нового холдинга стало для нас ОАО «Мелькомбинат» в Твери. Мы выкупили у госбанков все долги мелькомбината, находившегося в процедуре банкротства, обеспечили заключение мирового соглашения со всеми кредиторами и полностью восстановили нормальную хозяйственную деятельность предприятия. Кроме этого, тоже на торгах по банкротству, мы выкупили активы крупного маслоэкстракционного завода в Смоленской области. На сегодня мощности по хранения зерновых на всех площадках холдинга составляют около 200 тысяч тонн единовременного хранения. Общий

Мы оптимистично смотрим на пищевую переработку: это перспективный сегмент, по многим товарным позициям рост в нем идет уже несколько лет. И даже 2020 год, год пандемии, который многим бизнесам принес потери, для пищевой и перерабатывающей российской промышленности был удачным.

объем производственных мощностей уже позволяет выпускать около 800 тысяч тонн готовой продукции в год.

Вообще мы оптимистично смотрим на пищевую переработку: это перспективный сегмент, по многим товарным позициям рост в нем идет уже несколько лет. И даже 2020 год, год пандемии, который многим бизнесам принес потери, для пищевой и перерабатывающей российской промышленности был удачным. Внутренний спрос был стабильным, рос экспорт. Скажем, экспорт российских растительных масел в 2020 году вырос на 15%, обновив исторический максимум. Был поставлен ряд других рекордов. И мы видим, что у этого сегмента есть возможности дальнейшего роста.

Из финансовых бизнесов у группы осталось пенсионное и страховое направление, мы продолжаем их развивать.

Сейчас в состав группы входят два пенсионных фонда — НПФ «Внешэкономфонд» (на базе которого раньше было объединено несколько пенсионных активов «Русских фондов») и недавно нами приобретенный НПФ «Доверие» (Оренбург). Сегодня совокупный объем пенсионных активов этих двух НПФ составляет порядка 15 миллиардов рублей. Понятно, что у топовых российских пенсионных фондов (большинство которых принадлежит крупным госбанкам) объемы активов значительно больше, мы с ними не равняемся и не конкурируем. Тем не менее «Русские фонды» остаются одним из немногих частных

игроков на пенсионном рынке, и мы считаем это для себя важным и принципиальным.

Объема средств под управлением наших пенсионных фондов хватает для того, чтобы это направление бизнеса было самодостаточным, прибыльным, обеспечивало выполнение всех требований регулятора и давало возможность планировать дальнейшее расширение.

В состав наших финансовых бизнесов входит также страховая компания «ТИТ», тоже небольшая, но прибыльная и активно развивающаяся. По итогам работы СК «ТИТ» за 2020 год общая сумма подписанной премии составила 1 093 млн рублей, собственные средства — 630 млн рублей, активы компании — 1 985 млн рублей. Компания имеет рейтинг от НРА на уровне «B |RU|» со стабильным про-

гнозом. Мы владеем в ней контрольным пакетом.

Кроме того, у группы есть ряд активов в телекоммуникационной отрасли. Мы довели в прошлом году до контрольного наш пакет в компании «Наука-Связь» и выкупили дополнительную эмиссию её акций с целью погашения ряда кредитных договоров. Компания тоже торгуется на Московской Бирже, устойчиво развивается. Есть планы её развития в девелопменте и инженеринговом бизнесе.

Мы исторически присутствуем в туристическом бизнесе. В пандемию этот сектор пострадал, наверное, сильнее всего, но наша туристическая сеть все же выстояла в кризис и надеемся, что будет развиваться. Хотя, конечно, проблем в туристической отрасли (особенно в секторе выездного туризма) много, а перспективы неясны, поскольку все проблемы пандемии отрасль встретила в полном размере.

В группе есть и девелоперское направление, мы постоянно строим какую-то недвижимость, сдаем в аренду или продаем.

Исторически деятельность группы, вы правы, начиналась с классического инвестиционного банкинга. Но сейчас мы от него уже отошли. Во всяком случае, отошли от модели выполнения функций инвестиционного банка на комиссионной основе. Хотя сделками на рынке M&A занимаемся активно и постоянно, но эту работу мы выполняем для самих себя.

— Как в целом выглядит сейчас сегмент M&A российского рынка?

— Я бы выделил два индикатора, которые сейчас характеризуют этот сегмент.

Первый индикатор. На мой взгляд, как комиссионный сервис для клиентов этот бизнес уже ушел. Все крупные компании сформировали внутри себя соответствующие подразделения, которые ведут инвестиционно-банковские сделки. Мы тоже, как уже сказано, про-

должаем этим заниматься именно для компаний группы.

Второй индикатор: сейчас достаточно много сделок происходит в рамках либо процедур банкротства, либо распродаж непрофильных активов через различные «площадки». С торгов продаются разнообразные активы, от недвижимости до фабрик/заводов.

В частности, я рассказывал, как мы начали формировать агропромышленный холдинг. Все активы, которые мы

предприятие с нуля, а купить подходящий актив с торгов у банков.

Это сильно поменяло ландшафт на рынке.

— Откуда у банков такое количество непрофильных активов — это нереализованные залоговые?

— Да, это последствия закредитованности бизнесов в нулевых и десятых годах, да ещё и по высоким процентным ставкам. А если сегодня покупать это предприятие с торгов, с дисконтом от

Реструктуризация отрасли, на которой настаивало правительство и регулятор, на сегодняшний момент произошла, риск-менеджмент налажен, так что пенсионной системе может быть дан новый старт.

приобрели, были проданы на тех или иных торгах. Либо банки распродавали свои залоговые активы, либо шел процесс банкротства какого-то предприятия.

Прямо скажем, лет десять назад таких возможностей не было. Банки (как кредиторы или залогодержатели) с трудом соглашались снижать стоимость своих залогов при распродажах.

Ситуация изменилась во многом благодаря целенаправленной политике Банка России. Регулятор последовательно повышал требования к коммерческим банкам по формированию резервов, требовал отражать активы по реальной рыночной стоимости, вел борьбу с фиктивным завышением стоимости залогов. Эта практика «рисования» банковских балансов активно применялась в нулевых, да и в десятых годах. Только жесткая политика ЦБ поставила этим практикам конец, и тогда на рынке появилось большое количество активов по, скажем так, уже «интересным» ценам. Раньше такого не было. И если ты решаешь инвестировать в какой-то сектор сегодня, то часто выгоднее не строить

номинала долга, да еще и использовать кредитное плечо с низкой процентной ставкой, то предприятие вполне может быть прибыльным (разумеется, если правильно управлять им).

На независимых площадках сейчас идет достаточно активная торговля активами и их распродажа. Это новый интересный тренд: такого на рынке еще не было. Продается много активов и в торгах участвует много игроков.

Скажем, мы недавно участвовали в тендере по продаже одного гостиничного актива (для продавца это был непрофильный бизнес) в Красной Поляне, так там наблюдался натуральный ажиотаж: конкурировало более 10 участников, цена серьезно поднялась от стартовой.

Это, во-первых, говорит о том, что на рынке есть деньги. А во-вторых, что продавец решил не завышать цену объекта, а продать по той цене, по которой купит рынок. Вне зависимости от того, сколько когда-то в этот объект было инвестировано средств. Таких историй сейчас масса на рынке.

И это, безусловно, серьезное изменение сложившейся парадигмы бизнеса M&A, это его новая философия.

Поэтому, если меня спросят: существует ли в России рынок слияний/поглощений? То я отвечу: безусловно. Не просто существует, он даже увеличился в объемах. Стал намного более прозрачным и более массовым, просто он изменился по форме.

Этап распродажи залоговых объектов, которые находились на балансах банков, когда-нибудь, наверное, закончится. Тогда рынок слияний/поглощений придет в состояние нового равновесия, начнет продвигать проекты нового типа: например, ответственного инвестирования. Но сейчас самые интересные процессы — это именно выкупы активов, которые были профинансированы банками в нулевых и десятых. Пусть сейчас их залоговая стоимость и изменилась, но активы меняют собственников, начинают оживать, и на их основе могут быть построены вполне интересные бизнесы.

— Какие важные тренды вы сейчас видите на финансовом рынке?

— Пенсионная отрасль в целом подходит к завершению этапа консолидации, определились основные игроки в этом сегменте. Буквально на днях прошла знаковая сделка: группа «Регион»-«Россиум» приобрела один из крупнейших российских частных фондов, НПФ «Сафмар». Теперь значительную часть российской пенсионной системы контролируют госкомпании или квазигосударственные группы. Рынок готов аккумулировать более значительные объемы ресурсов, чем те, которые на нем есть сейчас, готов далее развиваться. В нулевых и десятых у регулятора и правительства были серьезные сомнения насчет качества систем контроля и риск-менеджмента пенсионной отрасли, там были огромные потери. И отрасль заморозили.

Но теперь все эти страхи и риски ушли.



Сформировался круг достаточно надежных игроков. Что самое главное, активы пенсионных фондов и инвестированы, и управляются очень консервативно. В основном в портфелях находятся ОФЗ и корпоративные облигации, эмитентами которых являются первоклассные заемщики с хорошей кредитной историей, прибыльным бизнесом. Среди эмитентов этих облигаций много государственных и окологосударственных структур. Портфели пенсионных фондов сегодня и очень консервативны, и очень ликвидны. Так и должно быть.

Реструктуризация отрасли, на которой настаивало правительство и регу-

лятор, на сегодняшний момент произошла, риск-менеджмент налажен, так что пенсионной системе может быть дан новый старт.

Это первый тренд.

Если мы снова вернёмся к нашему разговору лет через 10, то, уверен, пенсионная отрасль будет уже другой. Тот круг игроков, который сформировался сейчас, радикально уже не изменится, но сама отрасль значительно вырастет.

Еще один новый тренд, который мощно сформировался в 2020 году — резкий переток вкладов населения на фондовый рынок. Происходят фундаментальные изменения. Я работаю на фондовом рынке более 25 лет, но,

безусловно, никогда не видел такого ажиотажа, который сейчас имеет место быть.

Изменения — тектонические. Открыты миллионы брокерских счетов, с депозитов на фондовый рынок идут огромные деньги.

Этому есть фундаментальные макроэкономические объяснения. В первую очередь, стимулирует людей на поиск альтернативных инвестиций низкая процентная ставка. В рамках этого глобального изменения происходит и ряд других отдельных процессов. Очень интересна конкуренция развивается между Московской и Санкт-Петербургской биржей.

Это конкуренция не только биржевых команд, но — и даже в первую очередь — предпочтений клиентов. Хотя ли они покупать российские бумаги либо иностранные? Если уж люди идут на фондовый рынок, то хотят иметь широкий выбор инструментов. Именно иностранные бумаги дают простор для разнообразия. Поэтому конкуренция между биржами будет продолжаться. Это, во-первых.

Во-вторых, на фондовом рынке появились новые сильные участники. Есть старые игроки, всем давно известные: БКС, Финам и так далее. Но появились две новые очень яркие звезды — «Тинькофф» и «Фридом

У коммерческих банков аккумулировано на депозитах около 30 трлн рублей, на брокерских счетах у физлиц и юрлиц совокупно — порядка 13 трлн рублей. В пенсионной отрасли — порядка 7 трлн. Это большие деньги.

Финанс». И, безусловно, очень интересно развивают свои брокерские приложения государственные банки ВТБ и Сбербанк. Если на пенсионном рынке состав игроков не меняется, то здесь разворачивается активная конкуренция.

Конкуренция идет на уровне технологий, маркетинга, и она будет развиваться. Надеюсь, что для клиентов выход на фондовый рынок будет не только простым, но и безопасным. И рынок сумеет выбрать режим самоограничения, откажется от соблазна продавать массовому инвестору чрезмерно сложные и чрезмерно рискованные инструменты. А если уж продавать сложные, то помогать неопытным инвесторам разобраться в рынке.

И вот мы видим, что общая картина на финансовом рынке складывается достаточно позитивно.

Есть шанс, что будет правильно развиваться пенсионная система, ориентированная на консервативные инвестиции, а параллельно будет активно развиваться конкуренция брокерских решений, в том числе по индивидуальному инвестированию — более рискованному. Этот формат создает устойчивую систему для управления частными накоплениями.

И это, возможно, самый главный итог наших реформ!

За 30 лет в нашей стране наконец-то появились серьезные накопления. У коммерческих банков аккумулировано на депозитах около 30 трлн рублей, на брокерских счетах у физлиц и юрлиц

совокупно — порядка 13 трлн рублей. В пенсионной отрасли — порядка 7 трлн. Это большие деньги.

Это и есть главный итог 30-летнего развития капитализма в России. Деньги теперь есть. Как мы будем теперь распоряжаться этим богатством — в этом, возможно, заключается главный новый вызов. Предыдущим вызовом было, как заработать и накопить капитал. А сегодня главный вызов — как им управлять.

Это качественно иной вызов: управлять триллионами.

На фондовом рынке работают крупные государственные структуры, Сбербанк и ВТБ. Но участие государства не дает им нерыночных преимуществ. Они работают в очень жесткой конкуренции: и за клиента, и в области технологий. Две новых брокерских звезды — «Тинькофф» и «Фридом финанс» — к тому же торгуются на Нью-Йоркской

бирже, там очень жесткие требования к корпоративному управлению, ко всем аспектам ведения бизнеса.

В общем, эта жесткая конкуренция очень держит в тонусе всех участников.

— А санкции на процесс влияют?

— Если вспомнить прошлое, то и 20, и даже 10 лет назад я как инвестбанкир все время искал западных инвесторов. Годами было так, что если у тебя есть западные инвесторы и ты их обслуживаешь как брокер на российском рынке, то все у тебя хорошо. Есть комиссия, есть заработок. А если западных клиентов нет, приходится искать клиентов российских, и это мучительно, поскольку у них мало денег. Такая картина была и в 90-х, и в нулевых. Банки пытались продать свои акции иностранцам, страховщики продавали свои акции им же, корпорации проводили первичные размещения на западных биржах.

Сегодня картина совершенно иная. Уже никто не ориентируется на привлечение именно иностранного инвестора. Если размещение и делается на западной площадке, то одновременно его проводят в Москве. Скажем, недавнее IPO компании Ozon, очень крупное, проходило на двух площадках — на американской бирже NASDAQ и на Московской бирже. Причем многие российские игроки говорили, что их заявки были удовлетворены не полностью: российский инвестор мог бы купить больше.

То есть капитал, который нужен российским компаниям для развития, теперь можно найти и в России. В стране теперь есть деньги.

Более того. Тренд развития Санкт-Петербургской биржи говорит о том, что внутренний российский капитал уже ищет возможностей вложения за пределами страны. Ему требуется диверсификация, в том числе, валютная и страновая.

Так что эффект санкций, по большому счету, уже не особо значим для страны. Во всяком случае, на инвестицион-



ных процессах он сказывается умеренно. Мы прожили пандемийный 2020 год, который наложил на экономику огромное количество ограничений: какие еще санкции тут можно добавить? Если мы справились с пандемией, справимся и с санкциями.

— Значит ли это, что стране вообще не нужны прямые иностранные инвестиции?

— Я все-таки сторонник того, что совсем закрывать рынок не стоит. Причем такого мнения я придерживался не всегда: лет десять назад мне казалось, что надо вводить определённые ограничения на движение капитала, ограничивать его отток. Политика Центрального банка в этом отношении казалась мне

чересчур либеральной. Но история развития российского финансового рынка доказала, что свободное движение капитала — при жесткой борьбе с недобросовестными практиками (мошенничество, уход от налогов, обналичивание) — создает устойчивость системы.

Свобода движения капиталов обеспечила России больше плюсов, чем минусов! Верность этого утверждения доказывает, кстати, альтернативная политика украинского регулятора. Они ввели жесткие ограничения на движение капитала и сильно проиграли. Приток капитала в Украину практически остановился.

В России таких ограничений никогда не было. Инвестор зарабатывает в рублях, свободно их конвертирует в любую валюту и свободно выводит куда хочет. Есть постоянное движение капитала и в Россию, и из России. Но баланс — положительный.

Это самое важное изменение, случившееся за последние десятилетия: теперь иностранный инвестор своими деньгами никого в России не удивит и погоду не делает.

Более того, ко мне часто поступают предложения инвестировать в проекты, скажем в Силиконовой долине (и не только). Теперь уже западные проекты ищут русских денег. Русский рынок рас-

полагает деньгами, достаточными для реализации большого числа проектов и не только в России.

— «Россия выводит на Запад гораздо больше своих ресурсов, чем возвращает обратно в виде мелкого спекулятивного капитала. Задача в том, чтобы внутренний инвестор инвестировал здесь», — говорили вы 10 лет назад. Можете ли прокомментировать?

— Центральный банк раньше формировал резервы в иностранных активах (в основном в казначейских бумагах США) с таким расчетом, чтобы объем резервов превышал объем того спекулятивного капитала, который заходил в Россию. Сегодня мы имеем принципиально другую ситуацию. Сегодня резервы ЦБ — это результат положительной международной инвестиционной позиции России. Условно говоря, теперь мир должен нам, а не наоборот. Эти средства заработаны российским бизнесом и пришли в страну по различным экспортным каналам. Это же сформировало и внутреннюю денежную массу, она тоже не зависит сегодня от притока внешнего капитала.

Иностранному инвестору стало тяжело тут спекулировать: быстро прийти сюда, заработать и быстро уйти. Придя сюда, он будет серьезно конкурировать с внутренними русскими деньгами.

Почему в 1990-е годы все предприятия в стране продавалось за копейки? Потому что не было внутренних денег, накоплений. Сегодня, благодаря внутренним накоплениям, у нас появилась конкуренция и российские активы имеют уже реальную рыночную стоимость.

— Последний вопрос вам как владельцу исторической усадьбы, которую вы восстановили и в ней живете. Жить в красивой исторической усадьбе неимоверно круто. В то же время в России существует огромное количество бесхозных исторических усадеб. Почему многие богатые русские если и покупают такую недвижимость, то не в России? Можно ли это изменить?

— Я давно занимаюсь усадьбой Степановское-Волосово и прошел через ряд этапов восприятия этого проекта. Когда моя семья стала там жить, для меня оказалось удивительным, что такое поведение воспринимается обществом как необычное. Если русский человек купил замок, скажем, в Бретани или Шотландии, это престижно и нормально. А если он купил примерно такой же замок под Тверью, это необычно. Даже странно. Почему так?

Думаю, потому что у нас пока не сформировалось лояльное отношение к состоятельным соотечественникам. Западному состоятельному человеку иметь дорогую недвижимость — обычное дело, там всегда был этот класс людей, имевших замки, поместья и так далее. А у нас такие практики стали формироваться только 30 лет назад, общество ещё не успело привыкнуть и принять.

Посмотрите, что недавно творилось вокруг строительства храма в Екатеринбурге. Богатый человек решил построить храм — на свои деньги, тратя свое время, не прося помощи у бюджета, в дар для города и общества. Такой поступок вроде бы однозначно заслуживает только уважения. Но проект, напротив, породил горячее массовое неприятие. И человек в результате отказался от строительства. И возмущение началось не потому, что под стройплощадку планировалось срубить несколько деревьев. Такая реакция отражает состояние умов современного российского общества.

— Как же добиться нормальной реакции общества на частные проекты такого рода?

— В стране существует огромное количество объектов исторического наследия, их должны восстанавливать и государство, и частный бизнес. Однако общество должно нормально воспринимать участия частного капитала в таких проектах.

Российский капитализм вышел из недр советского общества, в котором не было серьезного имущественного и

социального расслоения. Формально все были равны, это декларировалось на уровне государственной идеологии. Но сейчас-то мы живем при капитализме! А для капитализма характерно неравенство, и сегодня оно порождает сильное раздражение в российском обществе, даже если частные капиталы тратятся на благие цели.

Западное общество к имущественному неравенству относится гораздо терпимее, хотя его там, как минимум, не меньше. Просто к нему привыкли.

Пока подобный общественный консенсус не будет достигнут у нас, процессы восстановления исторического наследия на частные капиталы массово не начнутся. Состоятельный человек должен заниматься подобными вещами с удовольствием, при одобрении общества, а не вопреки. ■

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





Николай Швайковский

заместитель гендиректора, руководитель направления по взаимодействию с госорганами УК «Альфа-Капитал»

Закрывать все ниши

Устойчивый рост рынка коллективных инвестиций наблюдался несколько лет, но последний год в этом отношении стал выдающимся

Николай Швайковский, заместитель гендиректора, руководитель направления по взаимодействию с госорганами УК «Альфа-Капитал», рассказывает Ирине Слюсаревой о том, как развивался рынок открытых фондов, почему пай не продает себя сам, а также описывает последние тренды в регулировании.

Фотографии Павел Перов

— Николай, что происходит сейчас на рынке открытых ПИФов: какова динамика прихода инвесторов в этот продукт, корректировалась ли она пандемическим кризисом? Какова ситуация на рынке и в компании «Альфа-Капитал»?

— Буквально на днях читал очередной аналитический обзор по рынку коллективных инвестиций. Там констатируется, в очередной раз, что пандемия стала стимулом, побудившим население перекладывать деньги с банковских депозитов в другие инструменты: на брокерские счета, счета доверительного управления и другие чисто инвестиционные инструменты. Счет идет на триллионы рублей.

Управляющие компании достаточно долго имели дело с одной понятной группой клиентов, поток входящих клиентов более-менее прогнозировался — но в определенный момент эта клиентская база отчетливо расширилась. Интересно, что толчком для расши-

рения стала пандемия. В конечном счете и брокеры, и индустрия коллективных инвестиций с потоком новых денег справились, но в начальном моменте это движение было неожиданным. Устойчивый рост рынка коллективных инвестиций наблюдался уже несколько лет, но последний год в этом отношении стал просто выдающимся. Особенно активно растут сейчас два сегмента — рынок открытых ПИФов и рынок биржевых фондов. СЧА биржевых ПИФов составила к началу 2021 года более 100 млрд рублей. Это превышает объем средств, привлеченных в ЕТФ, торгуемые на российских площадках, хотя российской индустрии биржевых ПИФов чуть больше 2 лет. Интересно, что вначале перспективы этого сегмента не были абсолютно очевидны.

— Вы обсуждали вероятность конкуренции между традиционными видами фондов и БПИФаами — что же показала жизнь?

— Жизнь показала, что это разные инструменты, скорее дополняющие друг друга. Биржевые фонды — инструмент, который эффективно продвигается через доверительное управление, через онлайн каналы. Плюс продажи на открытых организованных площадках. Биржевые фонды удобны тем, что ими можно наполнять индивидуальные инвестиционные счета, получая еще и налоговый вычет. Они хорошо продаются в этом формате.

В общем, по общему итогу рынок вырос, причем темпы роста были неожиданно высокими. «Альфа-Капитал»

Спасибо и регулятору, и НАУФОР, которые очень быстро согласовали форматы работы в новых условиях. В частности, в течение первых трех месяцев пандемии Банк России выпустил больше десятка информационных писем, помогавших выстроить работу в новых реалиях.

была готова к вызовам. Хотя в самом начале пандемии было непросто понять, как повлияет на работу удаленный режим и может ли управляющая компания в принципе работать в таком режиме. Спасибо и регулятору, и НАУФОР, которые очень быстро согласовали форматы работы в новых условиях. В частности, в течение первых трех месяцев пандемии Банк России выпустил больше десятка информационных писем, помогавших выстроить работу в новых реалиях.

Дальше переходный период закончился, мы освоились в новом режиме и работали в нем уже до конца 2020 года. И все это время шел стабильный устойчивый рост.

Обязательно следует сказать, что и наши, и общие успехи не были бы возможны без того задела, который создавался на рынке в предыдущие годы. В частности, очень многое стало возможным потому, что рынок получил возможность удаленной идентификации клиента, возможность совершать операции

дистанционно, создал и развивал все эти годы дистанционные каналы дистрибуции. Важность реализации этих решений просто невозможно переоценить: без них все шло бы по-другому, совсем по-другому. А наличие этих каналов позволило рынку коллективных инвестиций спокойно и устойчиво развиваться, в том числе в пандемию.

Позволило не споткнуться, не сойти с маршрута.

Надо сказать, регулятор все это время был на высоте и приятно удивлял. До кризиса казалось, что внимание регулятора в значительной степени сфокуси-

ровано на пенсионной отрасли: в том числе потому, что шло ее реформирование. А отрасль паевых инвестфондов находилась как бы на периферии. В какой-то степени это даже устраивало рынок: излишне пристальное внимание и жесткое регулирование любят не все. В то же время не было особого движения в направлении, скажем так, популяризации отрасли. Еще недавно, находясь на сайте Банка России, вряд ли можно было составить о паевых фондах достаточно репрезентативное представление: информации элементарно не хватало.

Кризис в этом плане многое изменил. Мы ощутили со стороны регулятора и внимание, и поддержку.

— Может быть, и сами эти отрасли (пенсионная и коллективных инвестиций) будут сближаться? Скажем, сейчас обсуждается тема ИИС 3 типа...

Как мы знаем, на американском финансовом рынке присутствует большая линейка пенсионных планов: и наиболее известные 401k, IRA (Individual

Retirement Account), и другие типы счетов. В целом это очень гибкая система. Или работник, или работодатель, или они оба совместно ежемесячно вносят определенную сумму на индивидуальный пенсионный счет сотрудника. Далее эти деньги инвестируются. Есть варианты, когда накопленные средства инвестируются по усмотрению работодателя; есть и такие, где инвестирует сам работник. Причем разные планы имеют разные схемы освобождения от налогов; но в целом все типы счетов, так или иначе, предполагают налоговые преференции. Эта совокупность инвестиционных и пенсионных планов — существенно более продвинутая система, если сравнивать с российскими ИИС.

Но и фундамент у этой системы другой, гораздо более мощный. Так или иначе, через обычные ли счета или квазипенсионные, но инвестирует в во взаимные фонды около 45% домохозяйств США. Очевидно, что российская система коллективных инвестиций пока далека от подобных показателей. У нас все куда скромнее. Так уж сложилось исторически: там индустрия взаимных фондов возникла еще в начале 20 века, то есть она функционирует примерно век, а в России ей чуть больше 20 лет.

Но, конечно, есть определенные надежды, что российская система коллективных инвестиций разовьется.

Сейчас она с очевидностью проходит через стадию непропорционального роста: на мой взгляд, имеется определенный перекося интереса инвесторов в пользу брокерских счетов. Преобладающая часть граждан России, впервые открывающих инвестиционный счет, выбирает именно брокерский счет, а не формат управления активами в широком смысле (паевой фонд, доверительное управление).

Этот факт можно объяснять разными причинами. Наверное, у части инвесторов присутствует желание самостоятельно распоряжаться своими деньгами; с этим плюсуется недопонимание меха-





низма работы инструментов коллективных инвестиций. Имеет место и определенное недоверие к «дополнительному», с точки зрения клиентов, финансовому посредничеству.

— Возможно, недоверие проявляют преимущественно люди постарше. А молодым нравится именно распоряжаться самостоятельно, причем есть в этом и элемент чистого гэмблинга, удовольствия нажимать на кнопки. И ведь рынок сейчас растет, так что никаких потерь, болезненно выбрасывающих из состояния азарта, еще не было. Поэтому нет и мотивов, которые подталкивали бы человека инвестировать более осторожно, иметь профессиональную экспертизу и поддержку. Я права?

«Альфа-Капитал» входит в топ-5 крупнейших УК на рынке. И мы, наверное, должны бы радоваться тому факту, что конкурентов стало меньше. Но нет, мы не сильно радуемся. Теория говорит о том, что недостаток конкуренции тормозит рост.

— Если говорить конкретно о рынке коллективных инвестиций, то стать владельцем пая можно и тем путем, и другим. Можно купить пай и самостоятельно на брокерский счет, и через доверительное управление, подключаясь к профессиональной экспертизе.

Исторически сложилось так, что пай в принципе сам себя не продает. На его покупку приходится мотивировать и посредника, и самого инвестора. Возможно, парадоксальным следствием этой ситуации является то, что если уж покупка делается, то получается более осознанной. В результате рынок коллективных инвестиций генерирует существенно меньше жалоб клиентов, чем другие сегменты финансового рынка. Да, собственно, не только жалоб, но, главным образом, оснований для них. Давайте вспомним, что даже в ситуациях очень серьезных кризисов в нашей отрасли было существенно меньше скандалов,

случаев мошенничества, банкротств, миссэйла и тому подобного. Сам рынок падал, это факт, но вот намеренных недобросовестных злоупотреблений на российском рынке коллективных инвестиций я просто не помню.

Банк России иногда излишне жестко продвигает идею, что инвестиции на фондовом рынке отличаются от банковских вкладов тем, что на первых клиент может потерять все. Но история о том, что клиент может потерять все — это вообще-то как раз не про нас, не про коллективные инвестиции. Да, всегда есть рыночный риск, однако это риск состоит в том, что можно не получить доход на определенном временном

горизонте либо получить сумму менее инвестированной первоначально. А вот риск потерять все с гораздо большей вероятностью может реализоваться через депозит, в отношении суммы, превышающей порог 1 млн 400 тысяч рублей. При отзыве лицензии у банка (что далеко не редкость) вкладчик действительно может потерять все деньги за вычетом этой суммы (которая застрахована АСВ). Но не припомню случая, когда потери такого рода (связанные со злоупотреблениями) происходили бы по вине управляющей компании.

Хотя было время, когда управляющие компании довольно активно уходили с рынка, и их количество существенно сократилось. Это тоже реальность, в которой мы живем. Количество УК за последние несколько лет сократилось примерно вдвое, с 600 до 300. При этом имеет место очень высокая концентрация рынка: на долю топ-10 управляю-

щих компаний приходится около 85% активов розничных ПИФов.

— Как вы относитесь к такой концентрации (учитывая то, что «Альфа-Капитал» несомненно входит в топ-5)?

— Да, «Альфа-Капитал» входит в топ-5 крупнейших УК на рынке. И мы, наверное, должны бы радоваться тому факту, что конкурентов стало меньше. Но нет, мы не сильно радуемся. Теория говорит о том, что недостаток конкуренции тормозит рост. В рост мы верим, а добросовестной конкуренции не боимся. Чтобы не отстать и оставаться в топе, приходится бежать очень быстро.

— Вы сказали, что наиболее быстро развиваются открытые фонды, в частности, биржевые фонды. Как и почему это происходит?

Еще недавно российский рынок вообще всех видов ПИФов выглядел так: от силы 15% составляли открытые фонды, а все остальное — это были закрытые фонды. Иными словами, розничные фонды представляли собой верхушку айсберга, а основной индустрии коллективных инвестиций были ЗПИФы: недвижимость и так далее. Самыми крупными УК были те, кто управлял закрытыми фондами.

Доля закрытых фондов для квалифицированных инвесторов потихоньку падает. Во-первых, потому что увеличились варианты инвестирования через открытые фонды. Во-вторых, потому что появились закрытые фонды для неквалифицированных инвесторов: главным образом так называемые рентные фонды. Это довольно молодое направление, на нем мы тоже достаточно активно развиваемся. Сейчас это единственный вариант ПИФа, который может выплачивать вкладчикам промежуточный доход. Собственно ренту, строго говоря. У этого типа фондов есть свои особенности, главная из которых — достаточно высокий порог входа: 300 тысяч рублей. Это относительно высокий порог, учитывая, что речь идет о розничных фондах, в которых мы как управляющая

компания в целом стремимся сделать порог как можно ниже. Для отдельных розничных фондов речь идет о суммах 500 рублей и даже ниже. На таком фоне 300 тысяч рублей являются существенной суммой.

— Этот сегмент растет в силу общего роста рынка?

— Общий рост имеет значение, но это не главная причина. Также имеет значение то обстоятельство, что ставки по депозитам снижаются, а на доход по депозитам еще и введен налог. И клиентам стали интересны альтернативные источники фиксированного дохода,

Информации по Китаю часто недостаточно. Но для инвестора это не играет значимой роли. Инвестору важно, что китайская экономика достаточно активно развивается: там большая доля хайтека, мощный индустриальный сектор. Поэтому интерес к инвестициям в Китай огромный, и мы стараемся его закрывать.

именно фиксированного. Конечно, закон не разрешает гарантировать пайщику конкретную доходность. Но можно говорить об исторической доходности, а также сообщать о доходности базовых активов фонда: например, об арендных ставках.

Если вернуться к другой новинке отрасли — биржевым фондам, то, как уже говорил, за 2 года в российскую индустрию биржевых фондов пришло 100 млрд рублей. Число БПИФов тоже растет, их уже десятки. Этот формат понравился и инвесторам, и управляющим компаниям.

Почему биржевые фонды нравятся инвесторам, понятно. Они ожидают, что фонды будут следовать доходностям конкретного индекса и что вознаграждение управляющего здесь ниже, чем в фонде традиционного типа. Отчасти это так и есть. Хотя на рынке уже появились и активно управляемые биржевые

фонды, и пассивно управляемые. То есть нельзя сказать, что все открытые фонды управляются активно, а все биржевые фонды управляются пассивно.

— Но ведь в теории все биржевые фонды являются именно пассивно управляемыми, или я что-то путаю?

— По умолчанию да, но в законодательстве нет однозначной установки на то, что биржевой фонд обязан управляться именно пассивно.

Мы обозначаем инвестору индикатор доходности, которому следуем. Но каким именно образом управляющий следует за индикатором, остается выбором са-

мой управляющей компании. Мы вольны выбирать любой способ следования.

— Каковы ваши кратко- и среднесрочные планы на этом рынке? Каковы главные вызовы?

— Основная задача компании «Альфа-Капитал» (она же и главный вызов) — максимально закрыть инвестиционные потребности клиентов. Дать им максимально возможный набор инструментов через совокупность всех наших паевых инвестфондов — и открытых, и биржевых, и закрытых. Чтобы наша инструментальная база отвечала самым широким запросам клиентов по всем значимым параметрам: и по классам активов, и по индексам, и по сегментам экономики, и по странам.

Это первый этап, скажем так. Очень важный, но на нем наши задачи не заканчиваются. После того, как закрыты основные инвестиционные запросы клиентов, мы начинаем смотреть на стра-

тегии более точно, искать локальные истории. Например, рассматривать инвестиции в отдельные страны. Вот сейчас мы сделали БПИФ на Китай. Старт получился очень мощный: СЧА фонда «Альфа-Капитал Китайские акции» исчисляется в миллиардах рублей, причем все случилось за считанные месяцы.

— Надо же. А специалисты жалуются, что Китай непрозрачный!

— Это правда. Информации по Китаю часто недостаточно. Но для инвестора это не играет значимой роли. Инвестору важно, что китайская экономика достаточно активно развивается: там большая доля хайтека, мощный индустриальный сектор. Поэтому интерес к инвестициям в Китай огромный, и мы стараемся его закрывать.

Есть в наших БПИФах и другие локальные истории: например, валютные стратегии. Мы закрываем спрос на инвестиции в валюту, он реально велик.

И все время появляются новые инвестиционные идеи. Мы их анализируем, стараемся проверить на фокус-группах, а на следующей стадии запускаем. Широкий набор стратегий — обязательный элемент, фундамент всей нашей работы.

У ведущих западных игроков, как известно, количество фондов исчисляется сотнями. Мы стараемся идти по этому пути. Понятно, что вмещающий инвестор самостоятельно ориентироваться в таком количестве фондов уже не может. В такой ситуации квалифицированный управляющий формирует портфели уже из фондов, а клиенту, в зависимости от его инвестиционного профиля, предлагает пакетные решения, наборы разных фондов. Своего рода ассорти, нарезку фондов.

Наличие широкой линейки фондов — условие первое, основное. Второе условие — постоянный поиск новых локальных тем. Значение имеет не новизна сама по себе: важно уловить появление тренда нового, но имеющего потенциал стать долгосрочным.



Общий вызов такой: не пропустить, быть первыми, закрывать все ниши.

— Фонд «ФастФуд» можно считать примером реализации локальной истории?

— Да, можно. Этот фонд инвестирует в покупку объектов недвижимости, обеспеченных долгосрочными договорами аренды с сетями ресторанов быстрого питания (БургерКинг, МакДоналдс, KFC). В пандемию сегмент сетевого фастфуда очень хорошо развивался, на него большой спрос. Фонд «Арендный поток» — пример того же типа. Стратегия фонда — покупка объектов недвижимости, которые арендует сеть «Пятёрочка».

Но важно не только придумать инвестиционную идею. Идея — это

сложно, но можно. Дальше надо ее раскрутить, продать и поддерживать технологически, обеспечивая дистрибуцию. Для розничных закрытых фондов отдельная задача — обеспечить вторичное обращение их паев. Вывести на биржу и поддерживать вторичную ликвидность. Задача небанальная, но коллеги с ней справились. Сейчас паи наших фондов торгуются на бирже: есть маркетмейкер, есть вторичное обращение и есть сделки инвесторов между собой, без участия маркетмейкера.

Удивительно сознавать, что это стало реальностью. Еще 2–3 года назад такое трудно было представить.

В сегменте операций с паями биржевых фондов тоже растет доля рыночных сделок. Причем, не только сделок, где одной из сторон выступает с маркетмейкер. Это здорово, это новый для нас класс клиентов: люди, которые покупают паи наших фондов на анонимном биржевом рынке.

— Устраивает ли вас текущее регулирование отрасли открытых паевых фондов? Как формируется пакет предложений для диалога с регулятором?

— Когда текущее регулирование станет устраивать меня полностью, это будет означать, что профиль деятельности имеет смысл поменять и заняться чем-то другим.



У нашей компании всегда активная позиция в этом вопросе. Причем свою позицию в отношении регулирования мы еще и стремимся активно доносить. Таких компаний на нашем рынке в целом не очень много. Впрочем, большинство крупных компаний этим занимается, так или иначе. А компании не из числа лидеров пользуются уже результатами наших усилий. Так устроена жизнь.

Наши инициативы мы обсуждаем с регуляторами очно, открыто, во всех доступных форматах: через рабочие группы, экспертные советы. Еще один канал связи — саморегулируемые организации. Это довольно мощный канал.

Часть инициатив обращена к Банку России как организации, непосредственно устанавливающей правила работы на финансовом рынке. Но работаем также с Министерством финансов (главным образом в части налогов). Есть темы, касающиеся цифровизации — их имеет смысл обсуждать с министерством цифрового развития.

В целом почти всегда следует иметь в виду одну фундаментальную истину. Как бы ни был хорош конкретный нормативный акт, со временем он устаревает. Появляются новые продукты, новые технологии, меняются форматы взаимодействия с потребителем и так далее. Поэтому любой нормативный акт,

даже очень хороший, подлежит апдейту. На развитых рынках публичный аудит законодательной базы — обычная и регулярная практика. На российском рынке процессы такого рода в явном виде отсутствуют. Во всяком случае, мне видится, что инициатива подобного аудита чаще возникает снизу.

Сейчас подход Банка России к обсуждению инициатив меняется: он хочет, чтобы нормативный акт был хорошо проработан уже на предварительной стадии. Регулятор не отвергает наши идеи, но ждет от нас их серьезного обоснования. К этому приходится приспосабливаться. Хотя у управляющей компании не всегда хватает на такую проработку

ресурса — и временного, и интеллектуального.

Пандемия осложнила обсуждения инициатив: что ни говори, очные встречи более продуктивны, а сейчас они фактически неосуществимы. Стараемся выходить из положения как можем.

Сейчас ряд инициатив, касающихся рынка коллективных инвестиций, находится в промежуточной стадии. Полтора года назад профильное законодательство претерпело существенные изменения: был принят пакет поправок в закон об инвестиционных фондах, который создает для индустрии много новых возможностей. Но для того,

выплаты дохода в открытых и биржевых фондах.

Отсчет пошел уже на месяцы, скоро все должно случиться. К новшествам следует готовиться заранее, поскольку они потребуют от управляющих больших объемов внутренней организационной работы, доработки внутренних систем.

Еще одна тема для обсуждения — ограничения деятельности управляющей компании. Дело в том, что деятельность управляющей компании чрезвычайно жестко регламентирована в целом: в плане того, что мы можем делать, а что нам запрещено. На условном Западе это уже

где как раз обсуждается, какие виды деятельности на финансовом рынке сочетаются между собой, набором каких возможностей может обладать финансовая организация. Регулятор признал, что реальность подлежит корректировке. Полагаю, за этим докладом последуют более конкретные решения регулятора в этой части. Тогда и станут понятны наши возможности развития.

Хотелось бы еще сказать несколько слов про формирование инвестиционных целей клиентов. Во всем мире паевые фонды — инструменты долгосрочные. Убежден, что повышение финансовой грамотности в широком смысле слова и осознанный подход к инвестированию будут смещать предпочтения клиентов в сторону продуктов коллективных инвестиций. Недавно бросился в глаза в одном из обзоров рынка коллективных инвестиций США такой факт: более 100 млн инвесторов являются владельцами паев взаимных фондов. Причем 65 процентов из них — через механизм IRA-счетов. Более 90 процентов основной целью инвестирования называют формирование финансовой подушки к моменту выхода на пенсию. Вот так понимают цели инвестирования на самом развитом рынке. Конечно, такое понимание не появится из ниоткуда, к этому нужно прийти. Но его можно и стимулировать. В этом контексте обсуждение внедрения долгосрочных ИИС (ИИС третьего типа) — очень правильная история. Мы ее всячески поддерживаем и в обсуждении активно участвуем. □

Регулятор признал, что реальность подлежит корректировке. Полагаю, за этим докладом последуют более конкретные решения регулятора в этой части. Тогда и станут понятны наши возможности развития.

чтобы изменения, принятые на уровне закона, стали практикой, требуется разработка соответствующих подзаконных актов (зачастую довольно многочисленных). Это большая работа. Сейчас она идет. А индустрия находится в режиме ожидания. Ожидается, в первую очередь, отмена типовых правил доверительного управления всеми видами паевых инвестиционных фондов. Типовые правила — сложный документ, к настоящему времени не во всем актуальный. Управляющим было очень тяжело работать в соответствии с прописанными в нем правилами, поскольку он крайне жестко детерминировал все действия, давая очень слабую возможность для маневра с учетом конкретных рыночных условий. Крайняя формализованность документа управляющих буквально сковывала. Сейчас эта матрица находится в процессе переформатирования. Параллельно появятся и новые приятные опции: например, возможность

давно не так. Там управляющие могут заниматься, скажем, кэш-менеджментом, могут эмитировать платежные карты (фактически являясь платежными агентами). Могут предоставлять клиентам консультации различного вида, в том числе налоговые и так далее.

Нам тоже порой становится тесно в рамках текущего регулирования. И мы ведем с Банком России осторожный диалог о том, за счет чего можно расширить наши возможности. Не следует все-таки забывать, что управляющая компания — организация в первую очередь коммерческая, для которой нормально быть заинтересованной в развитии разных направлений деятельности при условии, что это не противоречит основной деятельности. И мне кажется, что регулятор слышит нас и этот диалог поддерживает.

А иной раз даже иницирует.

Выпущен консультативный доклад «Подходы Банка России к развитию конкуренции на финансовом рынке»,

Защита розничных инвесторов

Национальная ассоциация участников фондового рынка 14 апреля провела онлайн-сессию «Защита розничных инвесторов». Сессия прошла в рамках ежегодной конференции НАУФОР «Российский фондовый рынок».

Фотографии Павел Перов

В дискуссии принимали участие представители регулирующих органов и брокеров, она коснулась круга доступных финансовых инструментов, раскрытия информации о рисках, процедуры тестирования при приобретении сложных финансовых инструментов.

Участники: Михаил Мамута (руководитель службы Банка России по защите прав потребителей и обеспечению доступности финансовых услуг, член Совета директоров Банка России); Илья Васильев (руководитель брокерского бизнеса АО «АЛЬФА-БАНК»); Эдвард Голосов (заместитель председателя правления по инвестиционному и страховому бизнесу ИК «БКС Мир инвестиций»); Владислав Кочетков (президент, председатель правления АО «ФИНАМ»); Дмитрий Панченко (директор инвестиционного бизнеса АО «Тинькофф банк»), Андрей Салащенко (заместитель генерального дирек-

тора по взаимодействию с органами власти и общественными организациями АО «Открытие Брокер»), Иван Чебесков (директор департамента финансовой политики Министерства финансов РФ); Владимир Яровой (управляющий директор SberCIB).

Модератор — Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

Алексей Тимофеев. Уважаемые коллеги, дорогие друзья, рад приветствовать вас на очередной конференции НАУФОР. Точнее говоря, сегодняшняя сессия — это часть нашей большой традиционной конференции «Российский фондовый рынок», она будет проводиться онлайн-частями.

Сегодня мы собрались для того, чтобы поговорить о защите розничных инвесторов на фондовом рынке. Это исключительно актуальная тема, в течение последнего времени она является пред-



метом многочисленных и довольно бурных дискуссий. Что совершенно понятно, имея в виду тот интерес, который в последнее время демонстрирует розничный инвестор к фондовому рынку. И немудрено поэтому, что нас (имею в виду и индустрию, и Центральный банк, и саморегулируемые организации) заботит та степень комфорта, на которую может рассчитывать розничный инвестор. Создана ли на российском фондовом рынке та степень комфорта, которая позволяет розничному инвестору рассчитывать на этот рынок как на место увеличения своего благосостояния, адекватно ли его представление о рисках, которые ему предлагаются?

Вот об этом обо всем мы поговорим сегодня.

Миллионы граждан выбирают для инвестиций фондовый рынок, считают его реальной альтернативой банковским вкладам. Они впервые знакомятся с финансовым инструментарием и рисками, которые присущи фондовому рынку, которые отличают его от привычного до сих пор населению рынка банковских вкладов. На фондовом рынке еще не так много частных инвесторов: 11 млн — скорее желаемая, чем действительная цифра. Большинство счетов являются нулевыми, но тем не менее даже такие счета — это правильный, важный шаг на фондовый рынок. И чем дальше, тем

больше средств будет вкладывать население в ценные бумаги. Наша общая забота о том, чтобы граждане не беспокоились о том, что могут быть обмануты на фондовом рынке.

И здесь мы уже несколько лет выстраивали своего рода эшелонированную оборону интересов инвесторов. Видели ее как предоставление информации, паспортизацию отдельных инструментов, тестирование знаний и опыта клиентов, обращающихся за относительно сложными финансовыми инструментами.

Нам кажется, что некоторые решения, которые были недавно предприняты Центральным банком, небесспорны в плане правильности. Мы думаем, что

решение об ограничении доступа неквалифицированных инвесторов к структурным продуктам является непропорциональным и масштабу проблем, которые на рынке реально существуют, и выбору инструментария. Проблемой является мисселинг, и да, мисселинг на фондовом рынке бывает. Нам кажется, однако, что надзорные меры (которых у Центрального банка и саморегулируемых организаций достаточно) могли бы лучше справиться с нарушениями. Эти меры могли бы наказать тех, кто в самом деле виновен в мисселинге вместо того, чтобы наказывать всю индустрию, ограничивать всем инвесторам доступ к целым группам финансовых инструментов. На фондовом рынке нужно найти ту границу патернализма, которая, с одной стороны, обеспечила бы розничным инвесторам необходимый комфорт, а с другой — не ограничила рынок в выборе финансовых инструментов, в конкуренции, которая, на мой взгляд, играет в деле защиты интересов инвесторов очень большую роль (может быть, не меньшую, чем конкретные регулятивные решения).

Для того чтобы обсудить эту тему, мы собрались сегодня с коллегами из Центрального банка и индустрии.

Первым попросил бы высказаться Ивана Чебескова. Иван, как ты видишь государственную политику на финансовом рынке, как ты видишь вызовы, с которыми рынок сталкивается, и решения, которые являются наиболее адекватными в этих обстоятельствах?

Иван Чебесков. Друзья, коллеги, добрый день! Алексей, спасибо большое за возможность участвовать в этой важной дискуссии. Мне кажется, у нас у всех цель тут одина. Подходы могут различаться, но цель единая — повысить доверие граждан, удержать их на рынке ценных бумаг, позволить им зарабатывать, улучшать свое благосостояние и

тем самым улучшать экономику нашей страны. И все мы рады, что такое большое количество частных инвесторов, наконец-то, пришло на наш фондовый рынок.

Я также соглашусь с тем, что Алексей говорил относительно многоуровневой обороны граждан. Я бы это перефразировал по-своему: мы думаем, что защитой инвестора является создание определенной архитектуры принятия решений и для профучастников, и для инвесторов. Чтобы те решения, которые принимают участники рынка, были выстроены таким образом, что отображали бы долгосрочные интересы инвесторов. Речь идет о комплексном подходе.

Мы, к сожалению, в последнее время концентрируемся на запретах или регуляторных изменениях. На мой взгляд, это вызвано необходимостью: на рынке действительно произошел некий сбой. Конечно, не все продажи сложных структурных продуктов были мисселингом, но количество мисселинга все равно было довольно высоким. В таких случаях (когда рынок дает сбой), к сожалению, приходится прибегать к механизмам в виде запретов. Законопроект, который сейчас рассматривается Государственной думой, — это, наверное, пример такого запрета. Хотя мы старались все вместе найти сбалансированное решение, но я понимаю, что с точки зрения рынка это, наверное, не самый идеальный способ урегулировать проблемы.

Что мы подразумеваем, когда говорим про комплексное принятие решений и комплексный подход? Мы должны вместе думать о том, чтобы повышать финансовую грамотность наших граждан, работать над этим. Вижу, что у некоторых из присутствующих коллег в мобильные приложения встроены обучающие материалы. Радует, что коллеги понимают ценность этого. Мы общались

с другими брокерами, они рассказывают, что обучение влияет на то, насколько клиент удовлетворен своей работой, насколько долго он остается с этим брокером. То есть, финансовая грамотность напрямую связана также с удержанием клиента и с удовлетворением его долгосрочных интересов. Это, конечно, очень позитивно.

Другая часть процесса, про которую мы всегда говорим, — тестирование. Многие говорят, что само по себе тестирование — это, отчасти, профанация. Я с этим не соглашусь. Да, конечно, какое-то количество людей будет проходить тесты просто так. Но я помню, когда в одном зарубежном брокере лет 20 назад проходил первый раз тестирование по опционам, то для меня это был образовательный контент, я многое изучил и понял. Тестирование — важная часть финансового образования, важная часть нашего комплексного подхода. И, конечно, важно выбирать правильные вопросы.

Третий момент — это система мотивации. Конечно, хотелось бы, чтобы сами компании выстраивали системы мотивации, исходя из долгосрочных интересов клиентов, как мы уже говорили. Сейчас это не всегда так. Были различные конкурсы, которые и предлагали путевки за границу менеджерам, продающим больше сложных продуктов, и ставили так называемые Management by Objectives, определенные цели по продаже сложных продуктов за дополнительные бонусы. Такое следует исключить. Менеджеры должны понимать (для этого должно пройти время, менеджеры должны обучиться, а системы мотивации поменяться), что те продукты, которые они продают, должны отображать интересы клиентов.

Нужно понимать, что существующее сегодня количество инвесторов невозможно обучить финансовой грамотности. Мы никогда их не защитим от

всех сложных продуктов, потому что для многих сложным продуктом может быть, например, акция. Поэтому надо говорить также про развитие института инвестиционных советников. Вкратце вот такие тезисы.

Алексей Тимофеев. Иван, спасибо большое. Я говорил, что решения, которые связаны с ограничением доступа к целым группам инструментов, должны являться исключением. Но нам, наверное, предстоит также убедиться в работоспособности системы, которую мы создаем. Напомню, что речь идет о раскрытии информации относительно общих рисков при заключении брокерских договоров, при совершении определенных операций (например, маржинальных, деривативных). Раскрытие информации о рисках, паспортизация (которая уже введена на уровне стандартов саморегулируемых организаций), и, наконец механизм тестирования (его целью является оценка знания и готовности клиента к операциям с наиболее сложными финансовыми инструментами) — вот элементы обороны, которую мы намерены выстроить. А затем будем очень аккуратно надзирать за этим: как Центральный банк, так и саморегулируемые организации.

Михаил Мамута: ему я бы хотел предоставить следующее слово. Михаил, как вы видите дальнейшее развитие событий, какие вы видите вызовы, которые стоят перед нами и перед Центральным банком?

Михаил Мамута. Коллеги, доброе утро, рад всех видеть! У нас такая дискуссия стала уже частью постоянной повестки, это позволяет не начинать каждый раз плясать от палки, а постепенно продвигаться вперед.

Во-первых, я хочу поблагодарить НАУФОР за организацию обсуждения. У нас сегодня принимает участие в дискуссии в основном профессиональная среда, мы ориентированы на

профучастников, поэтому будем выстраивать разговор, исходя из целевой аудитории.

Второе. Я подписываюсь под всем, что сказал Иван, могу не повторять. За последнее время у Банка России сложилось с Минфином очень хорошее взаимопонимание. А также единые подходы к оценке того, что происходит на рынке розничных инвестиций, и к выработке подходов по совершенствованию существующей системы.

Тем не менее, несколько слов, коллеги. В физике, как вы знаете, есть понятие модельного эксперимента. Он исходит из определенных предпосылок, смысл которых сводится к тому, что если все принимают правильные решения, то система ведет себя в соответствии с модельным прогнозом. Но, если переносить это на экономику, то уже, наверное, лет пятьдесят экономика мейнстрима постепенно замещается экономикой поведенческой. Первое: люди ведут себя в основном не так, как мы ожидаем. Второе: люди принимают решения, исходя в большей степени из сиюминутных побуждений, чем из реально качественного анализа ситуации. Согласно классической экономике, любой потребитель стремится к наилучшему для себя выбору, исходя из рациональных подходов. На самом деле это не так.

И мы сами, будучи не только брокерами, работниками банков, но и потребителями, принимаем те или иные потребительские решения, в значительной степени опираясь на то, что нам говорит продавец. Особенно, когда не знаем всей информации о продукте. Вот мы профессионалы в финансовом рынке. Но я вас уверяю, что любому из нас в какой-то сфере, в которой мы не так компетентны, можно продать почти что угодно. При условии, что продавец будет достаточно убедителен, что он будет говорить правильные сло-

ва, а у человека не будет возможности подвергнуть сказанное критическому анализу.

Именно поэтому сейчас такая большая ответственность возлагается на тех, кто непосредственно взаимодействует с инвестором, то есть на фронтлинию. Не только на человека, который продает, но также на программы, которые советуют, на приложения, в которых человеку предлагается сделать выбор инструмента. Не зря же именно моделям и качеству продаж на протяжении последних 20 лет уделяется такое большое внимание в странах с развитыми финансовыми рынками.

Сокращение дистанции между продуктом и потребителем или между продавцом и потребителем, повсеместное развитие онлайн, продаж в один клик, появление экосистем — безусловное благо. Мы можем получить любую нужную нам услугу или товар быстро, в момент, когда она нам потребовалась, экстерриториально. Но у этого блага есть и обратная сторона — ограничение выбора. Я думаю, многие из вас читали прекрасные книги по поводу поведенческой экономики, за последние 20–25 лет вышло несколько очень сильных книг (и Канеман, и Талер), они очень хорошо объясняют природу фактически принимаемых людьми решений и их ограничений. Именно поэтому то, что происходило в последний год на рынке продаж (особенно сложных финансовых инструментов), привлекло такое внимание.

Во-первых, Алексей, очень приятно, что ты признал, что мисселинг все-таки существует. Потому что мисселинг действительно существует. И, кстати, Банк России и вам, коллеги, и в другие заинтересованные структуры направил результаты нашего последнего мониторинга, который говорит о том, что мисселинг не прекратился, он просто переместился



из секторов продаж структурных продуктов в другие.

Надо отдать должное рынку, рекомендация регулятора от 15 декабря в целом исполнена, за исключением единичных случаев, действительно единичных. Те продукты, которые мы рекомендовали не продавать — структурные продукты, внебиржевые деривативы — не продаются. Но, например, продажи ИСЖ продолжают, на наш взгляд, с выраженным мисселингом. И мы сейчас дополнительное внимание уделяем взаимодействию с продавцами в этом направлении.

Первая системная дырка заключается в том, что действующее регули-

рование и система надзора не имеют специфических, так скажем, требований противодействия мисселингу. Алексей, ты правильно сказал, что можно бороться с конкретными проявлениями мисселинга: но для этого нужно иметь должные полномочия. Именно поэтому мы в некоторых случаях были вынуждены действовать в периметре всего рынка. Но именно принятие закона, который, кстати, сегодня комитетом по финансовому рынку был поддержан к внесению во втором чтении (буквально сегодня утром было заседание у Анатолия Геннадьевича Аксакова), дает нам возможность в дальнейшем обеспечивать

должную дифференциацию усилий. То есть применять меры точно, применять меры конкретно к нарушителям и использовать широкую вариативность этих мер, начиная от ограничения продажи и заканчивая правилами бай-бэка, которые, на наш взгляд, будут работать даже не столько как фактическая норма, а, скорее, как понимание, что она существует. Мы рассчитываем, что нам не придется к ней прибегать. Мы рассчитываем, что модели продаж будут скорректированы таким образом, что не возникнет необходимости пользоваться решительными мерами. Но тем не менее законодательное право, когда

оно появится, позволит бороться с исключительными проявлениями недобросовестных продаж с повышенной эффективностью.

Как только у нас появятся все необходимые полномочия, мы вместе с вами, коллеги, выстроим правила продаж. Определим, какая информация и как именно должна раскрываться потребителю. И я думаю, что ситуация в значительной степени сама собой урегулируется.

Когда появятся тесты (а мы активно совместно работаем над тем, чтобы они появились), я думаю, в значительной степени снимется и вторая проблема — понимания инвестором сути продуктов, которые он приобретает. Тестирование стало своего рода притчей во языцех, почему-то оно воспринимается как барьер для продаж. Но если признавать, что это барьер, то из этого следует не очень корректный вывод. Он звучит так: мы знаем, что люди не пройдут тест и не смогут, кроме как через «последнее слово», купить этот инструмент, поэтому считаем тест барьером. Но обратной стороной такого утверждения является следующее: мы знаем, что продаем людям продукты, которых они не понимают, но ничего плохого в этом не видим.

Так вот, задача тестирования заключается ровно в том, чтобы у человека была возможность осознанного выбора. Мы эти тесты много раз рассматривали и дорабатывали, и я надеюсь, в ближайшее время у нас будет финальный продукт, который можно будет применять на практике. Очень важно, чтобы эта система не обанкротилась на старте, чтобы тесты действительно позволяли проводить достаточно хорошую селекцию.

Хочу вам напомнить, что мы эти проекты тестов проверили на двух вузах: попросили сдать эти тесты студентов как профильных, так и непрофиль-

ных факультетов. Один вуз в Чувашии и один федеральный вуз в Москве. В Москве уровень сдаваемости оказался примерно 50%, а в Чувашии примерно 30%. О чем это говорит? Что даже относительно подготовленные ребята, которые получают профильное образование в хороших вузах, в значительной части не смогли сдать тесты, хотя там не такие уж суперсложные вопросы. Исходя из этого, давайте просто предположим, какое количество из 8,5 млн инвесторов, если бы захотели купить инструменты, подлежащие тестированию, тесты бы сдали.

Тем не менее, тест — это не запрет, даже если он провален. Есть «последнее слово», но оно находится на стороне клиента исключительно. То есть он может или приобрести непонятный ему инструмент, или передать тест. Закон не ограничивает количество сдачи тестов. По логике, если человек не сдал тест, ему проще пойти подучить (мы все были студентами, все знаем, как это работает), а затем передать. Наверное, разумный человек будет действовать именно таким образом.

Поэтому я в целом верю в тестирование. Эта система не защитит нас от людей, которые действуют против своих интересов: к сожалению, такие люди есть. Но все-таки, как показывает европейский опыт, это неплохая система, которая точно лучше, чем запрет.

Коллеги, на мой взгляд, появление новой архитектуры, которая запланирована законом в связке с базовыми стандартами и нормативными актами, направлена совершенно точно не против рынка. Регулятор не может быть против рынка, потому что мы точно так же, как и рынок, заинтересованы в росте числа инвесторов и в их заинтересованности оставаться на этом рынке надолго.

Мы против нарушения базовых правил и базовых принципов, заложенных

в основу добросовестного поведения, и я надеюсь, что здесь у нас с вами должен быть консенсус. Мы против того, чтобы инвесторы в силу своего незнания приобретали что-то, что впоследствии приведет к их серьезному разочарованию и в результате этого разочарования к уходу с фондового рынка. Мы знаем, что один негативный опыт дает, к сожалению, более сильный «сарафанный» эффект, чем десять позитивных, и в этом смысле один разочарованный инвестор — это, по сути, десять человек, которые, послушав его, не придут на рынок. А нам нужно, чтобы количество инвесторов продолжало расти не только количественно, но и качественно. Чтобы люди действительно стремились в сторону более диверсифицированной модели инвестиций, чтобы им было интересно постепенно двигаться от простых инструментов к сложным, чтобы они становились более интересными и для продавцов различных инструментов, не только брокеров, но и управляющих компаний, БПИФов. Но здесь очень важны слова (я их все время повторяю рефреном) «постепенно», «последовательно». Не надо торопиться, это очень чувствительная тема. Можно, конечно, сыграть на хайпе, но лучше, когда движение будет постепенным. Тогда заякорение инвесторов на определенных рынках будет носить долгосрочный и устойчивый характер.

О чем еще хотелось бы сказать? Несколько других моментов, тоже, на мой взгляд, важных.

Инвестграмотность — тоже очень хороший кейс. Мы должны все вместе прикладывать усилия для повышения инвестиционной грамотности, и спасибо тем, кто уже это делает. Мы приветствуем появление курса «Московской биржи», участвуем в процессе, смотрим, как происходит разработка. Это очень современный модульный подход, кото-

рый позволит человеку идти от простого к сложному — от интересных роликов к серьезному лонгриду про отличия между внебиржевыми деривативами, например, и структурными облигациями.

Мы надеемся и рассчитываем, что после того, как этот курс будет запущен, профучастники помогут в распространении информации о нем, наряду с информацией о своих курсах. Я не вижу здесь никакого противоречия, было бы здорово, если одно дополняло другое. Роль Ассоциации финансовой грамотности, которая продекларировала намерение создать добровольную систему аккредитации учебных программ для инвесторов, тоже нам кажется очень важной. Потому что интернет пестрит предложениями пройти обучение, и 90% этих предложений ведут человека в ловушку, связанную в лучшем случае с инвестированием в очень рискованные продукты, а в худшем случае к нелегальному инвестированию (или близкому к нелегальному). Навести здесь порядок пока не получается, потому что система учебных мероприятий не предусматривает получения лицензии для учебных программ, по моему, меньше 72 часов.

Хороший момент связан с пониманием, что важнее — грамотность или установки? При ЦБ есть Совет по розничным инвесторам, мы недавно провели там опрос и спросили об их отношении к нескольким темам. Во-первых, мы прямым текстом спросили: «Что важнее — запреты или повышение грамотности и формирование правильных установок?» Ответ был в некотором смысле даже более консервативным, чем то, что мы обычно говорим. Что ответили инвесторы? Что на среднесрочном и долгосрочном горизонте главной целью должно быть формирование знаний и правильных установок. И Банк России с этим на

100% согласен. Но потом они добавили, что на краткосрочном горизонте, если других путей нет, регулятор просто обязан останавливать продажи токсичных продуктов в тех случаях, когда они наносят очевидный вред инвестору — либо в силу природы таких продуктов, либо в силу качества продаж.

Как ни странно, западные регуляторы, которых мы обычно хвалим за либерализм, продуманность и сбалансированность подходов, подобные методологии используют достаточно часто. Не каждый день и не каждый месяц, но за последнее десятилетие мы видели несколько подтвержденных кейсов, когда регуляторы останавливали на разных рынках (и в Европе, и в Великобритании) или продажу токсичных продуктов (убедившись в том, что они не несут пользы инвесторам), или продуктов, продажа которых была связана с выраженным мисселингом.

Здесь мы не изобретаем велосипед, а стараемся применить чужой опыт, наступая не на все грабли, стараясь хотя бы мимо части грабель пройти мимо. Я рассчитываю, что с 1 октября на российском рынке появятся вполне сбалансированные инструменты. Напомню, что под тестирование, в принципе, попадает незначительное число продуктов. Более 90% продуктов, по нашей оценке, будут продаваться по-прежнему без тестирования: акции, облигации, ПИФы, ETF, которые мы тоже в ближайшее время допускаем на рынок. В этой архитектуре у человека есть выбор.

Безусловно, для продуктов более сложных, которые с 1 октября попадают под тестирование, тоже есть пространство. Ну, а самое сложное мы оставляем на 1 апреля следующего года. И я бы на самом деле, коллеги, стратегически смотрел не на 1 октября (до этой даты осталось два шага), а на 1 апреля.

Потому что важно до конца 2021 года сделать очень многое для того, чтобы появилась нормальная инфраструктура, связанная с продажей действительно сложных продуктов, в том числе структурных облигаций. Это и индексная инфраструктура, которую нам еще предстоит создать, это и правила, связанные с допуском к структурным облигациям неквалифицированных инвесторов (мы знаем, что закон определенным образом ограничивает допуск к ним), и многое другое.

У Банка России есть совместная с Минфином рабочая группа, в которую, коллеги, многие из вас входят. В рамках этой рабочей группы нужно сконцентрировать усилия именно на решении инфраструктурных задач. Год — это не так много, но если мы постараемся, то справимся с этим вызовом.

Завершая тему, отмечу то, что, на мой взгляд, принципиально важно в отношении системы мотивации. Бывает, что в ходе контрольных мероприятий Банка России мы видим мисселинг, а потом коммуницируем с руководством продавцов, и они говорят: «Такого не может быть! У нас есть отличные, правильные скрипты, где все написано: что этот инструмент — не депозит, что доходность по нему не гарантирована. Это эксцесс исполнителя». Но, понимаете, когда «эксцесс исполнителя» имеет массовый характер, это означает, что исполнитель смотрит не в скрипт, а в свой план, и в этом плане у него зафиксированы определенные ожидания по продажам. Изменить эту систему, влияя только на продавцов, совершенно точно невозможно.

Мы будем стремиться к тому, чтобы система корпоративного управления учитывала сквозные требования к качеству продаж. Чтобы не только фронтмены, но и руководство (включая правление, включая совет директоров) по результатам своего вознаграждения



чувствовало наличие некачественных продаж.

Наверное, я бы на этом остановился. Готов ответить на вопросы в ходе дискуссии, но в целом постарался позицию регулятора описать. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Логика понятна: чрезвычайные меры, которые Центральному банку пришлось принимать в отношении структурных продуктов, были связаны с тем, что у Центрального банка не было иных полномочий для того, чтобы ограничить случаи мисселинга. Кстати, скажу, мы никогда не отрицали существование мисселинга. Мы спорим не о том, есть ли мисселинг или нет, а о том, какой

инструментарий для борьбы с ним наиболее уместен. И я согласен, что в тот момент, когда Центральный банк встал перед необходимостью принятия решения, он столкнулся с мисселингом.

Я тем не менее не соглашусь с тем, что у него не было достаточных полномочий. Мне кажется, что те рекомендации, которые Центральный банк адресовал всей индустрии (как добросовестным ее участникам, так и недобросовестным), он мог адресовать адресно конкретным нарушителям. И он настоял бы на выполнении этих рекомендаций точно так же, как он сумел настоять на их выполнении всей индустрией профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Мне кажется, что это было бы наиболее правильным путем.

Но что я хотел бы уточнить. Сегодня состоялось заседание комитета по финансовому рынку, одобряющее ко второму чтению поправки в закон о рынке ценных бумаг, ограничивающие доступ неквалифицированных инвесторов к структурным продуктам и наделяющие Центральный банк теми необходимыми полномочиями, о которых говорилось.

Во-первых, я хотел бы сказать о том, что мы нашли компромисс в определении круга тех относительно простых структурных продуктов, которые могут быть доступны неквалифицированным

инвесторам до 1 апреля 2022 года. Но правильно ли я понимаю, что закон говорит о том, что как только начнется тестирование, то компании, которые смогут его организовать, смогут также обеспечить предложение этих простых структурных продуктов неквалифицированным инвесторам? И таким образом, это будет не с 1 октября, а за некоторое время до того?

Михаил Мамута. Закон принимается в такой редакции, которая позволяет с момента: а) появления базового стандарта, б) тестов, связанных с этим базовым стандартом, и в) внедрения этих тестов — начать продажу простых структурных продуктов. Я сознательно сейчас не говорю, что это будет весна, или лето, или осень, — чтобы не создавать ощущения, что определена уже какая-то дата. Это произойдет в момент, когда появится соответствующее право. Естественно, нужно, чтобы закон был принят и подписан президентом, но в целом конфигурация заложена именно такая.

Но, коллеги, я еще раз хочу, пользуясь случаем, сказать, что тесты должны быть очень качественными и они не должны превращаться в некоторую фикцию. Поэтому, например, на тест по простым инвестбондам регулятору надо еще отдельно посмотреть. В проекте стандарта, который разработан, его нет. Поэтому нужно этот тест создать и обсудить его. Я думаю, что мы сделаем это в ближайшее время. Никаких стоп-факторов с нашей стороны здесь нет. Так что давай будем исходить из этого подхода.

Алексей Тимофеев. Я абсолютно согласен. Мы поспешим. Думаю, недели будет достаточно для того, чтобы НАУФОР такой тест спроектировала и показала регулятору. Надеюсь, что и вы тоже поспешите. В конце концов, 1 октября не так далеко, надо дать индустрии время для того, чтобы подготовиться.

Кстати, что касается международного опыта. Я внимательно изучил аргументацию Банка России и помню, что те меры, о которых ты говоришь, применялись в отношении CFD и бинарных опционов. Никто из участников нашей конференции, я думаю, не стал бы протестовать по поводу того, чтобы такого рода меры были приняты в отношении бинарных опционов и, может быть, CFD.

Михаил Мамута. Они применялись к CFD и бинарным опционам, потому что мисселинг, связанный с продажей именно этих продуктов, получил в некоторых странах Европы наибольшее развитие. У нас, к счастью, рынок CFD и рынок бинарных опционов не получили такого распространения, этому остается только радоваться. Ровно как остается лишь радоваться тому, что в России не успел получить распространения рынок настоящих структурных облигаций с негарантированным телом и возможностью их предложения неквалифицированным инвесторам. Потому что в некоторых странах Южной Азии, в частности в Южной Корее, люди потеряли в основном не на бинарных опционах, а на структурных продуктах с барьерными условиями, опционами и автоколлами, которые в момент, когда из-за пандемии стали обваливаться рынки, стали закрываться. Там диапазон потерь от 30% до 70% от номинала. И пострадали в основном пенсионеры.

Хорошо, что у нас этого нет. Но даже те инструменты, которые обращаются на российском рынке сейчас, уже дают достаточно оснований для того, чтобы не совершать более серьезных ошибок, а поправить ситуацию.

Алексей Тимофеев. Спасибо большое. Теперь, я думаю, правильно дать слово участникам конференции, представляющим рынок. Владимир Яровой, могу ли я рассчитывать на твое выступление? Достаточно ли компромиссным для

Сбера является круг облигаций со структурным доходом, о которых нам удалось договориться?

Владимир Яровой. Да, спасибо. Многое было сказано Иваном и Михаилом, постараюсь не повторяться. Могу сказать, что Сбербанк с самого начала в своих продажах внедрял практики, исключая миссейл. Потому что миссейл ведет к потере лояльности клиента, а для любой крупной организации это всегда большое зло.

Тем не менее миссейл есть, от него никуда не деться, он есть и будет. Вопрос в его масштабах. Борются, когда миссейл достигает катастрофических масштабов, — это правильная история. Но когда мы шли по новому регулированию, то часто не понимали, о каких все-таки масштабах миссейла мы разговариваем. То ли это единичный эксцесс, конкретный выброс в одном месте, то ли это проблема индустриального масштаба и нужно принимать жесткие меры.

При регулировании важно смотреть на то, чтобы не создавать регуляторный арбитраж, потому что индустрия гибкая, всегда бежит чуть с опережением. Я понимаю тезис о том, что и регулятору тоже желательно предугадывать возникновение проблемы и заранее начинать вводить нормы, которые этой проблемы помогут избежать. Надеюсь, что широкая дискуссия с индустрией поможет избежать регуляторных перегибов в части брокериджа. Просто часто складывается впечатление, что в любой проблеме первое, что регулируется — это брокеры. Наверное, брокерская деятельность не покрывает всю совокупность финансового рынка.

Арбитраж присутствует не только в индустрии инвестиций. На наш взгляд, некоторый смысловой арбитраж имеется во всем финансовом секторе. Когда мы говорим о финансовом (или иму-

шественном) цензе для квалификации, то оперируем различными цифрами. Например, 1 млн 400 рублей — это бенчмарк для банковских вкладов. И мы, и регулятор считаем, что человек, который обладает суммой свыше 1 млн 400 тысяч рублей, в состоянии оценить кредитный риск и принять этот риск осознанно. В части инвестиций мы ставим планку в разы больше и чаще всего обсуждаем, как ее поднять, а не снизить. Возникает вопрос, почему же мы используем разные бенчмарки для оценки вроде бы одного и того же понимания клиентом риска по вложениям своих денежных средств? Здесь хотелось бы дискуссии и прихода к общему знаменателю.

Еще хотел бы отметить, что промоутирование финграмотности не должно уходить в пропагандирование некоторого финансового инфантилизма, когда мы разворачиваем модель таким образом, что люди перестают в принципе задумываться над тем, какой риск они принимают. Для индустрии это будет, скорее, негативом, и на каком-то этапе может помешать развивать рынок.

Диалог и компромисс помогают найти полезные решения, которые будут помогать индустрии долгосрочно развиваться и не сдерживать, скажем, предложения клиентам.

Ведь в чем проблема российского рынка? Это ограниченное наличие инструментов для инвестирования, а ведь у клиентов разные потребности. Структурные облигации или инвестиционные облигации — это коробочные продукты, которые позволяют массовому инвестору заходить в рынок в достаточно комфортном режиме. Эволюционно рынок развивается от консервативных инструментов к более интересным и более продвинутым. Сначала, пока были высокие ставки, это были срочные депозиты. Когда ставки по депозитам психологически

стали не удовлетворять клиентов, начался массовый бум на фондовом рынке. Раньше фондовая индустрия всячески гонялась за клиентами, а тут клиент сам пошел на рынок, и у него есть запрос, как получить более высокую доходность.

Если инструментария не хватает, многие клиенты начинают скатываться в классическую историю: дайте акции «Тесла» на все деньги. Тут очень важно, чтобы на рынке были инструменты, которые помогают переходить из одного эволюционного состояния в другое.

В массовом порядке обучить всех инвестировать правильно мы не сможем. Структурный продукт — инструмент, который позволяет клиенту на начальном этапе войти в рынок, получить опыт работы и при этом не потерять деньги при коррекции рынка. Потому что коррекция обычно случается в самый неподходящий момент. Вот, наверное, такая мысль.

Алексей Тимофеев. Володя, спасибо большое. Мне показалась очень важной мысль про снижение критерия для квалифицированных инвесторов, и логика мне, например, понятна. Мы пока пошли по пути ограничения круга инструментов, доступных неквалифицированным инвесторам. Если мы идем по пути ограничения, то должны подумать о том, где именно должна проходить граница между инвесторами неквалифицированными и квалифицированными. Не проходит ли она слишком высоко. Володя говорил о том, что не так много на нашем рынке инструментов, из которых можно было бы сформировать дельный портфель для неквалифицированных инвесторов. Нужно, наверное, подумать о том, чтобы планка для квалифицированных инвесторов стояла ниже. Наверное, она должна находиться на уровне планки вкладчи-

ков банков имеющих право на защиту своих вкладов на уровне 1 млн 400 тысяч рублей, а не 6 млн рублей, как сейчас. Это логично.

Михаил Мамута. Можно я уточню один момент? Извини, ради бога, что перебил. Ты мне позволишь примерно в 12.45 прокомментировать то, что к этому моменту будет сказано? Может быть, я лучше один раз это сделаю, чем после каждого выступления?

Алексей Тимофеев. Да, давай ровно так и сделаем, я постараюсь проследить за этим.

Второе. Круг структурных продуктов, которые мы согласились сделать доступным для неквалифицированных инвесторов при условии тестирования до 1 апреля 2022 года, — он, конечно, достаточно узок. И мы хотели бы, чтобы в дальнейшем был возможным допуск неквалифицированных инвесторов к более широкому кругу структурных продуктов. Не только к секьюритизированным облигациям, не только к инвестиционным облигациям, но и к внебиржевым деривативам, если они соответствуют определенным признакам (давайте обсудим, каким именно признакам).

Кроме того, конечно же, не только к структурным продуктам с полной защитой капитала. Нужно подумать о том, какие структурные продукты с неполной защитой капитала могли бы быть доступны для неквалифицированных инвесторов к моменту начала дискуссии о миссинге. Среди наших участников есть те, для кого тема структурных продуктов не так болезненна, как для других. Например, и компания «Альфа-Капитал» не так вовлечена в рынок структурных продуктов, и Владислав Кочетков от лица компании «Финам» спорит об этом.

Илья Васильев будет следующим выступающим. Илья, я хотел бы твоего мнения по поводу регулятивных ре-



шений, каких-то общих подходов. Что ты считаешь правильным, как следует регулировать рынок, доступ неквалифицированных, квалифицированных инвесторов к финансовым инструментам? **Илья Васильев.** Добрый день, коллеги! Алексей, спасибо. Действительно, у нас нет жесткой оппозиции законопроекту об ограничениях по структурным продуктам. Я считаю, что защищать неквалифицированных инвесторов от продажи сложных продуктов — это правильно. Долго не хочу это обсуждать, потому что это не в фокусе нашего внимания. У нас есть линейка структурных продуктов, мы ее предлагаем исключительно квалифицированным

инвесторам и планируем так и продолжать работать.

Я хотел бы остановиться на том, что достаточно хорошо объяснил Владимир. Есть опасения, что когда вводится регулирование, то можно создать паче чаяния «серый» рынок, на который получают приглашение те неквалифицированные инвесторы, которых мы ограждаем в регулируемой зоне. Другие сегменты финансового рынка знали такие истории. Рынок микрофинансирования, например, проходил такой этап, и это было большой проблемой.

Мы очень поддерживаем тему правильной квалификации инвесторов.

Но главное — не перегибать палку и все-таки сохранить интерес инвесторов инвестировать, повышая свою квалификацию, не создавая барьеров и не создавая «серых» зон, с которыми потом придется бороться.

Кратко по поводу систем мотивации. Мне кажется, тема актуальная, интересная и очень сложная. Мы в рознице «Альфы» провели много времени, экспериментируя с разными системами мотивации. Например, четыре года назад мы по собственной инициативе убрали из основной системы мотивации всех менеджеров премиальный комиссионный доход за инвестиционные продукты (он остается как допол-

нительный элемент). Но коммерческая мотивация у сейлзов должна быть. Другое дело, что она должна быть направлена на долгосрочные вещи: например, на то, чтобы клиент оставался с банком дольше. Через это убирается большинство моральных дилемм на тему продажи самого доходного продукта при первой попавшейся возможности.

Тема сложная, непростая, и я бы хотел пригласить участников рынка в эту дискуссию. Наш опыт говорит о том, что система мотивации — это вещь, над которой надо много думать, потом аккуратно внедрять. Менять ее часто нельзя, поэтому тут короткие итерации не пройдут, нужно сначала хорошо подумать. На этом я бы хотел остановиться.

Алексей Тимофеев. Илья, спасибо большое. Я тоже не хочу быть главным защитником рынка структурных продуктов, уступлю с удовольствием эту роль кому-нибудь другому. Владислав Кочетков, продолжишь своим выступлением?

Владислав Кочетков. Да. Я хотел бы сначала две короткие реплики. Первая по поводу поведенческой экономики. В принципе, в моем представлении она не предполагает репрессивных мер, потому что сейчас ситуация какая? В аптеке можно купить много аспирина, он может нанести ущерб. Поэтому давайте сделаем так, чтобы аптеки открывались не ниже седьмого этажа в здании без лифта, чтобы людям было сложнее купить аспирин и нанести им себе ущерб. Вот пока мы строим ограничения примерно такого же уровня, я не уверен в их рациональности.

Вторая реплика — по поводу контроля мотивации. Я понимаю, что это соответствует западной практике, но там она откуда возникла? В 2008 году регуляторы активно спасали банки и заливали их деньгами. Соответственно, регуляторы претендовали, что они же должны и определять, как этими день-

гами будут распоряжаться. Как результат, там есть определенный контроль мотивации. Но, например, «Финам» — частный банк. ЦБ нам никогда особо не помогал, а местами даже вредил. Почему тогда он должен определять мотивацию в частной компании, я, если честно, не очень понимаю. Ну, это реплики.

По сути. Есть ощущение, что в целом по значимым направлениям диалог с ЦБ, в общем-то, закончен. Где-то компромиссы были достигнуты, где-то ЦБ настоял на своем. По сути, закон будет принят, и наша задача — его выполнять. Максимум, что сейчас можно сделать, это попытаться не дать ЦБ максимально усложнить тесты, к чему, судя по комментариям, он стремится. В тестах было семь вопросов, стало 11, а теперь нужно уже 15. А где 15, там и 25 — это та сама аптека на седьмом этаже без лифта, которая может возникнуть.

Безусловно, очень интересная идея от коллеги из Сбербанка насчет понижения планки до уровня в 1 млн 400 рублей. Это все-таки некое выравнивание условий между брокерским и банковским бизнесом. С учетом того, что ограничения введены, на мой взгляд, они должны компенсироваться некими вещами, направленными на развитие. Российский инвестор живет в условиях, когда у него не так много инструментов, а из-за ограничений их становится все меньше и меньше.

Но это частные замечания. Я бы теперь хотел обозначить темы, по которым стоит в будущем вести активный диалог с ЦБ. Тем более что ЦБ, насколько я понимаю по последним выступлениям, тоже готов по ним двигаться.

Есть тема цифровых финансовых активов. В России пока это нерабочий инструмент, но потенциально хорошее расширение инструментария для инвесторов, безусловно, с этой темой нужно работать.

Есть большая проблема, Владимир о ней сказал, — не хватает бумаг на российском рынке для того, чтобы инвестор смог создать диверсифицированный портфель, и не хватает инвестиционных идей. Поэтому, конечно, тема развития IPO, в том числе проведение приватизации через IPO — это интересные направления. И если уж ЦБ собирается регулировать мотивацию, то, возможно, он обратит внимание на то, что в происходящих IPO аллокация на розницу очень невелика. Может быть, в интересных IPO приоритет при распределении должен быть на розницу, а не на крупнейших клиентов, например. ЦБ может обратиться на это внимание и ввести КРП для банков-организаторов. Поддержка IPO (приватизация, возможно, налоговые стимулы для компаний, которые выходят на IPO) была бы крайне актуальной для развития России как финансового центра, где инвестору есть что купить. Потому что часто слышу от клиентов такое: смотрю на список российских бумаг и понимаю, что купить уже нечего, а новых бумаг не появляется. Ситуация чуть улучшается, но не радикально.

Если говорить о других направлениях, то инвесторам, конечно, нужны дробные акции, инвесторам нужны иностранные ETF, — это диверсификация и снижение рисков. Нужно улучшать качество российских БПИФов. Конечно, нужно запускать ИИС-3 и при этом сохранить ИИС-1.

Актуальное направление, о котором тоже говорилось — финансовые советники. Я напомним, что регулятор в рамках нового регулирования сам урезал их возможности — в плане присвоения квалификации, прохождения тестов и прочего инвестсоветник играет нулевую роль. Может быть, все-таки стоит вернуться к вопросу о том, что если инвестсоветник дает рекомендацию, то тестирование обязательно. Мы говорим об этом уже

несколько лет, но ЦБ это предложение игнорировал, аргументируя тем, что непонятно, как эти советники будут развиваться. Так если их не поддерживать, то они и не будут развиваться. Сейчас на рынке работает пара десятков легальных советников и под тысячу нелегальных, которые легализовываться не хотят, потому что легализация им ничего не дает. Это важное направление, на которое хотелось бы тоже обратить внимание ЦБ.

Не уверен, что структурные продукты — это полезно, но тем не менее для нормального развития рынка нужно чуть-чуть меньше регулирования. Регулятор должен понимать, что своими действиями он зачастую повышает затраты частных инвесторов, повышает для них порог доступа на рынок. А это далеко не всегда хорошо, и местами попытки регулирования выглядят чрезмерными. Поэтому все-таки — меньше регулирования и больше внимания к генерации новых возможностей для инвесторов, в том числе ритейловых, на российском рынке. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Горячо поддержку соображение Владислава по поводу дефицита инструментов на финансовом рынке. Кстати говоря, наши исследования (и мы видим, что Центральный банк пришел к похожим выводам) говорят о том, что деньги на фондовый рынок лишь отчасти поступили со вкладов. По существу, мы видим незначительное (не соответствующее сумме средств, поступивших на фондовый рынок) уменьшение базы вкладов. И видим, что инвестиции на фондовом рынке, по существу, были привлечены в значительной степени рынком иностранных, например, инструментов. Это интересный вывод для нашей дискуссии про то, что нельзя людям предложить или навязать то, что им не нужно.

До тех пор, пока не было рынка иностранных инструментов, люди не инвестировали на фондовом рынке вообще. И даже российским банкам доверяли не то чтобы сильно. А как только появились инструменты, которые им были интересны, они проголосовали за этот рынок, вышли на него. Таким образом, рынок выполнил, между прочим, одну из важнейших своих функций — привлечение средств в инвестиционный процесс.

Это про то, что возможность навязывать инструмент весьма ограничена на самом деле. Нормальные средства борьбы надзорного характера вполне справляются с впариванием негодных финансовых инструментов.

Надеюсь, регулятор уже простился со стереотипом о том, что индустрия заинтересована в уничтожении своих клиентов. Я был бы признателен своим коллегам, если бы они порассуждали на тот счет. Мне кажется, что индустрия чем дальше, тем больше учится работать со своими клиентами на долгосрочной основе, что она чем дальше, тем больше заинтересована в долгосрочных отношениях с каждым клиентом. И это очень здорово исправляет ситуацию в плане продуктов и сервисов, которые этим клиентам предлагаются.

На российском фондовом рынке не существует больше (да и не было в целом) истории о том, что, дескать, девять месяцев, и клиент стораит. Сегодня мы видим, что и сроки существования счетов, и отношения между брокерами и клиентами принципиально меняются, теперь это отношения долгосрочного характера.

Дмитрий Панченко, могу я попросить тебя выступить следующим? Буду признателен за твои комментарии.

Дмитрий Панченко. Всем добрый день! Спасибо за приглашение. Рад был услышать от Михаила Мамуты

слова о том, что наша общая задача — развивать рынок. Впервые не было высказано опасений насчет того, что поскольку на рынок пришли миллионы инвесторов, — значит, надо их защищать, надо ограничить брокеров. До сих пор всех пугает цифра 11 млн клиентов. Хотя по факту реальных людей, которые имеют активы, иногда совершают сделки, — существенно меньше. Я лично оцениваю, что на нашем рынке присутствует около 4,5 млн инвесторов, и коллеги меня поддержат. Периодически называются цифры облачных объемов активов, которые сейчас вложены на фондовом рынке, называют цифры в 13–15 трлн рублей, и этим тоже, наверное, пытаются кого-то впечатлить. По факту в этой цифре присутствуют активы ЗПИФов, активы юрлиц, двух-трех российских олигархов, а в итоге происходит искажение информации.

То есть, наверное, и регулятору, и отчасти нам не хватает обобщенной информации, описывающей, что же реально происходит на рынке. Если все-таки очистить цифры от шума и посмотреть на реальность, то мы находимся в самом начале пути. Мировой индустрии 200 с лишним лет, а в России, будем честны, инвестициям как массовому явлению — пять лет. Мы находимся в стадии зарождения индустрии, в стадии накопления информации про эту индустрию.

Прекрасно понимаю беспокойство регулятора: несколько лет назад индустрии еще не существовало, регулировать особо нечего было, все было, как на ладони. А сейчас одним запросом уже не решишь вопрос по конкретному клиенту, требуется работа с данными, работа с информацией. Я хотел бы сейчас отметить, что на самом деле все гораздо сложнее. Неправильно упрощать модели, неправильно обобщать поведение клиентов и считать, что все они



ведут себя нерационально, или все ведут себя, наоборот, рационально. Все гораздо сложнее.

Существуют несколько клиентских сегментов, пять-семь, в каждом из них реализуется принципиально разное поведение. Нет такого, чтобы все клиенты сразу сделали нечто одинаковое, чтобы у них было единое поведение. Здесь обязательно нужен поколенческий анализ.

Алексей совершенно прав: на рынке сейчас остались только те организации, которые мыслят долгосрочно, которые создают вокруг себя какую-то ценность. Мы являемся публичной компанией, наши планы направлены на то,

чтобы клиенты оставались с нами как можно дольше. Какие там девять месяцев? Сейчас срок планирования измеряется годами. Мы метим, в целом, на пять-шесть лет: потому, что в соответствии с жизненным циклом у человека существует задача купить квартиру, купить машину, то, ради чего люди инвестируют. Это единственная причина для того, чтобы клиент закрывал брокерский счет или резко сокращал активы на счете.

Если переходить к тому, что мы наблюдали последние года полтора в плане регулирования, то многое выглядело довольно странно. Была выявлена сотня (или две сотни) кейсов мисселинга,

был экстраполированно сделан вывод, что так себя ведут все без исключения участники, что на фоне двух-трех миллионов клиентов это представляет реальную угрозу. Были инициированы довольно сложные обсуждения с рынком, которые забрали очень много энергии и проходили в формате торга. В результате на сегодняшний день мы все чуть больше узнали о рынке и пришли к какому-то балансу. Перспектива развития структурных продуктов, например, нас как компанию затрагивает в меньшей степени, но мы заинтересованы в развитии всей линейки продуктов, которые есть в мире. Нас интересуют структурные продукты для квалифици-

рованных инвесторов, потому что это хороший инструмент. Он есть в Азии, он есть в Европе, он есть в Штатах, и его надо предлагать российским клиентам. Если рынок вырастет — клиент на структурном продукте заработает, если рынок не вырастет — клиента подстраховали. Чем это сложный, чем это плохой инструмент?

Нас в целом интересуют простейшие инвестиционные продукты, потому что они действительно способны оградить неопытного инвестора от рисков.

Вообще, судьба сыграла с нами злую шутку. Мы примерно в 15-х числах ноября запустили тестовые структурные облигации с гарантией дохода, а буквально через месяц получили предписание срочно все сворачивать. Вряд ли стоило из-за сотни-другой кейсов по миссией откладывать запуск хороших инструментов, в которые мы заложили минимальную маржинальность, чтобы в формате тестирования посмотреть на спрос. Это к вопросу о том, есть ли у регулятора все-таки инструменты борьбы с конкретным кейсом? Кажется, что в целом есть.

Поэтому важно сейчас обсуждать уже не прошлое, там получен хороший результат, за это я благодарен и НАУФОР, и регулятору, и участникам рынка. Мы нашли хорошие компромиссы, с этим можно жить дальше. Но совершенно очевидно, что буквально на следующий день появятся новые вызовы, с которыми еще никто не встречался. И, вероятно, возникнут новые дискуссии. Хотелось бы, чтобы они проходили по более прозрачным правилам, чтобы мы всегда смотрели на целеполагание, чтобы делили клиентов на кластеры и сегменты, не пытались равнять всех под одну гребенку. И чтобы удалось избежать крайностей с тотальным запретом. Вот такое пожелание на будущее.

Меня крайне пугают дискуссии, использующие термин «миспрайсинг». Я читал Канемана, но в целом воспитан на классической экономической школе. В ВШЭ меня учили, что в ситуации совершенной рыночной конкуренции «миспрайсинг» невозможен. Надо развивать нормальную конкуренцию, надо давать прозрачное ценообразование, и тогда никакого миспрайсинга не будет. Никто же не приходит в салоны продаж автомобилей и не обвиняет их в миспрайсинге.

Сейчас мы видим на рынке брокерских услуг хорошую конкуренцию: тарифы невысокие, все прозрачно и понятно. Наверное, на рынке структурных продуктов будет то же самое.

Ну, и поддержку коллег: запрос на новые продукты существует. Так или иначе, но есть запрос на криптоактивы. Давайте с чего-то начинать: попробуем давать на него доступ квалифицированным инвесторам, обозначать правила игры. Но отрицать, что такой запрос существует, по меньшей мере странно. В ситуации отрицания этот рынок просто не будет регулироваться вообще никак. Давайте попробуем сделать так, чтобы вход и выход из криптоактивов происходил через брокерские компании на территории России.

Также давайте попробуем двигаться в сторону международного финансового центра. Есть запрос от граждан СНГ на обслуживание в российских брокерских компаниях. Надо идти в сторону дистанционного онбординга этих клиентов в РФ, запускать новые инструменты. Мне кажется, мы с этими дискуссиями еще придем и к регулятору, и к НАУФОР. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Дмитрий, спасибо. Да, опять возникает тема дефицита инструментов, роли структурных продуктов в ряду прочих финансовых инструментов и роли индустрии

как финансового инженера. Все это должно быть признано, если признано существование самого фондового рынка.

Что касается миспрайсинга, то поддержку Дмитрия. Я бы согласился с термином «миспрайсинг», если речь идет о виде мисселинга: когда гражданам дается недостаточно информации или дается информация, которая не позволяет судить о перспективах получения дохода. Но если речь идет об оценке финансового инструмента с точки зрения справедливости ценообразования, то, конечно, это вопрос рынка. Цена не может быть вопросом методик каких-либо организаций, пусть даже очень уважаемых. Если в вопросе ценообразования мы будем полагаться на методику каких-то организаций, а не на конкуренцию, действующую на финансовом рынке, то это катастрофа.

Я бы хотел, чтобы следующим выступающим был Эдвард Голосов. Эдвард, прошу тебя.

Эдвард Голосов. Спасибо, Алексей.

Тема нашей конференции сегодня — защита инвесторов. Я выделил пять рисков, которые есть у инвесторов и о которых имеет смысл говорить — это 1) рыночный риск, 2) риск провайдера продукта (например, это может быть брокер или, при покупке структурного продукта, эмитент), 3) риск мисселинга, 4) риск миспрайсинга (мы сейчас коллективно пытаемся понять, что это такое и что с этим делать), и, наверное, 5) регуляторный риск тоже (многие неквалифицированные инвесторы с определенными структурными продуктами сейчас работать не могут).

Мы, конечно, надеемся, что «дедушкина оговорка», которая предусмотрена в законопроекте, действительно будет реальной. Что она не будет выхолощена и позволит тем инвесторам, которые по формальным причинам

не могут стать квалифицированными инвесторами, но, может быть, не один год работали с этими инструментами, и дальше с ними работать. Что, если человек, условно говоря, до 1 января 2020 года работал со структурными продуктами без 100% защиты, то ему позволят это дальше делать.

Так вот первая вещь — рыночный риск. Михаил совершенно правильно сказал про поведенческую экономику, про отсутствие рациональности у инвесторов. Я бы сказал, что структурные продукты как раз и нужны потому, что наши инвесторы не полностью рациональны. Если посмотреть на соотношение риск-доход в зависимости от срока инвестирования, то доход растет линейно, а риск растет, извините за математическую формулу, пропорционально квадратному корню из времени, то есть он растет медленнее. Поэтому на длительных горизонтах инвестирования доход преобладает над риском.

Человеку, который инвестирует рационально и на периоде 10–15–20 лет, структурные продукты не нужны. Теория инвестирования советует: «Не бери отдельные акции, бери рынок и просто его держи». В связи с жизненным циклом, может быть, надо немножко уменьшать в портфеле объем рынка акций по мере приближения к пенсионному возрасту. И все.

А когда на рынок приходят новые инвесторы, они думают: «Я попробую». А что значит попробовать? Это значит: инвестировать на короткий срок. Так вот, когда человек инвестирует на короткий срок, риск как раз преобладает над доходом. Если говорить утрированно: когда инвестиции делаются на один день, то равно вероятно движение рынка и вверх, и вниз. В этой ситуации ожидаемый доход равен нулю, а вот риск совершенно не нулевой, ведь даже диверсифицирован-

ные рынки ходят на 1–2% вниз легко. Поэтому как раз начинающему инвестору структурные продукты подходят, они позволяют через этот комфортный продукт понять, как же все-таки рынок работает.

Я понимаю, что как компромисс сейчас решили делать простые продукты с полной защитой. Но давайте подумаем сразу на шаг вперед. Потому что Алексей правильно сказал: надо думать сразу про разные уровни защиты. Потому что среди инвесторов есть много инвесторов неквалифицированных, у которых действительно довольно высокий риск-профиль, они готовы рисковать, они хотят доходности. Риск-профиль — это не банковское понятие, это понятие из экономической книжки, это, если хотите, медицинский факт. Есть люди с более высоким порогом риска, с более высокими запросами на доходы — это тоже факт. Они очень быстро разочаруются. Им нужны инструменты, которые позволяют больше заработать. Такие инструменты можно делать только, если защита не 100%, а 90-процентная, 80-процентная. Поэтому я поддерживаю то, что сказал Алексей.

Мы в компании «БКС» в результате большой работы прописали критерии, по которым можно делать полноценные структурные продукты для неквалифицированных инвесторов. Я показывал статистику по нашим незащищенным инструментам, она есть в публичном доступе, все инструменты торгуются на «Московской Бирже». Там люди зарабатывают гораздо больше именно потому, что покупают менее защищенные инструменты. Нам нужно с самого начала подумать, как предлагать такие инструменты инвесторам.

И я все-таки присоединюсь к Алексею — это должны быть именно CFD и бинарные опционы. А что

касается южнокорейского опыта, там проблема была в том, что людям продавали структурные продукты с плечом. И там были маржин-коллы, не автоколлы (автоколл — это, в принципе, положительное событие для инвестора), а именно маржин-коллы. Но никто из участников российского рынка не предлагает продавать неквалифицированным инвесторам структурные продукты с плечом — это, конечно, за гранью.

Что касается оставшихся рисков. Риск мисселинга: мне кажется, тут есть консенсус, что бороться с ним можно через раскрытие информации. Мы считаем, что лучшие практики, например, как в MiFID, — это правильный подход. Нужно раскрывать, во-первых, сценарный анализ: чтобы у инвестора было четкое понимание, что возможны разные сценарии. А не так, что реален лишь один из сценариев, что лишь он правильный, а если случился другой сценарий, то это значит, что инвестора обманули. Все сценарии одинаково вероятны, и надо это правильно показывать. Далее, надо раскрывать все косты, все расходы. Показывать, сколько расходов зашивается в продукт. Суммарный риск-индикатор — тоже правильный подход для того, чтобы у человека было понимание, с каким примерно риском он имеет дело.

Что касается щекотливой темой миспрайсинга, то она щекотливая почему? Потому что в любой, мне кажется, области экономики, когда начинают говорить про регулирование цен и контроль, то очевидно, чем это чревато. Я в этом смысле присоединюсь к Дмитрию. Он привел пример автосалона, я приведу немножко более близкий к нам пример депозитов. Ведь никто же не бежит сейчас за банкирами с вопросами, на каком уровне они устанавливают доходность депозита, сколько маржи

туда зашивают? Банк может установить по депозиту не очень высокую ставку. Понятно, что слишком высокие ставки — это плохо, их контролируют. Но если банкир поставил не очень высокую ставку и зашил туда побольше маржи, то никто не смотрит: какая процентная маржа, в какие кредиты он вкладывает, сколько себе оставляет. Потому что все понимают, что вкладчик просто не пойдет в продукт, если ему такая ставка неинтересна.

Наша задача — сделать такой рынок, чтобы человек мог сравнивать разные инструменты и делать правильный выбор. Тогда никакой проблемы с миспрайсингом не будет. Наверное, это основные темы, о которых я хотел сказать. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Эдвард, спасибо большое. Я предложу Михаилу высказаться и, может быть, отреагировать на комментарии, которые сегодня прозвучали. Я рад тому, что обсуждение носит общий характер, что мы поднялись над конкретными темами. Если мы обсуждаем структурные продукты, то обсуждаем это просто как конкретный кейс, который требует определенной рефлексии. Видит ли регулятор, что индустрия реально является добросовестной и стремится к удовлетворению и обеспечению интересов инвесторов в не меньшей степени, чем сам регулятор? Михаил, прошу.

Михаил Мамута. Коллеги, во-первых, спасибо большое. Было очень интересно вас послушать. Многие аргументы регулятору понятны, они звучат не первый раз. Но в целом, мне кажется, в результате переговорного процесса, которым мы совместно с вами последние несколько месяцев занимались, удастся не только сблизить позиции, но и договориться об определенной модели подхода к дальнейшему развитию — и рынка, и инструментов, и

защиты инвестора как важной части этой работы.

В чем у нас по-прежнему имеются расхождения? Сразу скажу, что расхождения — это нормально. Рынок и регулятор смотрят и на инвестора, и вообще на происходящее с разных сторон. Нельзя ожидать, что при таких разных углах зрения мнения у нас будут всегда совпадать. Это было бы даже странно. Но для этого и нужен регулятор, коллеги. Потому что если бы рынок мог самостоятельно определять все направления своего развития и обеспечивать добросовестное поведение (именно на последнем хочу сконцентрировать внимание), то регулятор был бы, наверное, не нужен в принципе. Но мы знаем, что практика отличается от идеалистических представлений, и в силу очень многих причин концепция добросовестного поведения время от времени подвергается различным испытаниям. Роль регулятора заключается, в первую очередь, в том, чтобы обеспечивать добросовестное соблюдение правил игры абсолютно всеми участниками рынка.

Мы знаем, что одна паршивая овца портит все стадо, эта поговорка не требует никаких пояснений. И важно, чтобы негативный репутационный эффект, который, к сожалению, присутствует, не имел массового и системного характера. Это тезис номер один.

Тезис номер два. Все, что регулятор делает, основано на фактах. Регулятор, тем более надзор, никогда не принимает решений, основанных на предположениях или на домыслах, мы всегда опираемся только на выявленные факты. Просил бы этот момент иметь в виду. Все, что мы выявляем — мисселинг, иные факты злоупотребления правами инвесторов — это все запротokolировано и мы можем подтвердить все слова, которые произносим.

И речь совсем не о сотнях случаев мисселинга на фоне 3 млн или 4 млн рыночных инвесторов. Мне тут послышалась попытка сказать нечто вроде: «Вы сравниваете несопоставимое. На огромном рынке произошли жалкие сотни случаев мисселинга. Неужели этого достаточно, чтобы применять жесткие меры?» Коллеги, нужно говорить по-другому. Регулятор в ходе мониторинга совершил только за последние месяцы 150 выходов, и в ходе этих 150 выходов мы выявили более 240 случаев мисселинга. То есть в каждом конкретном выходе было зафиксировано больше одного случая мисселинга. В среднем по рынку. А дальше начинается серьезная диверсификация этого результата.

Есть известные, крупные компании (в силу понятной позиции регулятора я не буду их называть ни сейчас, ни в целом), где мисселинга действительно мало. Мы им за это благодарны, всячески поддерживаем их внутреннее стремление с этим злом бороться. У этих компаний может складываться впечатление, что раз у них мисселинга нет, то, значит, его нет нигде. Но это не так. Потому что есть компании, в которых мисселинг носит массовый характер. Это не секрет. Мы сейчас проводим по итогам мониторинга надзорную коммуникацию с рынком. Просто, может быть, с кем-то ее еще не провели, но обещаю исправить этот недостаток в ближайшее время.

Причины мисселинга действительно могут быть различными. Но в любом случае, поскольку он достаточно массовый, то противодействовать этому явлению нужно системно. Здесь кроются очень большие риски. Облигация с переменным доходом и защищенным телом (при условии, что риск банкротства эмитента незначителен в период срока ее жизни), действительно является достаточно



неплохим стартом для неквалифицированного инвестора — если бы мисселинга не было. Но проблема мисселинга заключается ровно в том, что инвестор, приобретая облигацию, исходит из предположения, что это инструмент, аналогичный депозиту. Здесь кроется главное базовое заблуждение, из которого проистекают все последующие выводы, скажем так, нежелательные.

Поэтому, коллеги, давайте перестанем перекидывать этот мячик: массовое ли явление мисселинг или не массовое. Лучше сконцентрируемся совместно на противодействии ему с помощью правил продаж, с помощью раскрытия

информации и ответственности за выявляемые нарушения.

Еще на один момент хотел отреагировать. Коллеги, я услышал недоумение в отношении того, зачем вообще регулятор занимается корпоративным управлением, системами мотивации и так далее? Мне даже неловко об этом говорить, здесь, кажется, все знают, как устроены международные финансовые рынки. Ведь совершенствование и внедрение правил корпоративного управления — это чуть ли не одна из главных задач регулятора финансовых рынков. А эти правила, в том числе, учитывают качество взаимодействия с клиентом и ответственность

за несоблюдение требований к этому качеству. Это одна из главных задач регулятора.

Корпоративное управление на российском финансовом рынке сильно отстает по сравнению с корпоративным управлением на развитых финансовых рынках. В ближайшие годы это будет одной из магистральных тем нашего взаимодействия. Мы к этому призываем, считаем, что здесь большую роль могут сыграть СРО, регулятор не собирается все делать сам. Есть прекрасный инструментарий базовых стандартов, многое другое, нужно находить здесь разумный баланс. Но абсолютно точно этим нужно заниматься. Потому что

добросовестность рынка в значительной степени зависит от того, как сформулированы принципы корпоративного управления, и от этого же зависит защищенность инвестора. Это системный эффект.

Теперь про квалинвесторов. Я согласен, что система квалификации устарела морально, и материально, наверное, тоже. Мы договаривались (и я хочу эту договоренность подтвердить), что после того, как сейчас реализуем намеченные срочные шаги, мы к этой теме вернемся. Нужно еще раз посмотреть на механизм квалификации. Какие-то вещи в нем совсем просто и легко манипулируются. В общем, есть тема.

Аналогично я бы хотел ответить на реплику про брокеров: что регулятор концентрирует все внимание именно на них. Это так, но это происходит некоторым образом вынуждено. Потому что, когда подавляющее большинство средств физических лиц сконцентрировано именно на брокерских счетах, это неизбежно вызывает концентрацию внимания к сегменту.

Но системно, я полностью с вами согласен, нужно уделить внимание доверительному управлению и всему, что связано с управлением средствами клиентов. Регулятор готов этим заниматься, это записано в планах Банка России на ближайшую трехлетку, приглашаю профессиональное сообщество к совместной работе. Она, может быть, даже более важна системно для неквалинвесторов. Я недавно читал интересное американское исследование, там постулируется, что на длинных горизонтах (в книге проанализирован 30-летний горизонт: с середины, кажется, 80-х по 10-е годы) индексные стратегии «покупай рынок и держи» оказываются наиболее успешными для неквалинвесторов. В этом есть большой смысл, в России тоже нужно, наверное, начинающих неквалифици-

рованных инвесторов ориентировать в сторону пассивных стратегий инвестирования. По принципу — доверяй свои деньги профессионалам, которые несут за это ответственность, в том числе фидуциарную.

По поводу миспрайсинга. Справедливая конкуренция — очень правильный тезис. Однако, как мы знаем, конкуренция бывает справедливой в условиях справедливого понятного ценообразования и правил раскрытия информации о цене. Когда ценообразование запутано, непрозрачно, то это приводит к несправедливому ценообразованию и не может приводить к справедливой конкуренции. С тезисом про то, что конкуренция двигает рынки, я не спорю. Хотя формирование экосистем, мне кажется, чуть-чуть поменяет эту модель. Но это другая дискуссия, я сейчас не буду ее начинать. А вот то, что для справедливой конкуренции нужно понятное, прозрачное, справедливое ценообразование — это факт. Именно поэтому регулятор уделяет внимание теме миспрайсинга. Мы видим по конкретным кейсам, что есть случаи двойного и тройного включения одной и той же услуги в финальный продукт. Это неправильно, этому точно нужно уделять внимание.

В отношении новых видов инструментов. В российском законодательстве есть регулирование цифровых финансовых активов, оно описывает правила допуска неквалинвестора к этим инструментам. Я согласен, что людей не надо загонять в «серую зону», мы к этому совершенно и не стремимся. Больше того, мы считаем, что на идеальном рынке нет «серой зоны», потому что в ней нет потребности. Однако, если она есть, то с ней, безусловно, нужно бороться. Кто-то приводил пример с микрофинансированием. Но этот рынок стал более прозрачным именно

благодаря ужесточению требований к нелегальным кредиторам и одновременному созданию условий для работы легального рынка. Думаю, что этой же моделью нужно пользоваться и здесь: создавать стимулы для развития прозрачного рынка и бороться с рынком, который мы считаем нелегальным или неправильным.

По поводу инвестсоветников. Тоже согласен, что этой темой нужно заниматься дальше. Мы всегда были за развитие этого института, но инициатива всегда шла от рынка. И мы, Алексей, договаривались, что проведем отдельное совещание, посвященное инвестсоветникам. Давайте его проведем: подумаем, поговорим. Тема точно совершенно в фокусе внимания.

Коллеги, в завершение я хочу еще раз сказать, что, хотя регулятор и профсообщество и смотрят на проблемы с разных сторон (что вытекает из пред-установленных позиций), но тем не менее мы стремимся к одному и тому же. Уверен, что все компании, которые видят себя работающими на рынке на многие годы вперед, заинтересованы в лояльном и понимающем инвесторе. Идеология «раздеть и отпустить» нехарактерна для таких компаний. Важно, чтобы мы, исходя из этой предпосылки, стремились к тому, чтобы лояльность инвестора была осознанной. Именно поэтому нужно заниматься и инвестиционной грамотностью, и установлением правил игры, но находить при этом баланс.

Мне кажется, мы этот баланс в целом умеем находить: иногда проще, иногда чуть сложнее. Но самое главное, что мы друг друга слышим. Понимание, что мы делаем одно общее дело, должно привести нас к хорошим результатам.

Наверное, на этом хотел бы завершить. Спасибо, коллеги, за приглашение, за внимание. Продолжим в рамках

тематических дискуссий обсуждать все то, о чем мы говорили.

Алексей Тимофеев. Михаил, спасибо. Позиция понятна. Андрей, извини, что ты последний из выступающих. Но это, наверное, и преимущество, потому что ты можешь в какой-то степени подытожить дискуссию, а я с большим удовольствием тебе такую возможность предоставляю.

Андрей Салащенко. Спасибо большое за приглашение. Подытоживать не буду, обычно подытоживает все-таки регулятор.

Я внимательно все прослушал, согласен практически со всем, что сказали коллеги. Но меня удивляет дискуссия вокруг тестирования. Как известно, регулятор представил варианты тестов для розничных неквалифицированных инвесторов, которые те должны будут пройти, чтобы получить доступ к сложным инструментам. Я увидел на сайте Банка России, что в тестовом задании будет 11 вопросов. Однако не очень понимаю, почему мы спорим именно по поводу количества — четыре вопроса будет, или семь, или одиннадцать...

Мне кажется, дискуссия очень простая и она не про количество вопросов. Мы все согласны с тем, что клиенту нужно дать конкретную информацию. Так давайте дадим эту конкретную информацию, сначала определив, какая именно информация является базовой. Исходя из этого, по факту определится, в каком количестве вопросов она может быть сформулирована. Может быть, для разных групп должно быть разное количество вопросов, это тоже будет нормально. Мне очень, кстати, понравилась мысль Дмитрия Панченко, что инвестор разный, что есть разные кластеры инвесторов. Я полностью поддерживаю такой подход.

Еще одна тема, которую мы сегодня много раз обсуждали: тема простого и сложного (то есть плохого) продукта. В головах у многих сидит мысль, что есть сложные/плохие продукты. Мне кажется, это заблуждение. Сложные структурные продукты не являются плохими, просто нужно о них рассказывать. И это дискуссионный вопрос, что лучше купить — акции или инструмент, в котором вероятность получить доход меньше, но при этом инвестор будет застрахован. Это каждый выберет сам.

Не знаю, имеют ли право на существование фраза «классификация продукта». Но хотя бы понимание того, что сложность продукта должна приводить к тому, что о нем нужно рассказывать, и при этом сам продукт не становится плохим — это, мне кажется, важная история.

Еще одна-две маленькие реплики.

Я предлагаю еще раз поднять вопрос (в Минфине уже предложил его поднять) относительно закона о блокировках. Мы все знаем, что существуют различные сомнительные продавцы, учебные центры, которые продают непонятно что. Я бы хотел, чтобы Банк России имел возможность их блокировать. Для меня такие сайты столь же опасны, как нелегальные казино, как сайты, распространяющие суицидальные истории. Я хочу, чтобы у регулятора было право их блокировать. Мы говорим об этом три года, четыре года. Но возможности блокировки нет. Я знаю, что Банк России пытается получить ее. Но, если проблема не в Банке России, давайте попробуем поговорить на эту тему с другими органами власти.

Последнее. Полностью подписываюсь под тем, что советник может и должен компенсировать незнание клиента своими собственными знаниями. Это нормально.

Спасибо огромное.

Алексей Тимофеев. Андрей, спасибо.

Уважаемые коллеги, я благодарю вас за участие, а наших зрителей за их внимание. Мне, честно говоря, показалось, что нам удалось обсудить не мелочи, а общие регулятивные подходы и отношение к потребителям финансовых услуг. И мне кажется, это интересно. Спасибо вам большое. ■

Пробное тестирование

Студенты Чувашии, изучающие экономику, попробовали себя в роли неквалифицированных инвесторов фондового рынка

Фотографии предоставлены
finversia.ru

В рамках конкурса «Знатоки фондового рынка 2021» будущие экономисты/финансисты опробовали проект тестов, на основании которых планируется проводить тестирование неквалифицированных инвесторов перед покупкой сложных финансовых инструментов.

И все оказалось непросто.

В марте этого года в столице Чувашии состоялось подведение итогов конкурса «Знатоки фондового рынка». Он был организован Ассоциацией банков России, НАУФОР, СРО НФА при поддержке комитета Госдумы РФ по финансовому рынку и проводился для студентов экономических ВУЗов региона. Конкурс был задуман как инструмент привлечения студентов финансовых специальностей к изучению механизмов реального фондового рынка, для усиления интереса юношества к повышению реальной финансовой грамотности.

Конкурс стартовал в момент активного обсуждения в Государственной Думе поправок в законопроект о рынке ценных бумаг, введивших тестирование неквалифицированных инвесторов перед покупкой сложных финансовых инструментов. (В реальности такое тестирование будут проводить брокеры).

Дискуссия вокруг допуска неквалифицированных инвесторов к инструментам фондового рынка подсказала организаторам идею — ввести проведение такого тестирования для участников конкурса. Первый этап предполагал прохождение теста на знание финансовых инструментов. Основой этого теста стали вопросы, разработанные для стандарта, который должен лечь в основу реального тестирования.

Для студентов задание было усложнено — им предстояло показать свои знания в отношении сразу всех (на тот момент семи) видов финансовых



инструментов, по которым планирует проводить тестирование. Этот этап оказался непростым — по его итогам ко второму туру были допущены всего 40 человек из 206 принявших участие в тестировании. Но и среди них серьезных знатоков вопроса было не так-то много. На 100% вопросов вообще сумела ответить только одна студентка — Татьяна Мунтайкина, студентка 3 курса ЧГАУ (специальность «финансы и кредит»).

Далее студентам, прошедшим во второй тур, было предложено написать эссе на ряд тем, связанных с фондовым рынком. Большинство студентов выбрали темы, связанные с эмиссией и коллективным инвестированием.

Работы получились разные — от прямого цитирования учебников и интернет-ресурсов, до анализа личного опыта инвестирования и попытки сформулировать собственные оценки тенденций и аналитических данных в отношении прогнозов развития финансовых рынков.

Все работы были представлены на суд жюри, куда вошли представители саморегулируемых организаций, финансовых компаний и преподаватели ведущих российских ВУЗов.

Победителем конкурса стал Александр Васильев, студент 2 курса ЧГУ имени Ульянова. Он написал работу на тему рынка коллективных инвестиций, которая получила самые восторженные оценки членов жюри. Много личного опыта инвестирования было в работе Давыда Желтухина, посвященной разнообразию финансовых инструментов и возможности хеджирования. Жюри также отметило взвешенную и сопровождаемую статистическими данными работу Кирилла Комарова на тему эмиссии ценных бумаг.

В целом список победителей выглядит так:

- I Васильев Александр Александрович, ЧГУ им. Ульянова, 2 курс;
- II Комаров Кирилл Юрьевич, ЧГУ им. Ульянова, 4 курс;
- II Трофимова Карина Сергеевна, ЧГУ им. Ульянова, 4 курс;
- III Желтухин Давыд Дмитриевич, ЧГУ им. Ульянова, 2 курс;
- III Шерников Евгений Валерьевич, ЧГУ им. Ульянова, 2 курс;
- IV Храмова Светлана Юрьевна, ЧГАУ, 3 курс;
- IV Михайлова Оксана Леонидовна, Чебоксарский институт филиал Московского политехнического университета, 3 курс.

Торжественная церемония награждения участников конкурса состоялась 4 марта 2021 года в Чебоксарах в здании Чувашского государственного университета имени И. Н. Ульянова. В церемонии приняли участие Анатолий Аксаков (председатель комитета по финансовому рынку Государственной думы Российской Федерации, председатель Совета Ассоциации банков России), Михаил Ноздряков (первый заместитель председателя кабинета министров-министр финансов Чувашской республики), Алексей Тимофеев (президент НАУФОР), Максим Ткач (начальник управления операций профучастников на финансовом рынке СРО НФА), Андрей Александров (ректор ЧГУ имени Ульянова).

Победители конкурса получили призы и дипломы, сертификаты участия были вручены всем участникам конкурса, обладателями почетных грамот стали все студенты, успешно прошедшие тестирование.

Состав жюри:

1. Абрамов Александр Евгеньевич, член Совета директоров НАУФОР, заведующий лабораторией анализа институтов и финансовых рынков РАНХиГС.
2. Артюх Константин Юрьевич, вице-президент Ассоциации «Россия».
3. Буклемишев Олег Витальевич, член Совета директоров НАУФОР, директор Центра исследования экономической политики экономического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова.
4. Головлева Наталья Николаевна, начальник управления методологии регулирования на финансовом рынке СРО НФА.
5. Заблоцкий Василий Васильевич, президент СРО НФА.
6. Крылов Вячеслав Владимирович, руководитель экспертной группы Управления финансовой грамотности службы по защите прав потребителей и обеспечению доступности финансовых услуг.
7. Самохина Елена Александровна, заместитель директора департамента банковского развития Ассоциации «Россия».
8. Смирнов Игорь Николаевич, заместитель министра финансов Чувашской республики.
9. Тимофеев Алексей Викторович, президент Национальной ассоциации участников фондового рынка.
10. Трегуб Александр Яковлевич, к.э.н., начальник аналитического управления НАУФОР. ■





Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Стабильность на снижении

Фондовые индексы в апреле практически не изменились, еврооблигации выросли благодаря снижению геополитических рисков

Котировки российских акций по итогам апреля продемонстрировали смешанную динамику, а еврооблигации РФ умеренно подросли в цене благодаря как снижению геополитических рисков, так и благоприятной конъюнктуре мировых рынков капитала. Индекс РТС вырос до 1485,03 пункта, а индекс МосБиржи США 3544 пункта).

Индекс МосБиржи обновил исторический максимум

Первые торговые дни апреля в целом были позитивными для участников российского рынка акций, который рос вслед за мировыми фондовыми площадками и дорожавшей нефтью на фоне ожиданий улучшения перспектив восстановления мировой экономики после обнародования нового плана экономической поддержки в Соединенных Штатах. Президент США Джо Байден обнародовал план развития инфраструктуры объемом 2 трлн долларов, который предусматривает инвестиции в развитие дорожной инфраструктуры, широкополосных сетей связи,

а также финансирование исследований и разработок (R&D).

Цена нефти Brent поднялась до 64,65 долларов за баррель: трейдеры восприняли решение ОПЕК+ о наращивании добычи с мая как сигнал растущего оптимизма в отношении перспектив восстановления мировой экономики. Саудовская Аравия сообщила о намерении высвободить еще 250 тысяч б/с из своих добровольных ограничений на 1 млн б/с, принятых с февраля. Таким образом, на рынок в мае может поступить дополнительно 600 тысяч б/с. В целом за май-июль ОПЕК+ планирует выйти на уровни производства, которые планировались с января, а

Саудовская Аравия вернет на рынок 1 млн б/с своей нефти, добычу которой она добровольно ограничила. При этом, что страны ОПЕК+ проложили маршрут наращивания производства нефти на три месяца, они оставили за собой вариант «спасательного круга» в виде потенциального снижения добычи.

Однако уже в середине первой декады апреля инициатива на рынке акций РФ перешла к игрокам на понижение из-за возросших санкционных рисков в связи с эскалацией напряженности на востоке Украины; индекс МосБиржи откатился ниже рубежа 3500 пунктов, при этом выросли бумаги золотодобывающих компаний и ряда металлургов. Локальное ослабление геополитической напряженности вокруг Украины вызвали заявления секретаря Совета безопасности РФ Николая Патрушева о том, что Россия не планирует вмешиваться в конфликт на Украине, но пристально следит за ситуацией.

Тем не менее, сформироваться устойчивой тенденции к росту не получилось, так как новостной фон в целом оставался неблагоприятным: периодически продолжали поступать сообщения на санкционную тематику. Администрация США завершила анализ данных о предполагаемых

враждебных действиях РФ (вмешательство в выборы и хакерская атака на SolarWinds) и теперь готовит ответные меры. Как сообщило агентство Bloomberg, речь может пойти о санкциях и о высылке «сотрудников разведки, работающих под дипломатическим прикрытием». Пресс-секретарь Белого дома Джен Псаки заявила, что на завершение работы над ответными мерами на действия России потребуются «недели, а не месяцы».

Пик падения индекса МосБиржи пришелся на начало торгов 12 апреля, когда индикатор локально опускался до 3473 пунктов, после чего ситуация на рынке улучшилась и российские индексы начали постепенно отыгрывать понесенные ранее потери благодаря подорожавшей нефти и ослаблению геополитической напряженности вокруг Украины. При этом лидировали в росте акции металлургов, среди которых бумаги «Норникеля», которые выросли на новостях о возобновлении добычи на руднике «Октябрьский» после подтопления. Белый дом США сообщил, что президент Байден провел телефонный разговор с президентом РФ Владимиром Путиным, в ходе которого лидеры обсудили глобальные и региональные темы. Байден также предложил Путину провести в ближайшие месяцы саммит в третьей стране.

Рынок акций РФ 15 апреля просел на фоне известий о введении США новых антироссийских санкций, однако обошлось без панических распродаж — большую часть утренних потерь рынок отыграл к концу торгов, посчитав несущественным запрет США для своих банков участвовать лишь в первичном размещении рублевых гособлигаций. Власти США ввели новые санкции против 32 юридических и физических лиц из РФ, осуществляющих направленные правительством России попытки повлиять на президентские выборы в США в 2020 году, а также другие акты дезинформации и вмешательства, сообщил Белый дом. Власти США в рамках новых санкций против России приняли решение выслать из дипломатической миссии РФ в Вашингтоне 10 ее сотрудников. Также США внесли шесть российских технологических компаний в «черный список» за поддержку киберпрограмм разведывательных служб России.

Кроме того, Минфин США объявил о новых санкциях в отношении российского государственного долга: после 14 июня американские финансовые институты не смогут принимать участие в первичных размещениях госдолга РФ, номинированного в рублях. Вместе с тем американские банки не были ограничены в покупке российских ОФЗ на вторичном рынке.

В дальнейшем российский рынок акций смог не только отыграть просадку, но и двинулся в сторону исторических максимумов. Индекс МосБиржи поднялся к 3600 пунктам, при этом лидировали в росте бумаги металлургов во главе с подогретыми новостями о дивидендах бумагами «Северстали». Совет директоров компании рекомендовал выплатить дивиденды за I квартал 2021 года в размере 46,77 рубля на акцию. Также раллировали акции «Распадской» на корпоративных новостях. Выделение угольных активов Evraz, консолидированных на базе «Распадской», может пройти через распределение акций угольной компании, находящихся в прямом владении Evraz (около 90,9%), всем акционерам пропорционально их долям, сообщила металлургическая компания.

В конце второй декады месяца рынок акций РФ немного просел на фоне нисходящей коррекции индексов в США, а также из-за опасений возможного ужесточения антироссийских санкций со стороны США и санкционной риторики ЕС. Западные СМИ сообщили о возможном введении запрета на покупку американскими финансовыми институтами рублевых гособлигаций и облигаций российских госбанков на вторичном рынке. При этом МИД Франции допустил принятие новых антироссийских санкций ЕС в связи с делом оппозиционера Навального.

Однако глава дипломатии ЕС Жозеп Боррель несколько успокоил рынок, заявив, что власти ЕС в настоящий момент не изучают варианты введения новых санкций против России, хотя такое положение дел не обязательно останется неизменным. Дополнительный оптимизм инвесторам придало выступление президента

РФ Владимира Путина с ежегодным посланием к Федеральному собранию, где не было заявлений по поводу геополитической напряженности. Президент РФ выразил надежду, что инициатива личной встречи лидеров стран — постоянных членов Совета безопасности ООН состоится, как только позволит эпидемиологическая ситуация.

В дальнейшем российский рынок ускорил рост благодаря ослаблению геополитической напряженности вокруг Украины после известий, что министр обороны России Сергей Шойгу принял решение завершить проверочные мероприятия в Южном и Западном военных округах в связи с достигнутыми целями, войска с 23 апреля до 1 мая должны вернуться с южных рубежей РФ в пункты постоянной дислокации. На этом фоне индекс МосБиржи обновил исторический максимум и впервые завершил торги выше отметки 3600 пунктов.

Европейский центральный банк на заседании 22 апреля ожидаемо не стал менять ставки и сообщил, что они останутся на текущих уровнях или ниже до тех пор, пока инфляция не будет «уверенно» приближаться к целевому уровню, составляющему чуть ниже 2%. ЕЦБ также не стал менять объем экстренной программы выкупа активов Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), оставив его на уровне 1,85 трлн евро, как и ожидалось. При этом Банк России 23 апреля повысил ключевую ставку сразу на 50 базисных пунктов (до 5% годовых), что позитивно сказалось на динамике рубля и всех российских активов.

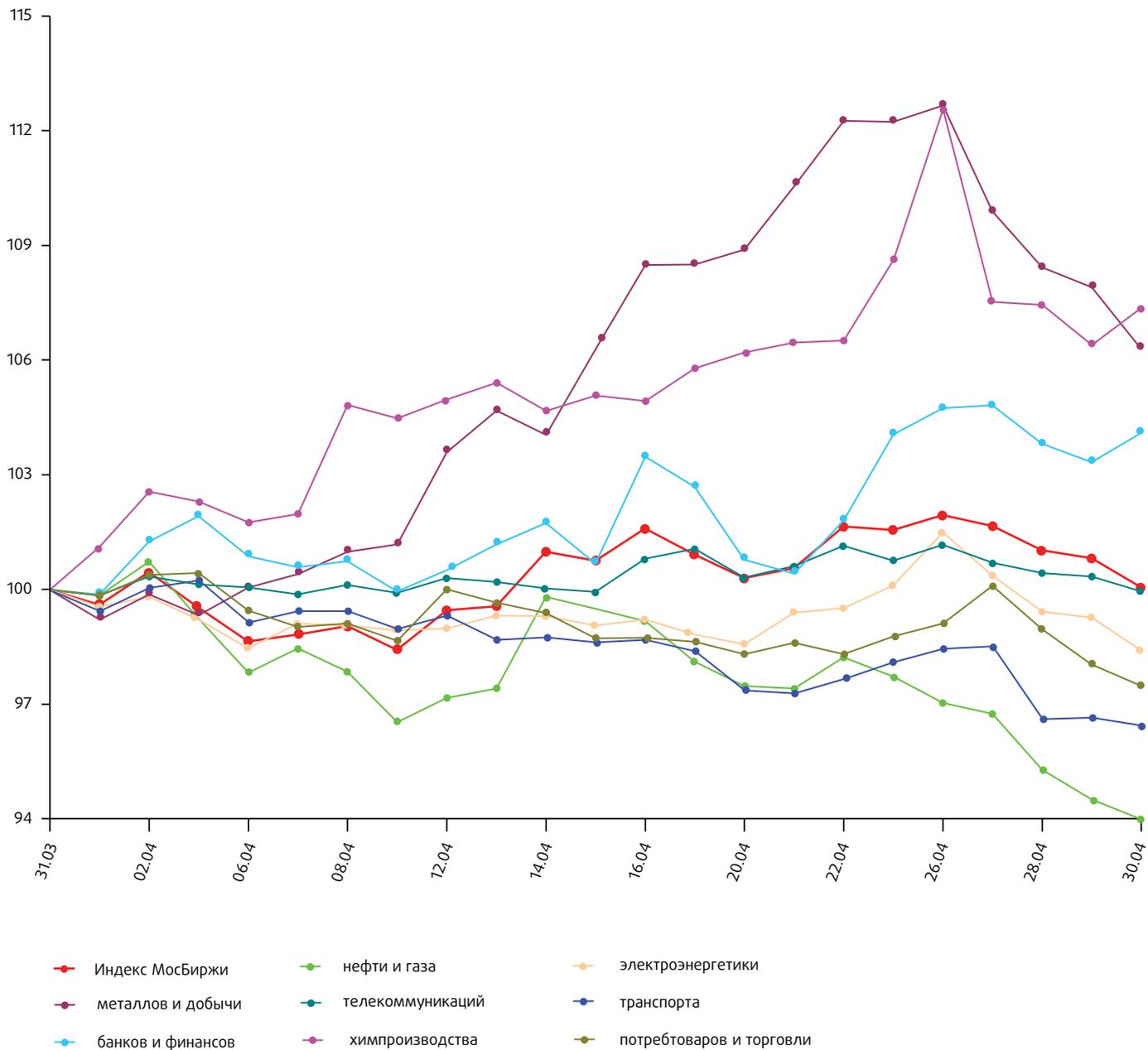
Начало последней недели месяца было благоприятным для инвесторов в российские акции, которые росли вслед за мировыми фондовыми и сырьевыми площадками. При этом рал-

лировали бумаги «Казаньоргсинтеза» и «Нижекамскнефтехима» на корпоративных новостях («СИБУР» и «ТАИФ» приступили к началу объединения нефтегазохимических бизнесов компаний). Пик роста индекса МосБиржи пришелся на первую половину дня 27 апреля, когда индикатор локально превысил отметку 3627 пунктов, обновив тем самым исторический максимум.

После этого рынок просел под гнетом упавших бумаг металлургов во главе с ММК (на новостях о вторичном размещении акций в размере 3%) и возбуждении ФАС трех дел (против «Северстали», ММК и НЛМК) на рынке плоского проката из-за монопольно высоких цен. Индекс МосБиржи к концу торгов 27 апреля откатился к рубежу 3600 пунктов. Снижение сдерживалось подорожавшей нефтью и выросшими бумагами «Норникеля» на новостях о выкупе пакета ГМК с премией к рынку. «Норникель» намерен с 20 мая по 18 июня выкупить до 5 млн 382 тысяч 865 акций в ходе buyback, цена выкупа составит 27,78 тысяч рублей за акцию.

В оставшиеся три дня месяца инициатива на российском фондовом рынке принадлежала игрокам на понижение, которые снимали локальную «перекупленность» на фоне неопределенности в отношении возможной встречи президентов России и США и ряда корпоративных историй. В частности, заметное падение продемонстрировали бумаги «Татнефти», инвесторы были разочарованы размером финальных дивидендов за 2020 год (12,3 рубля на акцию за второе полугодие). В свою очередь пресс-секретарь президента РФ Дмитрий Песков заявил, что недружественные шаги США мешают Москве анализировать предложения президен-

Рисунок. Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ



та Байдена о проведении встречи с президентом России Путиным. Осуществляемая администрацией США политика «кнута и пряника» в отношении России бесперспективна и будет встречать только противодействие в том объеме и в том виде, в котором оно будет наилучшим образом соответствовать интересам России, подчеркнул Песков.

Федрезерв по итогам апрельского заседания сохранил ставку в диапазоне 0–0,25% годовых и не стал менять программу выкупа активов «до достижения существенного прогресса в движении к целям максимальной занятости и ценовой стабильности». Глава ФРС Джером Пауэлл заявил, что экономика США восстанавливается после пандемийного кризиса быстрее, чем ожидалось, однако восстановление «остается неравномерным и далеко от завершения». При этом президент США Байден представил новый пакет стимулов общим объемом 1,8 трлн долларов, ориентированный на поддержку американских семей в течение 10 лет. Средства для оплаты социальных программ администрации Байдена рассчитывает привлечь за счет повышения ставки подоходного налога и налога на доход с прироста капитала и дивидендов для состоятельных американцев.

Цены еврооблигаций РФ заметно выросли

Котировки большинства выпусков российских еврооблигаций заметно выросли в апреле, отыгрывая, прежде всего, снижение геополитических рисков; поддержку рынку оказала также локальная стабилизация ситуации в секторе базовых активов. При этом «длинные» выпуски американских казначейских обязательств (US Treasuries) лишь умеренно подросли

в цене за месяц, что в итоге привело к некоторому сужению суверенных спредов.

Из-за выходных дней в большинстве стран Европы и США в связи с празднованием католической Пасхи активность торгов отечественными еврооблигациями в начале апреля была практически нулевой; реальные сделки и, соответственно, осознанные движения начались лишь 6 апреля. При этом цены российских бумаг умеренно снизились на фоне активизировавшихся продаж под давлением санкционных рисков. При относительно стабильной динамике US Treasuries, в частности, доходность десятилетних американских облигаций консолидировалась у отметки 1,65% годовых, процентные ставки еврооблигаций развивающихся стран преимущественно снижались. Процентные ставки российских еврооблигаций, напротив, выросли.

Вместе с тем 8 апреля котировки российских еврооблигаций смогли умеренно подрасти благодаря спросу глобальных инвесторов на рискованные активы, а также некоторому снижению геополитических рисков. Протокол мартовского заседания Федрезерва показал, что, несмотря на улучшение ситуации в экономике и на рынке труда США, руководители ФРС ожидают, что потребуется «некоторое время», прежде чем регулятор сможет начать сворачивание программы выкупа активов или поднять базовую процентную ставку с текущего уровня.

Кроме того, инвесторы в целом позитивно расценили заявления как секретаря Совета безопасности РФ Патрушева, так и замглавы администрации президента РФ Дмитрия Козака относительно ситуации вокруг Украины. По словам Патрушева, Россия не планирует вмешиваться в

конфликт на Украине, но следит за ситуацией, при этом конкретные меры будут приняты в зависимости от ее развития.

После локальной коррекции негативная динамика возобновилась в конце первой декады апреля вслед за общемировым снижением «аппетита к риску». Председатель Федеральной резервной системы Пауэлл в ходе выступления на онлайн-мероприятии в рамках весенних встреч Международного валютного фонда заявил, что неравномерная вакцинация людей в мире от коронавируса COVID-19 является серьезным риском для восстановления глобальной экономики. Пауэлл также отметил, что восстановление экономики США после кризиса, вызванного пандемией коронавируса, остается неполным и неравномерным.

Тенденция к ценовому росту еврооблигаций России стала формироваться ближе к середине месяца благодаря снижению геополитических рисков, произошедшему после телефонного разговора между президентами США и России. «Президент Байден заявил, что нацелен на формирование стабильных и предсказуемых отношений с Россией в соответствии с интересами США. Он предложил провести саммит в третьей стране в ближайшие месяцы, чтобы обсудить весь спектр вопросов, с которыми столкнулись США и Россия», — говорилось в пресс-релизе Белого дома. Котировки «длинных» выпусков российских еврооблигаций 15 апреля продолжили восходящую динамику, в то время как остальные бумаги слегка снизились в цене на фоне объявления Соединенными Штатами новых антироссийских санкций. Инвесторы в целом сдержанно отреагировали на новые санкционные ограничения.

Посчитав новые санкции не очень опасными для России, участники рынка решили в полной мере отыграть внешний позитивный фон, отмечавшийся в течение предыдущих нескольких дней, в частности, снижение базовых процентных ставок, что ранее стимулировало покупки еврооблигаций большинства emerging markets. Отечественные же бумаги, находясь в ожидании новых санкционных ограничений, не могли в полной мере отыграть этот позитив и были в числе аутсайдеров среди евробондов развивающихся стран.

Локальное снижение цен российских еврооблигаций, отмечавшееся 19-20 апреля, в начале третьей декады месяца сменилось восстановительным ростом благодаря дальнейшему снижению геополитических рисков и благоприятной конъюнктуре мировых долговых рынков. Вслед за Fitch рейтинговые агентства Moody's и S&P отметили устойчивость России к новому раунду санкций США благодаря низкому уровню госдолга. Запрет на покупку ОФЗ на первичном рынке для инвесторов из США не повредит бюджету и финансовому рынку РФ. В то же время риск дополнительных более жестких ограничений может отпугивать инвестиции в Россию в среднесрочной перспективе, полагают эксперты.

Администрация США оценивает эффект от принятых новых санкций против России и готова, в случае новых агрессивных действий Москвы, принять дополнительные меры, сообщило агентство Bloomberg со ссылкой на источники. По его информации, одна из возможных опций касается ужесточения мер против долговых ценных бумаг РФ: США могут запретить американским компаниям их покупку уже и на вторичном рынке. Подобные меры могут стать реальностью, если США

решат, что Россия не стала прекращать хакерские атаки и продолжает попытки вмешаться в американскую политическую жизнь.

Торги на рынке российских еврооблигаций 21 апреля открылись снижением котировок. Вместе с тем во второй половине дня, после выступления президента РФ Путина с посланием Федеральному собранию, ситуация на рынке заметно улучшилась, и цены не только отыграли утреннее падение, но и вышли в умеренный плюс. Инвесторы в целом посчитали выступление Путина достаточно миролюбивым, не провоцирующим какого-либо обострения отношения с Западом, поэтому активизировали покупки российских бумаг, которые из-за существующих геополитических рисков все еще имеют достаточно высокую кредитную премию.

В дальнейшем рост российских бумаг усилился — доходность десятилетних евробондов РФ 22 апреля снизилась сразу на 13 базисных пунктов, до 2,67% годовых. Причин для ценового роста было несколько, но главной стало заявление министра обороны РФ Шойгу о завершении проверки войск в Южном и Западном военных округах, что призвано разрядить ситуацию вблизи границ с Украиной. Позитивным фактором для мировых долговых рынков стало также очередное заседание ЕЦБ, на котором были сохранены процентные ставки на текущих уровнях и заявлено о сохранении в полном объеме всех действующих программ выкупа активов.

Лишь в последние торговые дни апреля котировки евробондов РФ скорректировались вниз вслед за новой волной повышения базовых процентных ставок. ФРС по итогам апрельского заседания сохранила процентную ставку по федеральным кредитным средствам в диа-

пазоне от 0% до 0,25% годовых. Решение совпало с прогнозами экономистов и участников рынка. Американский ЦБ сообщил, что продолжит ежемесячно выкупать активы на общую сумму \$120 млрд, в том числе US Treasuries на 80 млрд, 189,167 мм и ипотечные бонды на 40 млрд, «до достижения существенного прогресса в движении к целям максимальной занятости и ценовой стабильности». □



Онлайн – это шанс выступить лучше!

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

Возьмем на себя все технические и организационные работы

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