

ВН

№11 НОЯБРЬ 2022

Расширение рейтингов

Интервью
с Алиной Розенцвет

Реальная публичность

Интервью
с Натальей Логиновой

ОТКРЫТОСТЬ РУЛИТ

По альтернативному
пути

НОВОЕ — ВОЗМОЖНО



Содержание

№11, НОЯБРЬ 2022



ТЕМА НОМЕРА: ПО АЛЬТЕРНАТИВНОМУ ПУТИ

Расширение рейтингов

Алина Розенцвиг, генеральный директор Национального Рейтингового Агентства, объясняет Ирине Слюсаревой, почему при сопоставлении экономических рисков разных стран появляется очевидная политическая компонента; а также рассказывает о жизни без международных КРА.

4

НОВОСТИ

3 Уточнение правил

Подготовлены новые изменения в Базовый стандарт защиты прав и интересов инвесторов для брокеров.

ТЕМА НОМЕРА: ПО АЛЬТЕРНАТИВНОМУ ПУТИ

14 Реальная публичность

Наталья Логинова, директор департамента по работе с эмитентами Московской биржи, рассказывает Ирине Слюсаревой о причинах, по которым публичный рынок невозможен без публичного же раскрытия информации.

18 Лишнего не скажем

Правительство продлило участникам фондового рынка право не раскрывать корпоративную информацию.

МЕРОПРИЯТИЕ

20 Открытость рулит

27 октября в Москве состоялось подведение итогов юбилейного, XXV, конкурса годовых отчетов, который проводится Московской биржей

ТЕМА НОМЕРА: ПО АЛЬТЕРНАТИВНОМУ ПУТИ

24 По альтернативному пути

На третьей сессии Уральской конференции НАУФОР обсуждались стратегические задачи и возможности отрасли в среднесрочной перспективе; иностранные ценные бумаги; роль и значение коллективных инвестиций для рынка капитала в период трансформации экономики.

38 Новое — возможно

На круглом столе Уральской конференции НАУФОР подведены итоги обсуждения путей развития фондового рынка в современных условиях.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

58 Отыгрывая падение

Российские акции и ОФЗ слегка подросли по итогам ноября, отыгрывая относительно стабильный геополитический фон вокруг России.



По альтернативному пути

Внимательный читатель, думаю, заметит, что два интервью номера (Алины Розенцвет и Натальи Логиновой) заметно перекликаются между собой. Вопросы, которые обсуждаются в одной беседе, подхватываются в другой. Спикеры то оспаривают, то подтверждают определенные аргументы друг друга.

Хотя специально никто перекличку как своего рода фишку не задумывал: просто люди обсуждают актуальные вещи. И вот.

Ну и, как всегда, искрились креативом обсуждения на Уральской конференции НАУФОР. То ли потому, что далеко от Москвы (хотя ключевые москвичи присутствуют), то ли дело в самой атмосфере Екатеринбурга, одного из самых умных городов России. Но было сказано много дельного.

А девизом всего этого мозгового штурма были слова Сергея Швецова. Он сказал, что поддерживает любые эксперименты: потому что будущего никто не знает.

И ведь правда, никто.

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

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

Учредитель НАУФОР

12900, Москва, 1-й Коптевский пер., д. 18, стр. 1
Тел./факс: (495) 787-77-74, 787-77-75
vestnik@naufor.ru

Издатель КЦ НАУФОР

Автор макета **Петр Пирогов**
Автор дизайна **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.

Уточнение правил

Подготовлены новые изменения в Базовый стандарт защиты прав и интересов инвесторов для брокеров

В Комитет по стандартам по брокерской деятельности при Банке России внесены на рассмотрение изменения в действующий Базовый стандарт защиты прав и интересов инвесторов для брокеров.

Изменения предусматривают:

- увеличение базы тестовых вопросов в разделе, определяющем знание инвестора, по каждому инструменту с 8 до 11 (в предыдущей версии изменений их количество было увеличено с 4 до 8);
- уточнение порядка уведомления клиентов о рисках использования его активов в интересах брокера (в предыдущей версии такая обязанность была предусмотрена только в отношении денежных средств, теперь добавляются ценные бумаги и расширяется перечень информации, которую нужно предоставить клиенту);
- введение обязанности брокера не менее одного раза в год информировать клиентов, предоставивших брокеру право использовать их денежные средства и ценные бумаги, об их праве подать заявление об отказе от предоставления такого права, способе и форме направления соответствующего заявления.

Стандарт также предлагается дополнить положением, обязывающим брокера при заключении договора о брокерском обслуживании информировать клиента о запрете на осуществление действий, относящихся к манипулированию рынком, а также информировать о финансовом инструменте посредством предоставления информационного документа, форма которого утверждается внутренними стандартами саморегулируемой организации.

Проект стандарт содержит перечень вопросов тестирования для следующих видов сделок: договоров репо; необеспеченных сделок; сделок по приобретению структурных облигаций, не предназначенных для квалифицированных инвесторов; сделок по приобретению инвестиционных паев закрытых паевых инвестиционных фондов, не предназначенных для квалифицированных инвесторов, требующих проведения тестирования; сделок по приобретению облигаций иностранных эмитентов, соответствующих условиям, предусмотренным абзацами первым и вторым подпункта 3 пункта 2 статьи 31 Федерального закона № 39-ФЗ, но не соответствующих условиям абзаца третьего указанного подпункта; сделок по приобретению облигаций со

структурным доходом; сделок по приобретению акций российских эмитентов, которые допущены к обращению на организованных торгах, но не включены в котировальные списки биржи, а также сделки по приобретению акций российских эмитентов, не допущенных к обращению на организованных торгах (всего 18 блоков вопросов общим итогом).

Изменения в стандарт готовились совместной рабочей группой НАУФОР и СРО НФА в соответствии с дорожной картой, утвержденной Банком России. Предыдущие изменения в стандарт вступили в силу с 1 сентября 2022 года. Впервые порядок тестирования неквалифицированных инвесторов перед покупкой сложных финансовых инструментов был установлен данным стандартом с октября 2021 года.

Предполагаемая дата вступления изменений в стандарт — 1 января 2023 года, а в части нового порядка информирования клиента о рисках использования его активов — с 1 июля 2023 года. Изменения также предусматривают переходные положения, устанавливающие порядок информирования клиента об указанных рисках на период с 1 января по 30 июня 2023 года. ■



Алина Розенцвет
генеральный директор Национального Рейтингового Агентства

Расширение рейтингов

ЗАРОЖДАЮЩИЙСЯ РЫНОК ЛУЧШЕ БЫ НЕ РЕГУЛИРОВАТЬ. А ПРОБОВАТЬ МЯГКО УСТАНОВИТЬ НА НЕМ ПРАВИЛА ИГРЫ

Алина Розенцвет, генеральный директор Национального Рейтингового Агентства, объясняет Ирине Слюсаревой, почему при сопоставлении экономических рисков разных стран появляется очевидная политическая компонента; а также рассказывает о жизни без международных КРА.

Фотографии Павел Перов

— Алина, как протекает текущая рейтинговая деятельность НРА? Повлияло ли на нее изменение геополитических условий?

— Конечно, текущая ситуация влияет на нашу деятельность, не может не влиять. Первой реакцией рынка и всех игроков на события 24 февраля был шок. А что люди делают в состоянии шока? Они замирают и ждут, что будет дальше. В рейтинговой деятельности произошло то же самое. Часть компаний, планировавших получить рейтинг, решила сделать паузу. Но прошло некоторое время, люди поняли, что жизнь продолжается, что рейтинги остаются важными показателями для партнеров и контрагентов. И продолжили работать над получением рейтингов.

То же самое случилось в сегменте ВДО (высокодоходных облигаций). Этот рынок начал активно развиваться, до начала СВО у эми-

тентов малого и среднего бизнеса было много планов выпуска долговых бумаг. Когда ключевая ставка резко выросла, эти процессы, разумеется, остановились. Но сейчас они возобновляются. И те наши клиенты, которые получили рейтинг в период турбулентности или незадолго до того, совершенно спокойно пошли на рынок, имея полный набор необходимой для выпуска информации.

Мы всегда говорим своим клиентам, планирующим выпуск и впервые заходящим в сферу рейтингования, что начинать этот процесс имеет смысл сильно заранее. Задолго до выхода на рынок с размещением. Это для самих же эмитентов лучше. Потому что тогда есть возможность подготовиться, улучшить свои процессы, потренироваться, детально изучить механизм работы КРА, подумать над собственным продвижением в плане финансовой устойчивости и так далее. Кроме

того, обладая рейтингом, эмитент имеет возможность точно отреагировать на конъюнктуру рынка, разместить бумаги в наиболее выгодный момент. Поэтому молодцы те, кто не отказался от планов получения рейтинга: они сейчас начинают выходить на рынок с выпусками своих ценных бумаг.

Один из ключевых сегментов в нашем портфеле представлен управляющими компаниями, инвестиционными компаниями и НПФами. Мы занимаем примерно половину рынка рейтингов для УК (рейтинги надежности и качества услуг). В момент турбулентности

— Мы ничего и не теряли, чтобы искать поддерживающий сегмент. НРА — растущая компания, мы всегда двигались в сторону увеличения клиентской базы на рыночных условиях и этот сегмент является для нас одним из приоритетных. Соответственно, с ростом числа компаний, выходящих на рынок публичного долга, будет идти и увеличение этой части нашего клиентского портфеля.

Что касается рынка облигаций, то в ближайшее время мы вряд ли увидим на нем значительные размещения крупных эмитентов. Сейчас хорошие пер-

— Конкуренция между нами и «большой тройкой» КРА была минимальной.

(Справка. «Большая тройка» — это агентства S&P Global Ratings, Fitch Ratings и Moody's).

Рейтинги, которые присваивала большая тройка, и наши рейтинги использовались по-разному. Многие российские компании стремились получать международные рейтинги или для престижа, или чтобы иметь бенчмарк, или для работы с иностранными партнерами. Для всех российских КРА, выдающих кредитные рейтинги (их сейчас четыре), ниша рейтингов международного уровня пока широко недоступна. Тут все очень сильно зависит от взаимного признания рейтингов и/или от создания единой шкалы на пространстве дружественных стран. Вопрос состоит в том, как будут использовать кредитные рейтинги, присвоенные российскими КРА, страны-партнеры, готовы ли они признавать их наряду или вместо международных рейтингов. Если это определится, то для нас откроется ниша, которую занимали международные игроки, ушедшие с российского рынка. (Это касается кредитных рейтингов).

Определенное окно возможностей для нас открыл отказ от работы с российскими компаниями агентств, присваивающих ESG-рейтинги. Но для полноценного использования этого окна нужно, чтобы российские крупнейшие игроки, которые давно продвигают повестку устойчивого развития, признали компетенции российских КРА в сфере присвоения ESG-рейтингов.

— Сама тема ESG не ушла из отечественной повестки?

— Ушла только пена. Прежде в этой теме было очень много того, что называется хайпом. Это был модный тренд, и многие компании стали вписываться в него, не понимая сути самого явления, самого ESG-подхода. Просто чтобы показать:

В НРА за рейтингом пришло несколько новых профессиональных участников рынка ценных бумаг. В нынешнее непростое время они посчитали нужным получить независимую оценку своей надежности.

большинство наших клиентов осталось с нами. Отказываются от получения рейтинга в основном из соображений экономии или боясь его понижения, но такие случаи единичны. Более того, в НРА за рейтингом пришло несколько новых профессиональных участников рынка ценных бумаг. В нынешнее непростое время они посчитали нужным получить независимую оценку своей надежности.

Очень жаль, что пока мало востребованным остается наш новый продукт — рейтинг надежности ЗПИФ. Видимо здесь мы несколько опередили время и широкий рынок, особенно в условиях ограничений на раскрытие информации, не разглядел маркетинговый потенциал такого рейтинга.

— Можно ли считать, что рынок облигаций уже на пути к восстановлению? И что именно это движение поддерживает ваш бизнес?

спективы для привлечения средств на рынке долгового капитала имеет сегмент среднего бизнеса. Мы рассчитываем, что в ближайшее время ситуация со ставкой стабилизируется и её уровень станет доступным для эмитентов. При этом инвесторы возобновят покупки, а организаторы на рынке долгового капитала (DCM) переориентируются с привычных игроков на новых, понимая, что спрос диктует предложение. В таком сценарии развитие в сегменте МСБ пойдет довольно неплохо.

Но, конечно же, это не единственная сфера наших интересов. Мы качественно анализируем компании финансового сектора — профессиональных участников рынка ценных бумаг, НПФы, о которых уже говорили, ЗПИФы, страховые, лизинговые компании и мой любимый банковский сектор.

— Повлиял ли на вашу деятельность уход из РФ иностранных рейтинговых агентств?





мы тоже модные. Теперь эти компании с облегчением покинули поле.

Но есть достаточно большой пул игроков, которые давно занимаются внедрением принципов устойчивого развития. В основном это компании международного уровня, которые в свое время поняли, что для их партнеров ESG-повестка важна, причем совсем не формально. Затем они уже осознали, что это работает и на «внутреннего клиента» —сотрудников.

НРА давно занимается этой темой, начинали мы с экологической проблематики. И постепенно стали понимать, что как рейтинговое агентство можем внести реальный вклад в улучшение состояния не только экологической, но и социальной ответственности отечественных компаний. А уж корпоративное управление — это базовая тема, определяющая устойчивость любой компании.

ESG — это реально важный комплексный подход. И мы можем быть полезны компаниям, которые эту повестку реализуют.

В области устойчивого развития тоже есть свои стандарты. Их вырабатывает международная некоммерческая организация, которая называется Глобальная инициатива по отчетности (Global Reporting Initiative). Стандарты GRI нацелены на подготовку отчетов о существенных воздействиях на экономику, окружающую среду и социальную сферу. Есть принципы GRI, под которыми НРА подписалась. Эти принципы предполагают, что рейтинговые агентства постепенно включают параметры ESG в кредитные рейтинги. И мы аккуратно начали этот процесс. Считаем, что работа важная и нужная. Нередко люди интересуются, каков финансовый эффект от реализации принципов устойчивого развития. И есть ли он вообще. Я бы сказала так: помимо финансового капитала, существует еще капитал социальный.

Он определяет качество социальных связей в обществе, влияет на качество жизни. Страны, комфортные для жизни, отличаются высоким уровнем социального капитала. В компаниях с высоким уровнем социального капитала приятно и хочется работать. Хотя в денежном выражении его вряд ли легко и просто измерить, особенно в краткосрочной перспективе.

В условиях турбулентности российские регуляторы, несомненно, действовали эффективно и очень грамотно. Был оперативно принят ряд мер по поддержке банковского сектора, финансового рынка, предприятий малого и среднего бизнеса.

Принципы ESG — они про это.

И, конечно, экология — очень важная для каждого человека тема сама по себе.

— Продвигается ли взаимное признание рейтингов с дружественными странами?

— Эта тема обсуждается довольно давно, но консенсус еще не достигнут.

Проблема в том, что в международных рейтингах есть компонента, связанная со страновыми рисками. Страновой риск существует объективно. В то же время при сопоставлении страновых рисков разных стран появляется очевидная политическая компонента. Как от нее уйти, непонятно. При этом она-то и является камнем преткновения. Если говорить совсем просто, то внутри страновой риск может оцениваться совсем не так, как со стороны. Строго говоря, внутри и снаружи он практически всегда оценивается по-разному.

На мой взгляд, выход из ситуации существует. Решение находится опять-таки в области политики, а совсем не экономики. Я бы на текущем этапе пробовала договориться о том, чтобы в общий обиход поступали рейтинги,

выстроенные по национальной шкале. Дальше каждый игрок уже сам, по своим понятиям и резонам, может проводить их сопоставление, выстраивать их относительно друг друга, оценивая страновые риски на свое усмотрение. Как бы, условно, на стол выкладываются различные национальные «линейки», и на каком уровне сопоставить их начальные точки отсчета (условные

нули конкретной шкалы), каждый решает сам.

Это дало хотя бы какие-то ориентиры.

— Как вы оцениваете действия государственных органов по поддержке российской экономики и финансового рынка? Оценивали ли суммы, в которые может обойтись бюджету поддержка отдельных отраслей?

— В условиях турбулентности российские регуляторы, несомненно, действовали эффективно и очень грамотно. Был оперативно принят ряд мер по поддержке банковского сектора, финансового рынка, предприятий малого и среднего бизнеса. Однако есть риск, что не все последствия себя проявили, их удалось лишь временно отложить, скажем так. И эта отложенная часть, пока невидимая, еще может сказаться новыми шоками. Но, наверное, решать эти на время замаскированные проблемы, выносить их «на поверхность» стоит тогда, когда система войдет в режим более высокой стабильности.

Кроме того, пока, как мне видится, нет полного и ясного понимания того, какую экономику хотело бы государ-

Таблица. ЭФФЕКТЫ ОТ САНКЦИЙ

Область	Влияние
Объемы экспорта	<p>Сокращение объемов экспорта машин и оборудования на 70%-80% на рынки стран-инициаторов санкций и на 10%-20% — на другие рынки.</p> <p>Сокращение экспорта услуг (80% на страны инициаторы санкций, 15% — на рынки других стран).</p> <p>Сокращение экспорта сырьевых товаров в целом на 10%-30%, переток экспорта от стран-инициаторов санкций на рынки дружественных стран. Ситуация постоянно развивается, возможно значительное сокращение экспорта по некоторым товарам (например, по газу до 40%-50% и 25%-30% по углю в стрессовых сценариях). Падение также будет вызвано существенными проблемами с логистикой.</p>
Объемы импорта	<p>Сокращение ввоза инвестиционных товаров на 60%-80% из стран инициаторов-санкций и на 10%-20% из остальных стран.</p> <p>Сокращение ввоза потребительских товаров на 20%-30% с учетом компенсации за счет параллельного импорта и частичного замещения товаров из «недружественных» стран аналогами из дружественных стран.</p> <p>Существенное сокращение импорта услуг (до 90% из стран-инициаторов санкций) и до 25% из остальных стран.</p>
Дисконты на экспорт	<p>Дисконты на российскую нефть от 20 до 40 долларов по сравнению с ценой на сорт Urals.</p> <p>Умеренный дисконт по газу в районе 10%-15% в ближайшие два года с последующем его снижением до 0%.</p> <p>Существенные дисконты по товарам, продающимся на рынках с высокой конкуренцией (например, черные и цветные металлы — масштаб дисконта составит 20%-25% в ближайшие 2-3 года).</p>
Финансовый рынок	<p>Сокращение активов российских инвесторов в 2022 году составит от 25% до 35%.</p> <p>Снижение индекса Московской биржи с 3700 пунктов на начало года до уровня 2000 пунктов и ниже. По нашим прогнозам, в среднесрочной перспективе индекс Московской биржи не вырастет больше значения 2800, ликвидность на фондовом рынке останется пониженной.</p> <p>Полный уход иностранных инвесторов.</p>
ВВП	<p>Сокращение ВВП за 2022-2023 годы на 5%-7% от уровня 2021 года.</p> <p>Резкое сокращение потенциала роста экономики до 0,5% в год.</p>
Реальные располагаемые расходы населения, %	Сокращение на 3%-6% за 2022-2023 год.
Инвестиции в основной капитал	Сокращение на 13%-15% за 2022-2023, основной фактор будущего «инвестиционного» кризиса в 2023-2025.
Вывоз капитала	Составит от 250 до 300 млрд долларов.

ство видеть в перспективе, в какую именно сторону и каким образом будет осуществляться ее структурная трансформация. А конкретные направленные действия, конечно же, должны коррелировать с общим планом, который мы вероятно увидим в ближайшее время.

Геополитические факторы сейчас слишком сильно влияют на экономику. Масштабные внешнеторговые санкции негативно повлияли как на российскую экономику, так и на фондовый рынок. Наиболее неприятными для страны НРА считает технологические санкции, так как они могут существенно снизить

отдельных, поставляемых по импорту критически значимых компонентов продукции.

Эффекты от санкций, которых, согласно прогнозам НРА, можно ожидать, сведены в таблицу.

Суммы поддержки из бюджета потребуются значительные, так как необходимы срочные инвестиции для перенаправления экспорта из стран-инициаторов санкций в дружественные страны, а также на поддержку инвестиционной деятельности. По нашим оценкам, исходя из цифр, озвученных выше, только сумма дополнительных антикризисных трат должна составлять

на рынок должна поступать. Но, соглашусь, риски тоже нельзя игнорировать. В сложившейся ситуации могли бы быть очень полезны рейтинговые агентства.

Решений может быть, как минимум, два.

Первое связано с тем, что инвестору или компании, работающей с контрагентами, важна не отчетность как таковая. Важен анализ этой отчетности. Выводы из нее. Не описание структуры собственности (хотя это тоже интересно), а вывод о том, насколько эта структура прозрачна, качественна, насколько хороша деловая репутация собственника/менеджмента и так далее. Рейтинговое агентство работает с первичной информацией, перерабатывает ее, выдавая в итоге не только буквы рейтинга, но и рейтинговый пресс-релиз, где описаны различные стороны работы компании. Если бы в РФ рейтинги имели массовое хождение, то закрытие информации несло бы довольно низкий риск. В ситуации отсутствия первичной информации ряд игроков стал бы пользоваться рейтингами. Да, пришлось бы больше доверять рейтинговым агентствам, но с этим можно работать. К сожалению, рейтинги у нас не имеют массового хождения. Даже почти половина банков не имеет ни одного рейтинга, в сегменте управляющих компаний, инвестиционных компаний степень проникновения рейтингов еще ниже. Что же говорить об остальных.

Один из путей — попытаться решить проблему недостатка информации через расширение сферы применения рейтингов. Если компания хочет закрыть свою информацию, она обязательно должна иметь рейтинг. Она сообщает чувствительную информацию агентству, агентство берет обязательство эти сведения не раскрывать ни при каких условиях, далее перерабатывает и выдает в рынок результаты

На долгий срок важную информацию закрывать не получится. Информация на рынок должна поступать. Но, соглашусь, риски тоже нельзя игнорировать. В сложившейся ситуации могли бы быть очень полезны рейтинговые агентства.

потенциал экономики в долгосрочной перспективе, привести к технологической деградации во многих отраслях и к отвлечению инвестиций на импортозамещение с других не менее важных областей (например, инфраструктурного строительства, социальной сферы и так далее). Также мы видим, что введенные санкции существенно влияют на внешнюю торговлю не только со странами-инициаторами (практически всеми государствами ОЭСР), но и с «дружественными» странами в периметре ЕЭС и БРИКС. Это связано с двумя факторами: во-первых, с угрозами вторичных санкций со стороны США и ЕС (уже проявляется, например, в приостановке обслуживания карт «МИР») и, во-вторых, работает эффект «культуры отмены».

Уже видны вторичные эффекты от санкций, они проявляются в проблемах с оплатой поставок и с дефицитом

не менее 4–6 трлн рублей ежегодно, из которых около половины должно идти на бюджетные инвестиции, а остальное на текущую поддержку деятельности бизнеса и доходов населения. Так, только на поддержку одной угольной отрасли из федерального бюджета требуется от 200 млрд рублей федеральных средств, по самым скромным подсчетам.

— Что можно сказать о возникших сейчас искажениях информационного поля? Ряд отечественных компаний закрыл чувствительную информацию (может, заодно и еще какую-нибудь). Ушел из российского поля ряд поставщиков глобальной информации. Как вы оцениваете эти риски? Возможно, имеет смысл создание российской структуры, типа Блумберга?

— Должно прийти понимание, что эти события имеют долгосрочный характер. А на долгий срок важную информацию закрывать не получится. Информация



(в рамках рейтингового пресс-релиза). Заинтересованные участники процесса пользуются для своих целей не первичной информацией, а изложенной в этом материале.

О частностях этого процесса можно договариваться. Какая глубина анализа нужна рынку, например. Вот первый сценарий.

Второй вариант — создать что-то вроде бюро кредитных историй. Здесь опять могли бы быть полезны именно КРА. Как ключевые пользователи информации. Мы могли бы собирать эту информацию и передавать рынку на определенных условиях и в определенном виде.

Например, в виде отчета о финансовом положении. Рейтинг — это мнение агентства, он может быть очищен от мнения аналитиков, может приблизиться к своего рода скорингу. Такой продукт не был бы рейтингом, там не было бы выводов о финансовом состоянии, отсутствовала бы буквенная шкала. Но были бы рассчитаны определенные показатели, содержались бы оценки структуры собственности, модели управления рисками.

Это целый новый пласт работы. Как мне кажется, рейтинговые агентства здесь могут быть очень полезны.

— Над чем сейчас работает НРА и какие ставит цели?

— Мы бы хотели чуть больше заниматься исследованиями. Эта ниша сейчас, с уходом иностранцев, как раз освободилась. Нам нравится эта работа, она у нас получается. Мы выпускаем довольно много аналитических обзоров: и секторальных, и отраслевых. НРА стремится держать «руку на пульсе» российской экономики и снабжать участников рынка актуальной и полезной аналитической информацией, которая поможет менеджерам и акционерам российского бизнеса правильно оценивать риски и учитывать их при принятии ключевых решений. Ключевыми темами по-прежнему остаются денежно-кредитная политика и денежно-кредитные

условия, активизация инвестиционной активности, лизинг, а также последние тренды в области страхования. Основными топиками исследований в ближайшее время агентство видит такие отрасли, как жилищное строительство и недвижимость, исследование инвестиционной активности предприятий и организаций, анализ ситуации в секторе МСП, а также ключевых отраслях: розничная торговля, производство

Мы бы хотели чуть больше заниматься исследованиями. Эта ниша сейчас, с уходом иностранцев, как раз освободилась. Нам нравится эта работа, она у нас получается. Мы выпускаем довольно много аналитических обзоров: и секторальных, и отраслевых.

сельскохозяйственной продукции и высокотехнологичных секторах экономики. Также мы продолжим снабжать участников рынка нашими прогнозами по макроэкономике и движению ключевой ставки.

Хотелось бы более углубленно заниматься ESG-рейтингованием. Было бы очень важно, чтобы к этой работе подключился Банк России. Потому что на рынке ESG-рейтингов может возникнуть ситуация, которая имела место на рынке кредитных рейтингов на этапе его становления. Когда каждый мог присваивать кредитный рейтинг без правил.

На рынке кредитных рейтингов правила уже созданы, это важно.

Необходимо установить и общие правила: для верификации зеленых, социальных облигаций, для всего сегмента устойчивого развития. Установить с самого начала.

Как мы понимаем для зарождающихся рынков, каковым сейчас является сегмент ESG-рейтингов, возможны два сценария. Сценарий первый: пусть

сначала растут все цветы, а потом половину растений выкосим. Причем косить начнем неожиданно для всех.

Сценарий второй: определить, какие именно цветы нужны, и дальше выращивать именно их. При таком подходе игрокам рынка понятна перспектива.

Банк России разработал сейчас документ под названием «Концепция организации в России методологической

системы по развитию зеленых финансовых инструментов и проектов ответственного инвестирования». Документ анализирует базовые параметры системы ответственного инвестирования, складывающейся за рубежом. А также описывает основные элементы, необходимые для формирования системы ответственного инвестирования в Российской Федерации, предлагает соответствующую дорожную карту.

Обсуждаются также методологические рекомендации по присвоению ESG-рейтингов. Это очень важная и правильная работа, однако предлагаемые в документе рекомендации, насколько понимаю, будут распространяться только на кредитные РА. Это может привести к тому, что цветы наших четырех игроков (КРА) будут расти только на пространстве, ограниченном рекомендациями Банка России. А другие растения будут расти, где хотят, имея гораздо более обширную площадь для развития. Что это будут за растения — колючки или розы — неизвестно. Но вот на нашем участке (ограниченном рекомендациями

регулятора) все растения точно будут гомогенными.

Вижу в этом риск.

Даже мягкое регулирование, имеющее рекомендательный характер, должно касаться не компаний, а предмета. Наверное, лучше бы не регулировать зарождающийся рынок. А попробовать мягко установить на нем правила игры.

Но, думаю, рынок будет жить. Подтверждением этому является и огромный интерес компаний к нашему некоммерческому исследовательскому продукту — ESG-рэнкингу. Он построен на подходах, аналогичных используемым нами при присвоении ESG-рейтингов, вызвал широкие дискуссии. Результатом обсуждения стали сформированные заинтересованными компаниями предложения по совершенствованию нашей методологии. Это очень ценно: ведь вместе с участниками рынка на этом зарождающемся поле мы можем сделать продукт, которому доверяют. □

Наталья Логинова

директор департамента по работе
с эмитентами Московской биржи

Реальная публичность

ИНТЕРНЕТ ПОМНИТ ВСЕ: ЛЮБОЙ ЖЕЛАЮЩИЙ МОЖЕТ НАЙТИ ТАМ ПОСЛЕДНЮЮ ОТКРЫТУЮ ИНФОРМАЦИЮ И ЭКСТРАПОЛИРОВАТЬ ЕЕ НА ТЕКУЩУЮ СИТУАЦИЮ

Наталья Логинова, директор департамента по работе с эмитентами Московской биржи, рассказывает Ирине Слюсаревой о причинах, по которым публичный рынок невозможен без публичного же раскрытия информации.

Фотографии Павел Перов

— Наталья, мы знаем, что ряд российских эмитентов закрыл доступ к информации о себе. Насколько открытость информации может навредить компании? Может ли информация уходить инвесторам другими путями — например, через посредников?

— Хорошие посредники лишнюю информацию на сторону не отдают, конечно. Но другой вопрос, что инвестору нужна от эмитента прямая информация. Не переработанные данные, а только факты и только от самой компании, это самое важное.

Как только появляется посредник, тут же появляются интерпретации, то есть, искажения и субъективность оценок.

Утверждая это, я хочу сказать очень простую вещь. Публичный рынок невозможен без публичного же раскрытия информации. Тут может быть

только один формат из двух. Либо публичный рынок есть, и тогда его участники раскрывают информацию. Либо, если они информацию перестают раскрывать, то функционирование публичного рынка попадает под очень большой риск. Потому что нарушается рыночный информационный обмен. Информация — это аналог нервной деятельности в организме.

Нервная система, как известно, обеспечивает взаимосвязь работы всех систем человеческого тела, их, так сказать, информационный обмен. Если нет этого обмена — обеспечить связную работу органов невозможно. Сначала сбоят отдельные части тела, затем рушится весь организм. Наверное, никто из участников рынка не хотел бы, чтобы такое случилось с фондовым рынком.



Было очень многое сделано для того, чтобы на отечественном рынке появилось доверие. Оно, в конце концов, появилось и привело к масштабным положительным сдвигам. А сейчас есть риск обнулить все эти многолетние усилия участников рынка. Не буду говорить ни за одного эмитента, стоило ли ему закрывать свою информацию или нет. Каждая компания сама распоряжается своими данными и решает, какие риски для нее наиболее чувствительны. Но со стороны Московской биржи очевидно, что закрытие информации не может длиться долго.

Право закрывать информацию было дано компаниям до конца 2022 года, сей-

час оно продлено еще на полгода. Но и этот срок быстро истечет. Возвращаться к нормальным форматам раскрытия информации должны все публичные компании.

Не следует забывать, что, закрываясь, полностью обезопаситься от утечек невозможно. В наш век информационных технологий, если кто-то непременно хочет получить определенную информацию, то он ее получит.

Интернет помнит все. Кто хочет, может найти там последнюю открытую информацию и экстраполировать ее на текущую ситуацию. При этом риски (неверного) восприятия той старой информации все равно остаются. А вот

преимуществ для компаний от того, что информация о них закрыта, с точки зрения динамики цен их акций, перспектив привлечения нового капитала на развитие совсем нет.

Давайте учитывать, что на российском публичном рынке уже обращаются акции на сотни миллионов долларов, облигации на триллионы рублей. Можно ли ставить под риск само существование такого значимого сегмента российской экономической жизни — вопрос риторический.

У Московской биржи есть статистика по числу компаний, закрывших информацию о себе: кто-то закрывает информацию полностью, кто-то частично. Но



если брать весь круг компаний, принявших решение ограничивать сведения в той или иной мере, то это значительно больше 50% как на рынке акций, так и на рынке облигаций. Максимум 20–25% компаний продолжают раскрываться полностью. И тренд нарастал с того момента, как компаниям было дано такое право. Еще весной закрытых компаний было треть, летом — половина. Сейчас — уже более трех четвертей.

Это неправильно. Возвращаться к раскрытию информации нужно как можно скорее.

В настоящее время инвесторы не имеют возможности оценить свои вложения. Да, есть биржевой рынок, и на нем есть котировки. Но понять, справедливы эти котировки или нет, не имея на руках данные о фактическом состоянии дел в компании, невозможно.

Поэтому я горячо приветствую, например, банки, которые шаг за шагом начали возвращаться в формат реальной публичности и давать информацию о себе. А ведь у банков вообще было не право, а запрет на раскрытие. Но, видимо, они уже начали сталкиваться с необходимостью сообщать инвесторам хоть какие-то сведения о своем финансовом состоянии. При этом ряд кредитных учреждений имеет возможность показать вполне неплохие финансовые показатели. Очень хорошо, что они стали это делать. Ведь в вакууме можно строить любые догадки, как позитивные, так и негативные.

Эта практика никому не идет на пользу.

От недостатка информации страдают все участники — управляющие компании, пенсионные и страховые фонды, инвесторы-физлица. Да и сами эмитенты. Потому что, закрывая информацию, они перекрывают возможность устанавливать на себя правильные ставки риска, в том числе, на бирже. Тем самым значительно ухуд-

шают условия для ликвидности своих бумаг на организованных торгах.

Я понимаю, когда компании закрывают информацию о физических лицах, которые входят в органы управления. Эта информация тоже важна инвесторам. Но если есть цель защитить конкретного человека, то эти сведения, наверное, можно временно закрыть. Однако на весь массив данных о компании такую логику нельзя распространять.

— Но, может быть, информацию именно личного плана можно заводить на рынок уже опосредованно — скажем, через рейтинговые агентства?

— Рейтинговые агентства — очень важный элемент инфраструктуры рынка. Они дают мнение о кредитном риске, о вероятности кредитного дефолта. Использовать рейтинговые агентства таким образом, о котором вы говорите, — неправильно. Их функция четко определена, и она другая. Они рассказывают о бизнесе компании исключительно через кредитный профиль.

На рынке облигаций рейтинг важен и нужен, чем больше там рейтингов, тем лучше. К рынку акций методичку рейтингового агентства вряд ли можно приложить. Потому что рынок акций — про будущее; про цели и стратегию компании. Рейтинговое агентство тут никак не поможет. Оценка кредитоспособности — да, передаточное звено в цепочке распространения информации — нет. Для этого должны разрабатываться другие инструменты.

— Так как же возвращаться к прозрачности?

— Сложный вопрос. Регулятор сказал, что к вопросу надо подходить аккуратно, искать компромиссные решения. Думаю, что лучший способ — в каждом конкретном случае искать правильный путь в процессе обсуждения между эмитентом, регулятором, профучастниками и саморегулируемыми организациями. Анализировать, что

реально увеличивает риски, и тогда для передачи рынку этой информации нужно искать опосредованные механизмы. А что можно публиковать свободно.

По-моему, вопрос настолько усложнился, что решить его теперь можно только коллективно и методом последовательных итераций.

Перефразируя недавнее выступление Ксении Юдаевой*, можно сказать, что в этом году были приняты беспрецедентные меры поддержки, чтобы защитить российский бизнес от рисков санкций, но надо искать баланс между адаптацией к ним и несозданием новых рисков, связанных с непрозрачностью. Лекарство не должно быть хуже болезни. □

* Из выступления Юдаевой на пресс-конференции 1 декабря, посвященной презентации Банком России обзора финансовой стабильности за II–III кварталы 2022 года: «В этом году мы приняли действительно беспрецедентные меры поддержки, чтобы дать финансовым институтам возможность подстроиться к изменившейся ситуации и защитить их от новых санкционных рисков. Но всегда надо искать баланс между тем, чтобы дать время финансовым институтам подстроиться, и тем, чтобы не создать новых рисков, связанных со слишком долгим невыполнением нормативов и непрозрачностью».

Лишнего не скажем

ПРАВИТЕЛЬСТВО ПРОДЛИЛО УЧАСТНИКАМ ФОНДОВОГО РЫНКА ПРАВО НЕ РАСКРЫВАТЬ КОРПОРАТИВНУЮ ИНФОРМАЦИЮ

В качестве противодействия санкционной политике российское правительство разрешило отечественным публичным компаниям не раскрывать чувствительную для них корпоративную информацию. Право раскрывать такую информацию в ограниченном объеме или вообще отказаться от раскрытия появилось у эмитентов в самом начале СВО (постановление правительства РФ от 12 марта 2022 года № 351).

Предполагалось, что оно будет действовать до 31 декабря. Но этого срока оказалось недостаточно.

Постановление от 24 ноября 2022 года №2131 продляет право закрываться еще на полгода.

Теперь эмитенты ценных бумаг смогут не раскрывать (частично или в полном объеме) корпоративную информацию вплоть до 1 июля 2023 года. Постановление о продлении срока действующей меры подписал Председатель Правительства М. Мишустин. «Решение принято для защиты участников фондового рынка от возможных санкций со стороны недружественных государств», — говорится в сообщении правительства.

В постановлении № 351 речь, в частности, идет о промежу-

точной и годовой бухгалтерской отчетности, а также об аудиторских заключениях.

Получение соответствующих данных не ограничивается только для государственных органов, органов местного самоуправления, государственных внебюджетных фондов и Банка России.

Также обсуждается продление эмитентам разрешения не публиковать годовую и промежуточную консолидированную финансовую отчетность. На прошлой неделе Минфин разместил для обсуждения (на федеральном портале проектов нормативных правовых актов) проект постановления правительства, который пролонгирует такой порядок до 1 июля 2023 года. Изменения предлагается внести в постановление правительства №395 от 18 марта 2022 года.

Между тем в середине ноября глава ЦБ РФ Эльвира Набиуллина говорила о планах регулятора увеличить объем раскрываемой финансовыми и нефинансовыми организациями информации. «Когда произошли эти шоки, мы закрыли большой объем информации финансовых институтов. Но для того, чтобы финансовый рынок активно работал, и

чтобы инвесторы могли принимать инвестиционные решения, конечно, нужен возврат к раскрытию информации финансовыми и нефинансовыми организациями (кроме той информации, которая повышает чувствительность компаний к санкциям). Мы готовимся к тому, чтобы начать давать больше информации, чтобы инвесторы могли принимать решения», — заявила она, выступая в ходе совместного заседания комитетов Государственной думы по рассмотрению основных направлений денежно-кредитной политики на 2023-2025 годы. ■

Путь к получению статуса квалифицированного инвестора в Центре оценки квалификаций НАУФОР

Подготовка к профессиональным экзаменам:
финансовое консультирование

Обучение в КЦ НАУФОР
в форме семинара/вебинара

**Узнать о наборе новых групп
и записаться можно на сайте**

 www.naufor.ru

Программа обучения:

- 1 день** Рынок ценных бумаг. Понятие и виды ценных бумаг. Понятие и виды договоров, являющихся производными финансовыми инструментами.
Участники рынка ценных бумаг. Инфраструктурные организации.
Регулирование и саморегулирование на рынке ценных бумаг.
Институты коллективного инвестирования.
- 2 день** Корпоративное право.
Налогообложение операций с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами.
Противодействие легализации доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма.
- 3 день** Защита прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг.
Противодействие неправомерной деятельности на рынке ценных бумаг.
Требования к инвестиционному советнику.
Квалифицированные и неквалифицированные инвесторы.
Порядок определения инвестиционного профиля клиента.
Порядок предоставления индивидуальной инвестиционной рекомендации.
- 4 день** Правила контроля конфликта интересов.
Внутренний контроль и риск-менеджмент инвестиционного советника.
- 5 день** Анализ финансовых рынков.
Финансовые вычисления и оценка доходности ценных бумаг.
Принципы управления портфелем ценных бумаг.

Открытость рулит

27 октября в Москве состоялось подведение итогов юбилейного, XXV, конкурса годовых отчетов, который проводится Московской биржей

Идея конкурса состоит в том, что повысить уровень открытости публичных компаний, сделать раскрытие информации более эффективным.

Национальная ассоциация участников фондового рынка традиционно поддерживает этот конкурс как мероприятие, направленное на развитие информационной открытости публичных компаний и поддержку высоких стандартов корпоративной культуры в нашей стране. От НАУФОР в состав жюри входит президент Алексей Тимофеев.

В 2022 году организаторы обновили порядок оценки конкурсантов и систему номинаций. Были введены пять главных призов в основных номина-

циях, которые присуждаются за лучшие годовые отчеты; а также отчет об устойчивом развитии, в зависимости от размера капитализации компании.

Система оценки конкурса включает в себя анализ количественных и качественных показателей, к которым относятся описание бизнес-модели, раскрытие корпоративной информации, стратегии развития, финансовых показателей. Для ряда номинаций введены специфические показатели.

В 2022 году в конкурсе приняли участие 86 компаний, 9 из них — впервые.





ГРАН-ПРИ:	Победитель
Лучший годовой отчет компании с капитализацией более 200 млрд рублей	ФосАгро
Лучший годовой отчет компании с капитализацией от 40 до 200 млрд рублей	Аэрофлот
Лучший годовой отчет компании с капитализацией до 40 млрд рублей	Россети Центр
Лучший годовой отчет непубличной компании	КазМунайГаз
Лучший отчет об устойчивом развитии	Норникель ОУР НЛМК ГО
Иные номинации	Победитель
Лучший дебют	Рольф
Прорыв года	МТС
Лучший годовой отчет: эффективная коммуникация	Норникель
Лучший годовой отчет: корпоративное управление	Детский Мир
Лучшее раскрытие информации об устойчивом развитии	НОВАТЭК
Лучший годовой отчет: инвестиционная привлекательность	МРСК Урала
Лучшая коммуникация с инвесторами в сегменте МСП и Сектора Роста	Ред Софт



Юрий Денисов, председатель правления Московской биржи:

— Ежегодно Московская биржа выбирает лучшие компании, которые применяют передовые практики в раскрытии информации, подають пример прозрачности участникам рынка. В изменившихся условиях этого года многие компании сократили объем раскрываемой информации. Поэтому особенно важно, что так много эмитентов продолжают делиться информацией со своими акционерами и общественностью. Активное участие в конкурсе как публичных, так и непубличных компаний показывает, что сегодня бизнес видит ценность прозрачности как важнейшего показателя качественного корпоративного управления и устойчивого развития.



Алексей Буздалин, директор Центра экономического анализа «ИнтерФакс»:

— RUSBONDS традиционно поддерживают конкурс. В этом году мы вышли с новой номинацией — «Лучшая коммуникация с инвесторами в секторе роста и МСП». Она должна поддержать усилия компаний в совершенствовании коммуникаций с инвесторами. Мы считаем, что в условиях внешних санкций и снижения обязательных требований к раскрытию информации развитие каналов взаимоотношения с клиентами является особенно важным. В том числе и как вариант компенсации рисков, возникающих в связи с недостаточным раскрытием информации.



Александр Трегуб, начальник аналитического Управления НАУФОР:

— Мы практически с основания конкурса взаимодействуем с биржей, в НАУФОР уже отработана методика оценки годовых отчетов, в которой я принимаю непосредственное участие. Могу сказать, что уровень представленных отчетов растет, и этот год не является исключением. Компани стараются использовать лучшие мировые практики в подаче информации, совершенствуется визуальное представление, появляются новые разделы (защита окружающей среды, социальная роль компаний, развитие отрасли в целом). Безусловно, в этом году частично снизилось количественное представление в связи с рисками внешних санкций, что печально. В следующем году эта тенденция может еще усилиться. Важно, что для эмитентов идея необходимости быть открытыми уже не оспаривается, а это является ключевым стимулом развиваться и становиться лучше.

По альтернативному пути

На третьей сессии Уральской конференции НАУФОР обсуждались стратегические задачи и возможности отрасли в среднесрочной перспективе; иностранные ценные бумаги; роль и значение коллективных инвестиций для рынка капитала в период трансформации экономики.

Фотографии Андрей Порубов

Участники: Валерий Красинский (заместитель директора департамента – начальник управления регулирования департамента инвестиционных финансовых посредников Банка России); Владимир Кречотень (генеральный директор «Ингосстрах – Инвестиции»); Ирина Кривошеева (председатель правления, генеральный директор УК «Альфа-Капитал»); Ольга Сумина (председатель комитета по стандартам деятельности управляющих компаний инвестиционных фондов при Банке России); Алексей Третьяков (генеральный директор УК «Ари капитал»); Екатерина Черных (председатель комитета НАУФОР по ЗПИФ).

Модератор — Илья Ванин (вице-президент НАУФОР).

Илья Ванин. Коллеги, добрый день! Пришло время третьей сессии, посвященной рынку коллективных инвестиций. Я рад всех приветствовать еще раз, уже со сцены. Появилась дополнительная задача провести нашу сессию компактно, я надеюсь, от этого не потеряется качество и актуальность

тех вопросов, которые мы сегодня планируем рассмотреть.

В соответствии с вектором, который был задан на первой и второй панелях, я предлагаю провести нашу сессию как стратегическую. Хотелось бы поискать те направления развития отрасли коллективных инвестиций, которые могут быть актуальны в сложившихся обстоятельствах. Тем не менее, мы в конце остановимся и на некоторых более частных вопросах, которые не теряют свою актуальность, несмотря на большие глобальные внешние воздействия.

Я хотел бы предоставить слово Ирине Кривошеевой. Ирина, вы на рынке далеко не первый год, прошли через разные кризисные ситуации, накоплен колоссальный опыт по их прохождению. Понятно, что сейчас ситуация в чем-то уникальная, но, тем не менее, хотелось бы услышать вашу оценку ситуации: где мы находимся, куда можем двигаться. И дополнительные два вопроса.

Вопрос первый. Вы не первый год развиваете в рамках компании альтернативные инвестиции, —



может быть, это как раз то направление, в котором должна развиваться отрасль?

Второй вопрос касается иностранных ценных бумаг в ПИФах. Мы знаем, что Банк России ограничил такой инструмент для неквалифицированных инвесторов на брокерском обслуживании. И ждем обсуждения с Банком России о том, как этот вопрос решится в фондах. И вот хотелось бы, чтобы вы со своей стороны высказались, насколько мы готовы управлять тем риском, который связан с наличием иностранных ценных бумаг в фондах для неквалифицированных инвесторов. На этом тоже в выступлении заострите внимание. Ирина, прошу вас.

Ирина Кривошеева. Да, Илья, спасибо. Всем добрый день! Я попробую говорить очень кратко. Но все-таки вспомню фразу, которая сейчас часто повторяется: тяжело жить в учебнике истории, особенно на его последних страницах, которые еще пишутся.

Безусловно, и фондовый рынок, и финансовый рынок нашей страны, и уже тем более индустрия управления активами переживают системную структурную трансформацию. Не надо недооценивать или пытаться погрузиться в обсуждения деталей и нюансов, все глобально. Мы перестраиваем продуктовые линейки, перестраиваем инфраструктуру, а во многом, конечно

же, внутренние процессы. И это очень существенно.

Компании «Альфа-Капитал» в этом году исполняется 30 лет, это вроде бы уже какой-то срок. С другой стороны, фондовому рынку — 150 лет. Вообще российский фондовый рынок возник в 1860 году, за эти 150 лет уж было все: и войны, и революции, и периоды взрывного роста, и НЭП. И шаг за шагом индустрия справлялась с вызовами и находила новые точки роста.

Мне стало интересно, я почитала воспоминания тогдашних управляющих, которые работали до 1917 года. Они игроков, играющих на повышение, называли, понятное дело, «по-

вышателями», а вот тех, кто играл на понижение — «гробокопателями». Нам гробокопателями становиться нельзя, мы должны создавать продукты, которые точно будут выгодны и нам, и, прежде всего, нашим клиентам.

Розничных инвесторов называли тогда «публикой», профучастников — «кулисами», а спекулятивные рынки — «американкой». И вот мне кажется, что сейчас мы отходим от «американки» и пытаемся создать действительно российскую индустрию. В том числе, российскую индустрию управления активами.

Проводить стратегические сессии я даже у себя внутри компании сейчас не позволяю. Мне кажется, что намного важнее определять тактические задачи, которые действительно являются приоритетными на период — максимум ближайших 6 месяцев, может быть, год.

И вот с точки зрения тактических задач — да, мы действительно верим в направление «альтернативные инвестиции». Во многом эта уверенность помогла развивать это направление не только в текущих условиях, но и на протяжении последних трех лет. Конечно, международная статистика по управляющим компаниям тоже давала нам уверенность в том, что это направление правильное. Если посмотреть на 2021 год, то в мировой индустрии управляющих компаний лишь 16% всех активов приходилось на альтернативные инвестиции. При этом уже на конец прошлого года 54% от выручки управляющих компаний приходилось именно на эти активы.

Конечно, это и более сложные сделки, и более сложное структурирование. А значит, более маржинальные инструменты для управляющей компании, которая предлагает это своим клиентам.

Поэтому — да, альтернативные инвестиции.

Мы верили и в коммерческую недвижимость, и в арендные потоки, эти

продукты в нашей практике показали себя достаточно хорошо. Конечно, сейчас время вносит свои коррективы, какие-то активы стали стрессовыми, но они, тем не менее, могут быть интересны тем или иным категориям клиентов. Безусловно, активно развивается и структурирование, исходя из интересов крупных клиентов либо крупных семей. Да, эта тема есть, она, безусловно, остается актуальной.

Теперь вторая история.

Согласно статистике, в 1893-м году на российских биржах торговались акции 853 компаний, а в 1913-м — 4 тысячи 081 акция. Сейчас на Московской бирже обращается 270 акций, причем мы все знаем, что из этих 270 более-менее активно торгуются не более 30. Это те бумаги, которые профессиональные участники могут использовать с чистым сердцем.

То есть, тема недостаточного количества эмитентов сейчас более чем актуальна на нашем рынке. И мне кажется, что привлечение средних компаний к осуществлению займов, к выходу, в том числе, на рынок капитала — это, в том числе, задача и управляющих компаний. Я считаю, что это наша тема: приходить к средним компаниям, объяснять значимость и смысл использования фондового рынка, возможности привлечения внутренних ресурсов. Пусть это будет называться импортозамещением. Или просто созданием новых интересных предприятий, которые за счет своего роста смогут давать понятный доход, в том числе, нашим клиентам.

Поэтому, да, рынок облигационных займов средних российских компаний, а также рынок IPO — это еще две темы, которые нам кажутся актуальными.

В плане иностранных бумаг. Я бы здесь не преувеличивала значимость решения исключительно Центрального банка. Потому что те инфраструктурные

риски, с которыми мы все столкнулись (связанные с поломкой моста между НРД и Euroclear), конечно, очень существенно отпугнули клиентов от темы, связанной с иностранными бумагами. И объемы, и вообще интерес к стратегиям с использованием международных инструментов у клиентов нашей компании действительно существенно снизился.

При этом я согласна с Алексеем Тимофеевым. Он еще на первой сессии говорил о том, что все-таки в интересах наших клиентов — продолжать говорить о страновых диверсификациях, о валютных диверсификациях, в плане снижения рисков именно с точки зрения формирования портфеля клиента. Мне кажется, что все равно международная диверсификация должна существовать.

Думаю, каждый из нас ищет новые возможности, новые страны. Мы сейчас стараемся более детально изучить тот же рынок Индии. Он достаточно неординарный и сложный для нашего понимания. Тем не менее, там есть неплохие эмитенты, есть контрагенты, которые готовы работать с нами в более плотном режиме. Безусловно, мы все, так или иначе, сталкиваемся с изучением также и арабского мира. Анализируем, что происходит там с облигационными рынками. Аналитическая поддержка со стороны управляющих компаний в отношении ранее неизвестных нам рынков — это, наверное, тоже тема, которая характерна и для текущего, и 2023 года.

В завершение хотелось бы сказать, что если мы сами не будем писать свою историю, то ее напишет, чего доброго, кто-нибудь за нас. Поэтому основная задача (она, мне кажется, всегда была характерна для управляющих компаний) — обеспечить проактивный подход к клиентам и, несмотря ни на что, предложение продуктов, которые актуальны в текущий момент времени. Ну, и конечно, очень



вовлеченное отношение к поддержке значимости и важности российского фондового рынка в целом, и индустрии управления активами, в частности. Спасибо.

Илья Ванин. Ирина, спасибо большое. Небольшой дополнительный вопрос, если можно, буквально несколько слов в продолжение той темы, которая затрагивалась и на брокерской панели, — все-таки сказать несколько слов про клиентов. Понятно, что клиент у управляющих немножко свой, взаимоотношения во многом завязаны именно на доверии, ведь мы занимаемся доверительным управлением. Мы знаем относительно сухую ста-

тистику: после двух месяцев оттоков из розничных фондов четыре месяца шли не только не оттоки, а небольшие даже притоки. Но это статистика. Несколько слов все-таки о том, как это выглядит изнутри. Не теряют ли доверие клиенты? Мне кажется, это важно.

Ирина Кривошеева. Этот кризис — удивительный. Я не уверена, что клиенты теряют доверие к отдельно взятым участникам если они видят активную коммуникацию, прозрачность. По многим участникам рынка (с кем общаемся), по нашей компании мы видим, что клиенты реагируют очень адекватно.

Но при этом мы должны смотреть правде в глаза: риски, которые реализовались для клиентов, в том числе инфраструктурные риски (связанные с той же системой депозитарного хранения), абсолютно не были в периметре обсуждения. Мы всегда говорили о кредитных рисках, о рыночных рисках. Но операционные риски оказались мегазначимы: у клиентов заморожены бумаги, там или здесь подвисают платежи, есть невозврат долларовых платежей, невозможно понять, куда деньги ушли и где пришли. В результате клиенты задумываются о привлекательности именно ценных бумаг, инструментов фондового рынка, это

тоже правда жизни. Поэтому, конечно, многие сейчас опять голосуют в пользу более понятных объектов вложения, той же недвижности. Мы видим, что опять есть тот или иной спрос, не только в нашей стране, но и на зарубежную недвижность. Это, конечно, прежде всего касается состоятельных клиентов. У них в целом сейчас стадия локального удивления, связанного с происходящим. Поэтому в целом, конечно, притоки естественным образом сейчас сокращаются.

Что касается розничных клиентов: они тоже реагировали достаточно адекватно. В целом статистика по индустрии показывает, что не было каких-то эмоциональных, истеричных оттоков, как два месяца или три месяца назад. На каких-то новых уровнях клиенты готовы слышать аргументы и даже входят.

Для меня было неожиданностью, что работают онлайн-каналы продаж. При том, что мы полностью сократили маркетинговый бюджет, в июле порядка 10 тысяч клиентов самостоятельно покупали паевые инвестиционные фонды, в августе их было порядка 8 тысяч. С учетом сезонности это совершенно адекватный показатель. И меня это удивляло, я даже прослушивала колл-центры, потому что интересно, кто эти люди, эти 10 тысяч, которые сами, без рекламы пришли в паевые инвестиционные фонды. Безусловно, там фаворитами являются российские облигации, но и российские акции тоже пользовались постоянным спросом.

Поддержу точку зрения, что доверие к отдельно взятым участникам рынка сохраняется. Понимание того, в чем состоит преимущество паевых инвестиционных фондов, тоже у клиентов сохраняется. И формирует какой-то относительно устойчивый спрос. Но, тем не менее, конечно, все вместе происходящее не может не вызывать у клиентов вопросов.

Илья Ванин. Ирина, спасибо. Приятно слышать, что доверие есть, им надо дорожить.

Следующим я бы попросил выступить Владимира Крекотеня: немножко на контрасте как человека, который сейчас развивает более новый бизнес в сегменте коллективных инвестиций. Прошу прокомментировать ситуацию со своей стороны. Вы смотрите на перспективы так же, как несколько лет назад, начиная этот путь? не потеряли оптимизма? И также попросил бы пару слов сказать в качестве представителя компании с большой долей средств институциональных инвесторов: оценить, насколько их средства важны и перспективны для поддержки рынка.

Владимир, прошу вас.
Владимир Крекотень. Илья, спасибо большое. Добрый всем день!

Нуачну с фокусировки нашего внимания на том, что сегодня сказал Сергей Анатольевич в первой части выступления: есть сбережения, а есть инвестиции. И мне кажется, что очень важно определять этот водораздел. Сбережение — это высокая степень прогнозируемости результатов, и соответственно, низкие риски. А инвестиции — это человек вкладывает сегодня для того, чтобы в будущем иметь какую-то доходность. И он должен иметь возможность покупать риск осознанно.

В этом смысле роль институциональных инвесторов или роль управляющих компаний сейчас, на мой взгляд, только возрастает. По той простой причине, что часть информации закрыта, а часть реализовавшихся проблем (и депозитарных, и кастодиальных, и прочих) может решаться только сообща и только достаточно компетентно. Отдельно взятый инвестор такие проблемы решить, скорее всего, не сможет. Поэтому, конечно, роль индустрии растет.

Что касается объема средств и страховых компаний, и пенсионных

фондов, и инвестиционных компаний, которые приходят на рынок сейчас. Что мы наблюдаем? Вот сейчас 70% оборота на фондовом рынке составляют «физики». Это хорошо, мы давно этого хотели. Но, к сожалению, это произошло не только за счет того, что физические лица массово пришли на рынок и принесли свои деньги. Но еще и за счет того, что с рынка ушли международные инвесторы из недружественных стран. И появился хороший вакуум, который можно и нужно замещать российским институциональным инвестором. Но риск-политики, финансовые политики и учетные политики многих компаний не позволяют инвестировать средства с горизонтом 5–10–15 лет. Всегда есть годовой бюджет, всегда есть годовые планы, которые управляющий должен выполнять. А на годовом горизонте, как мы с вами видим, невозможно инвестировать по той же инвестдекларации, по которой ты бы это делал на 10-летнем горизонте.

Поэтому, конечно, институциональный инвестор может менять свой горизонт. Но для этого должны произойти определенные изменения и в регулировании, и в отношении к этим деньгам. Мы все-таки должны понять, что это инвестиции, а не сбережения. Сбережения тоже должны быть. Но это другой класс, я про него сейчас не говорю.

Ирина классную статистику привела: про то, что было в 1893 году и в 1913-м. И вот очень хочется, чтобы на наш рынок, кроме институциональных инвесторов, пришли те, кому сейчас нужны деньги. Перед страной стоит достаточно серьезная задача: решить вопросы импортозамещения, решить вопросы развития определенных отраслей, определенных предприятий.

Я посмотрел, в каком соотношении в тех или иных стратегических отраслях, скажем так, работают крупные

компании и мелкий/средний бизнес. От 25 до 30% — такова доля малого и среднего бизнеса в стратегических отраслях. Причем чем более капиталоемкая отрасль, чем более капиталоемкое производство, тем больше эта доля снижается. При этом крупные компании, как правило, достаточно долго переобуваются, меняют свою стратегию. Большой корабль сложнее разворачивать. Поэтому нужны стимулы для прихода на рынок заимствований и на рынок IPO малого и среднего бизнеса.

На конец июня 2022 года в стране было 9,8 млн субъектов малого и среднего предпринимательства, и пока лишь малая часть из них пришла на инвестиционный рынок за тем, чтобы привлечь деньги. В облигациях, им, как правило, нужно привлечь не больше 10 млрд рублей, а индустрии меньше 10 млрд — невыгодно. Поэтому нужны новые инструменты.

Что еще важно сказать. Я считаю, что для рынка коллективных инвестиций сейчас очень хорошее время для соинвестирования, партнерского инвестирования и так далее. Это то, в чем мы как класс профессиональных участников рынка ценных бумаг можем дать российскому рынку добавленную стоимость. Потому что мы можем по-другому отбирать венчурные проекты, по-другому управлять рисками этих проектов и так далее. И это очень важно.

Раньше все молодые компании, в том числе российские, куда ехали за венчурным инвестированием? В Силиконовую долину. Объем венчурных привлечений в России за 2021 год составил 2,4 млрд долларов, а в США — 330 млрд долларов. Это катастрофический разрыв.

Теперь нашим компаниям ехать туда не надо, по разным причинам. Но у нас нет соответствующего рынка. Я посмотрел интересную статистику: на каких стадиях в России инвестируют в те

или иные проекты. Вот как вы думаете, в России на ранней стадии проекта какой объем средств приходит за счет инвестиций? Предположите, каков в процентах объем инвестиций на ранних стадиях? До 10? 10–20? В общем, не буду вас томить: в России эта цифра — 4%. На ранней стадии российские малые и средние компании никому в России не нужны. Мировая статистика — 63%. Весь мир инвестирует на ранней стадии, а Россия инвестирует на поздней, когда вся доходность уже получена максимально.

Сегодня с утра уже затрагивали тему, что вся индустрия работает для того, чтобы давать инвестору доходность, чтобы инвестор долгосрочно зарабатывал, а не только индустрия зарабатывала на нем. Но чтобы он зарабатывал, надо уметь управлять риском и надо научиться принимать риск на более ранних стадиях. Здесь индустрия коллективных инвестиций как нельзя кстати, и мы можем это все организовать.

Следующий момент. Конечно, хорошо инвестировать на ранней стадии, создать венчурные фонды и так далее. А куда выходить? сейчас российского рынка IPO нет. Поэтому очень бы хотелось, чтобы на Питерской бирже, на Московской бирже появились площадки, на которых те самые венчурные фонды, которые взяли риск (свой и частных инвесторов) на ранней стадии, могли бы эти проекты продать большому количеству инвесторов. Это крайне важно. Причем крайне важно совместить это с налоговыми стимулами или со стимулами на долгосрочный прирост капитала.

Сегодня также затрагивался вопрос про соинвестирование, краудфандинг, краудинвестинг. Очень хорошая тема. Но есть жутчайший арбитраж между профессиональными участниками рынка ценных бумаг и нелицензируемыми компаниями. Можно сейчас сделать платформу для привлечения

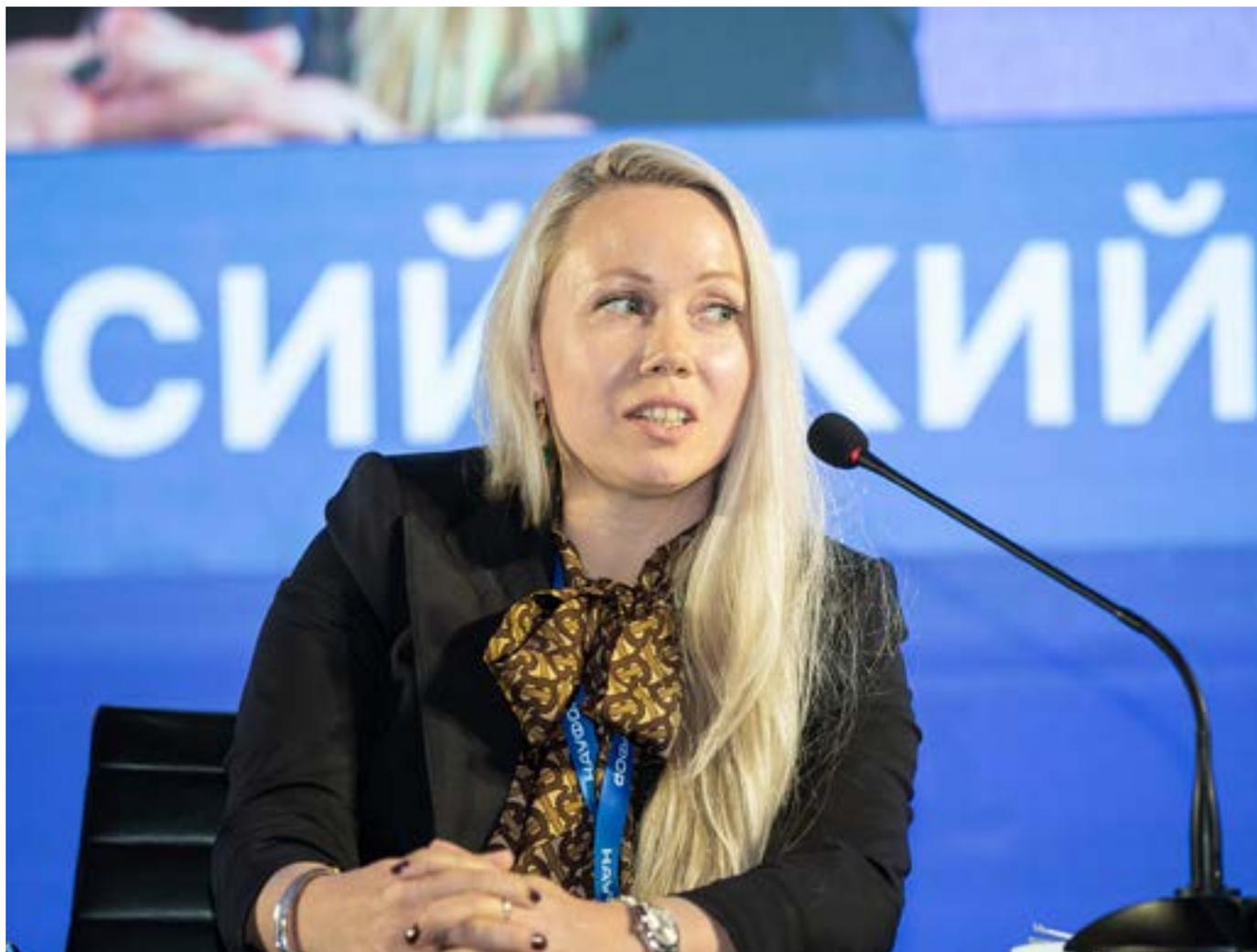
средств населения в формате краудфандинга и заниматься этим. А, например, управляющая компания, которая делает фонды, не может такую платформу сделать. Конечно, надо уравнивать этих игроков в правах: либо тех дотянуть по регулированию до нашего уровня, либо нам разрешить тоже делать такие вещи.

Что еще хотелось отметить как вызов и возможность для рынка коллективных инвестиций. Вот мы говорим постоянно, что количество частных инвесторов на российском рынке очень сильно выросло. Да, действительно, брокерские счета имеют 26 млн инвесторов, а суммарно на всех продуктовых направлениях инвестирует 31 млн человек. Скоро на рынке будет присутствовать практически все платежеспособное население России.

31 млн — это много. Но основу этой массы составляют брокерские счета. Люди получили свой первый опыт, они сейчас захотят переходить из компании в компанию, скорее всего. Нужно создать централизованный механизм, обмен информацией по ценным бумагам между профучастниками должен быть технологически централизован. Не только с точки зрения рекомендаций НАУФОР относительно того, как это делать, но еще и с точки зрения технологической обязанности.

Я тоже инвестор. На сегодняшний день мои активы частично заблокированы, частично распределены по разным компаниям, так случилось. Соответственно, чтобы это все собрать воедино и хотя бы иметь возможность контролировать, мне нужно потратить очень много времени, нужно вручную пройти многие процессы.

Если бы у индустрии коллективных инвестиций появился технологический инструмент, помогающий собирать активы в одном месте, то воля клиента управлять этим более прозрачно была бы более легко исполни-



ма. Сейчас некоторые профучастники даже не успевают обрабатывать документы по подтверждению стоимости заводимых активов, потому что это невозможно, это приходится делать вручную, нет стандарта обработки информации.

Ну и последнее, наверное, что хотел сказать. В кудуарах мы это много раз обсуждали: нельзя трогать ИИС 1-го типа. Я не знаю, как еще это говорить и с каких трибун. Дело в том, что я участвовал, как и НАУФОР, в создании продукта. В 2015 году мы одними из первых запустили его на рынке. Я прекрасно понимаю, почему и как этот инструмент работает. У меня была

возможность следить за клиентскими выражами на протяжении практически шести лет, я видел, как себя ведут клиенты, покупающие этот продукт. Реальный отток из ИИС 1-го типа очень низкий. В основном люди держали этот продукт и ежегодно доносили туда средства: кто-то ежеквартально, кто-то ежегодно. В целом этот продукт действительно формирует у клиента долгосрочную привычку инвестировать, чего мы и хотели добиться. Если мы этот продукт сейчас из линейки уберем, то второй раз будет достаточно сложно произвести на этого клиента первоначальное впечатление. Поэтому да, ИИС-3 надо до-

бавлять, но при этом надо придумать, каким образом оставить первый ИИС. Сергей Анатольевич сегодня сказал про множественность ИИСов. Может быть, это тоже выход.

В целом я считаю, что отрасль сможет справиться с вызовом, который сейчас стоит перед нами: перед клиентами, перед профучастниками. Мы все сможем выстоять. Главное, относиться ко всему осознанно и здраво. Чего всем, собственно, и желаю. Спасибо.

Илья Ванин. Владимир, спасибо. Мне кажется действительно перспективной мыслью о том, чтобы брать чуть больше риска за счет более раннего финансирования бизнесов. И здесь важна роль

управляющих компаний как некоего мостика между бизнесом и инвесторами. Это интересная мысль. Я думаю, Валерий Михайлович в конце прокомментирует эту идею.

Дальше я хотел бы передать слово Ольге Суминой как представителю компании с иностранным участием. Это, наверное, дает отдельные возможности и создает отдельные сложности для бизнеса.

Ольга, прошу тебя оценить со своей стороны, с чем мы столкнулись. А также выделить вопросы контрсанкционных требований к нашему рынку. И, кроме того, высказаться по поводу иностранных ценных бумаг, потому что это актуальный вопрос. Сейчас нужно сформировать общее мнение индустрии по этому поводу. Ольга, прошу.

Ольга Сумина. Илья, спасибо большое. Перечень вопросов действительно интересный и актуальный, постараюсь охватить все.

Но вначале хотелось вот что отметить. На самом деле мы за последние годы колоссально закалились. Если бы столкнулись с текущей ситуацией ранее, то, возможно, последствия были бы более масштабными. Что мы за это время успели сделать? Основное, мы научились слышать клиента. Настроили коммуникацию с клиентом, настроили онлайн-каналы, приняли тактику профилирования инвесторов, сбор портфеля. Это потребовало пересмотра CRM-систем и так далее. Но коммуникация налажена, поддержка клиентов в текущей ситуации сыграла свою роль: мы сейчас не видим драматических оттоков.

Когда мы сейчас говорим про объем инвестиций, то остается открытым вопрос качества оценки. Методика оценки требует коррекции. Думаю, что с помощью НАУФОР мы пересмотрим сложившиеся подходы.

Что касается валютного регулирования. Это действительно новая сущность, которую мы обязаны были

в максимально короткие сроки имплементировать в наши бизнес-процессы, отразить в наших продуктовых линейках. Мы с этим справились, контроль за движением капитала состоялся. Сейчас уже ждем послаблений от регулятора.

Каждый раз, когда мы получали новый указ, то сразу же думали: распространяется ли сфера его действия на фонды или нет. В фонде общедолевая собственность, есть и резиденты, и нерезиденты. И сейчас мы уже четко видим разное регулирование резидентов и нерезидентов, при этом в фондах, получается, страдают как раз таки резиденты. Уже упоминали сегодня 520-й указ. Он абсолютно логичен и понятен: нерезидентам нельзя совершать сделки с компаниями стратегического сектора, таких предприятий и компаний 72. В целом есть фонды, активы которых состоят только из бумаг таких компаний, и среди пайщиков есть и резиденты, и нерезиденты. А выйти сейчас из такого фонда не может никто, это та же самая блокировка. Здесь у нас есть практика, когда мы получали послабление относительно правил текущего указа через разрешение правкомиссий: мы доносили регулятору качественные аргументы и он нас поддерживал. Здесь еще раз очень просим обратить внимание на создающуюся ситуацию. Учитывая, что нерезиденты сейчас выходят на счета типа «С», мы можем оказаться в ситуации, когда в фонде останется тысяча резидентов и два нереза: управляющий в такой ситуации сделать ничего не сможет. Это та же самая блокировка, но с другой стороны.

Ситуация действительно серьезная.

Это касательно валютного регулирования. Основная задача выполнена, есть отдельные вопросы, над которыми стоит поработать. И в целом в фондах сейчас уже назревает вопрос: не выводить ли вообще нерезидентов из состава пайщиков. Потому что мы опять столкнемся со «стаканами». Пока во-

прос не поднимался, но тем не менее. Что делать управляющему в такой ситуации? Пока ответа тоже нет.

Касательно иностранных ценных бумаг. Их объем максимально скорректировался благодаря опять же тем послаблениям, которые мы получили через разрешение правкомиссий. Нам разрешили продавать нерезам иностранные ценные бумаги, естественно, все клиенты нашего брокера воспользовались данной возможностью и продолжают ею пользоваться.

Управляющие, которые принимают решения за клиента, скорректировали все свои продуктовые предложения. Специально иностранные бумаги сейчас, я думаю, не предлагает никто, учитывая все риски и нарабатанную практику. При этом запрос клиентов на эти активы есть. И есть, с другой стороны, императивный запрет. Самое главное, чтобы этот запрет не подтолкнул к поиску альтернативных вариантов приобретения, которые могут нанести инвестору больший ущерб, нежели управляющие с их фидуциарной ответственностью, риск-профилированием и так далее. Здесь очень аккуратно нужно подходить.

При этом, повторюсь, сегодня объем иностранных бумаг резко скорректировался. При этом кто-то не готов инвестировать только в российский рынок. К сожалению, такое есть. Возможно, это правильно, возможно, неправильно. Можно оказаться заблокированным и в российских активах. Значит, надо каждую проблему решать комфортно. Учитывая нашу адаптивность, я верю, что все получится.

Илья, я что-то забыла сказать?

Илья Ванин. Нет, Оля, по-моему, все прекрасно. Спасибо тебе.

Приятно слышать, что компании - представители нашей отрасли не просто сидят, наблюдают и ждут подходящего случая, а именно готовы и способны оценить те риски, которые связаны с иностранными бумагами. И это находит

отражение в действиях управляющих компаний. Это здорово.

Хотел бы предоставить слово Алексею Третьякову. Алексей, ваша компания не вполне розничная, но, тем не менее, значительное число клиентов (может быть, чуть выше среднего) находится в рынке. Более того, я знаю, что вы уже идете по пути пересмотра инвестиционных стратегий, сменили направление деятельности с иностранных на отечественные бумаги.

Алексей, попрошу немножко про это рассказать. Как ты оцениваешь сложившуюся ситуацию, какие вы видите перспективы для себя и для отрасли?

Алексей Третьяков. Спасибо, Илья. 2022-й был, наверное, годом максимальных изменений. И как ни иронично это звучит, но в каком-то смысле действительно важным для качественного развития годом. Потому что негативный опыт тоже имеет ценность; более того, чаще всего он-то и приводит к качественным скачкам.

И наш регулятор, и отчасти участники рынка говорят о том, что хорошо, когда клиент зарабатывает, и плохо, когда клиент теряет деньги. Но, мне кажется, что правильное понимание финансовой грамотности — это когда управление происходит относительно определенных бенчмарков. Вот, например Говард Маркс, один из американских инвестиционных гуру, основатель компании Oaktree Capital, говорил, что самое главное для долгосрочного инвестора — во время циклических спадов терять меньше, чем индекс.

Если мы говорим о том, что нужно развивать долгосрочное инвестирование, пенсионные накопления... фондовый рынок не может избежать спада, если речь идет о горизонте 10-20-30 лет. Наверняка на таком горизонте будет даже не один спад, а много спадов. Поэтому, мне кажется, сейчас как раз очень востребована экспер-

тиза доверительных управляющих, доверительный управляющий может очень много помочь инвестору в сохранении сбережений вот в такой год, который мы сейчас переживаем. Ольга Шишляникова из Центрального банка, мне кажется, прекрасно это подтвердила, когда сказала, что, по статистике, доверительные управляющие показали с начала года минус 11%, а не управляемые, обычные индивидуальные брокерские счета — минус 22%. Это означает, что доверительный управляющий в среднем помог клиенту сохранить 11% сбережений. Но ведь в хорошие годы очень сложно опередить индекс на 11%.

Мне кажется, в этом году нужно всячески поддерживать, оберегать отрасль коллективных инвестиций, помогать им должны все, регулятор, в том числе. Также надо развивать финансовую грамотность. Наша компания это делает, общаясь с клиентами через все каналы доступных коммуникаций, в этом году мы, например, активно развиваем телеграм-каналы.

Что, как мне кажется, действительно работает в нынешней ситуации? Понятно, что ни у кого нет хрустального шара, никто не может предсказать, что будет в следующем году: попадут ли ракеты в какой-нибудь металлургический завод или еще что-то. Мы не знаем, вырастет ли фондовый рынок или упадет еще на 30%.

Но, во-первых, любой доверительный управляющий должен все-таки уметь отключаться от эмоций, максимально избегать эмоциональных сбросов/покупок ценных бумаг, что часто делают «физики».

Во-вторых, в этом году надо было решать очень много юридических и организационных вопросов. Вот сейчас мы ведем речь о реструктуризации российских еврооблигаций и выпуске замещающих облигаций. Это сложная работа, требующая и времени, и большой юридической экспертизы.

Периодически возникает необходимость выбора инфраструктуры: нужно поменять банк, поменять брокера, поменять депозитарий. В этих вопросах индивидуальным инвесторам тоже сложно разбираться. И, наконец, серьезной квалификации требует просто ежедневная, постоянная работа. Вот взять самый яркий пример: валютные фьючерсы. На мой взгляд, это очень полезный инструмент. Валютные расчетные фьючерсы позволяют инвесторам сохранить инвестиции в валютных активах, но при этом снизить риски санкций против банков или (что сейчас обсуждается) санкций против НКЦ. Но валютные фьючерсы, естественно, требуют высокой квалификации и просто ежедневного контроля, когда нужно быть готовым в течение нескольких часов дослат вариационную маржу или скорректировать позиции. Это тоже профессиональная работа, недоступная простому инвестору.

Вот это всё мы не только делаем, но и параллельно доносим до клиентов, чем занимаемся. Почему мы считаем, что приносим пользу клиентам даже в условиях, когда наши фонды в какие-то периоды показывают минус. И мы видим, что это срабатывает. Мы сейчас имеем ежедневный приток клиентов. В целом по году весенние оттоки средств у нас уже компенсировались летними и осенними притоками.

Жизнь продолжается. Давайте бережно растить зеленые ростки и помогать друг другу. По зарубежным активам могу добавить?

Илья Ванин. Да, Алексей, если ты готов сказать несколько слов по зарубежным активам, то буду рад.

Алексей Третьяков. Не повторяя то, что уже прозвучало утром, я бы хотел обратить внимание, особенно регулятора и НРД. Почему мы надеемся на то, что 7 января западные депозитарии пойдут нам навстречу, и сейчас затрачиваем на эту ситуацию усилия, которые опять могут оказаться тщетными.

Мне кажется, самое важное — даже не разморозка зарубежных активов, а возобновление их обслуживания. Сейчас мы не получаем дивиденды по американским акциям, не получаем купонные платежи по американским и другим зарубежным облигациям. При этом ситуация странная. С одной стороны, Eucosleag накапливает долг перед НРД, и в конечном счете перед всеми российскими инвесторами. Но у НРД тоже накапливается долг перед иностранными инвесторами, потому что Россия тоже не платит купоны по ОФЗ и не платит дивиденды. Например, вот сейчас придут большие дивиденды по «Газпрому», они останутся заблокированы внутри России. Почему бы не сделать неттинг? Ведь можно, не обращаясь к западным регуляторам и депозитариям, не прося у них никакой подачи, просто сделать неттинг. Почему бы не выплатить пропущенные купоны, дивиденды и плановые погашения, которые уже прошли по зарубежным облигациям, из средств, которые уже есть у НРД?

По крайней мере, у большинства наших клиентов нет горячей нужды куда-то переводить бумаги, продавать их. Потому как: что же имеет смысл купить вместо какой-нибудь надежной зарубежной облигации? Думаю, что, если бы удалось решить этот вопрос, если бы появилось понимание, что возобновляются купоны или дивиденды по акциям, — это очень сильно сняло бы напряженность. Может быть, стало бы и вообще окончательным решением проблемы. Спасибо.

Ирина Кривошеева. Алексей, у управляющих компаний (вообще у компаний, работающих на российском рынке) разные ситуации по заблокированным активам. Стоит также иметь в виду, что у сторон все-таки неравные объемы замороженных средств. Наши аналитики проводили анализ (может, Алексей меня скорректирует), какие

объемы российских средств заморожены у нерезидентов и сколько там заморожено наших денег. Получилось, что просто занеттинговать — не получится.

Вторая тема. Не знаю, конечно, но все-таки, наверное, стоит учитывать право собственности. Потому что просто так взять и сделать неттинг — тут с правом собственности явно не все просто.

И третья тема. Все-таки не стоит забывать, что есть инвесторы, имеющие еврооблигации иностранных эмитентов. И там ситуация сложнее, чем то, что ты говоришь по акциям, и уж тем более сложнее, чем то, что касается еврооблигаций российских эмитентов. Причем еврооблигации иностранных эмитентов — тоже составляют очень большой объем. Просто, обсуждая заморозку, еврооблигации иностранных эмитентов упускают из вида. Все начинают говорить про дивиденды и про российские еврооблигации — которые, безусловно, будут замещены.

Мы полностью поддерживаем работу и в рамках пула НРД, и, если будет необходимо, индивидуальной работы с юристами. Эта тема, конечно, очень актуальна.

Илья Ванин. Спасибо, Алексей и Ирина.

Мне кажется, что немножко в эту сторону (о возможности обмена) говорила Эльвира Сахипзадовна Набиуллина, председатель Банка России. Безусловно, справедливо то, что Ирина сказала про право собственности. Думаю, эта тема будет и дальше обсуждаться и продумываться, с учетом юридических тонкостей и, может быть, даже имиджевых последствий. Спасибо еще раз.

Из того, что сказал Алексей, я бы выделил еще один небольшой момент. Может быть, отдав пас в сторону «круглого стола», где можно было бы этот вопрос обсудить чуть подробнее. Имею в виду опыт использования телеграм-канала для привлечения новых

инвесторов. Опыт, наверное, положительный. Но мы знаем, что коллеги из Департамента противодействия недобросовестным практикам тоже внимательно следят за ситуацией с телеграм-каналами. Было бы неплохо, если бы Валерий Владимирович на «круглом столе» тоже уделил этому внимание. Можно было бы обсудить, как отделить добросовестный опыт от недобросовестного, помочь добросовестным развиваться, а недобросовестным — не мешать. Спасибо.

Следующее слово я хотел бы представить Екатерине Черных.

Екатерина, закрытые фонды — это основной (как ни странно) сегмент рынка коллективных инвестиций. **Екатерина Черных.** Совершенно не странно.

Илья Ванин. Просто мы чаще говорим про розницу. Но основной объем — это закрытые фонды. Есть мнение, что текущие обстоятельства в меньшей степени коснулись закрытых фондов и рынка недвижимости как такового. Так ли это? Может быть, закрытые фонды и фонды недвижимости — это тоже продукты, которые в текущих условиях излишней волатильности фондового рынка имело бы смысл предложить инвесторам? Екатерина, попрошу вас оценить состояние и направления, которые могли бы быть выбраны для развития этой отрасли.

Екатерина Черных. Спасибо большое. Я, честно говоря, хотела начать с другого. Первая яркая сессия дала нам много пищи для дискуссий. С одной стороны, мы много раз услышали слово «недвижимость», в том числе из уст сотрудников Центрального банка, и звучали они на конференциях участников фондового рынка. Ура, первый раз за 30 лет развития фондового рынка этот актив признан, приятно слышать. А с другой стороны, хотелось бы подсветить ряд моментов...

Илья Ванин. Екатерина, перебыю на секундочку. Если не ошибаюсь, мы даже

услышали впервые слово «биржевые фонды недвижимости».

Екатерина Черных. Именно про это я сейчас и поговорю! Прежде чем говорить о форме и о регулировании, которое нам хотят предложить, я бы поговорила по сути. Давайте поговорим о рентной доходности жилья, которую так активно пытаются реализовать. У нас есть пример системного рентного жилья, в которое государство инвестировало деньги. Фонд «ДОМ.РФ» через ЗПИФ купил приличные квартиры в нормальных московских локациях, рядом с метро, там создана качественная управляющая компания, которая оказывает сервис, и вообще все замечательно. Рентная доходность фонда — 3-4% годовых в рублях.

Если честно, то под такие ставки я не могу привлечь средства инвесторов: на депозитах дают больше. Но дело тут не в качестве российского рынка, не в том, что проект плохо делается. На западных рынках доходность рентного жилья в хорошие времена тоже была 4–5%, в Европе последние два года — вообще 1–2% годовых. Но там на такие истории хватает капитала, а в России такого капитала просто нет, у нас другой уровень инфляции, мы к этим доходностям не готовы в принципе.

Теперь про срочность аренды, это тоже важный момент. Практика рынка в нашей стране (кстати, не только в нашей стране) такова, что контракты заключаются на год. В Швеции контракт на аренду государственного жилья заключается на срок 25–30–50 лет. В Америке преобладают 3–5 лет арендные контракты, но ставки аренды пересматриваются раз в год. Но если ты имеешь право пересматривать ставку аренды каждый год, значит, у тебя годовой контракт.

Все переживают за срочность арендных контрактов. Но при этом никого не беспокоит, что 90% депозитов в нашей банковской системе тоже имеют срочность меньше 1 года. Никто не за-

дает вопрос: а почему так происходит? Если банки не могут спрогнозировать будущее и предложить хорошую ставку на 10–15 лет, а их клиенты не готовы на этот срок размещать свои деньги на депозит, то почему человек может снять жилье по фиксированной ставке? Ведь он не знает, будет у него через год работа или не будет. Почему от участников именно этого рынка мы ожидаем принятия долгосрочных решений в состоянии постоянной турбулентности и неопределенности?? Может быть, имеет смысл порегулировать что-то другое?

Если честно, то БПИФ на жилье — плохая инициатива, извините меня за прямолинейность. Честно говоря, такая идея сильно смущает. Я вижу это как профессиональный участник рынка. Тестирование для ЗПИФов регулятор отменять не хочет, снижать порог инвестиций (100 тысяч рублей) для ЗПИФов не хочет, а квадратные метры девелоперам надо помочь продать, потому что продажи-то встали. Значит, давайте будем звать инвесторов в БПИФы под лозунгом, что они таким образом делают ликвидные инвестиции в недвижимость. Оказывается вдруг, что ЗПИФы неликвидны, а БПИФы — ликвидны. И мы будем продавать неквалифицированным инвесторам паи по тысяче рублей, базой которых являются непроданные квадратные метры, потому что построено излишне много этих метров. Но надо, чтобы девелоперы продолжали получать маржу.

Цены на жилье, вообще цены на недвижимость всегда в любой экономике зависят от сочетания двух параметров: во-первых, доходы экономики, доходы предприятий, доходы населения, во-вторых, плотность населения и предприятий на квадратный метр площади. Вот и всё. И если доходы населения падают глобально и долгосрочно, то с какого перепуга будут расти цены на жилье? И почему вообще строится

такой объем коммерческого жилья? Спасибо большое за подсказку, Ольга: не надо новую квартиру, поживем в старой. Ну потому что денег на новую квартиру нет.

Конечно, хочется поддержать строительный комплекс, но почему за счет неквалифицированных инвесторов? Почему с иностранными ценными бумагами такое нельзя, а здесь пожалуйста, можно? Как-то странно выглядит этот сюжет с точки зрения защиты прав потребителей. Извините, не сдержалась, большое.

Рынок ЗПИФов на самом деле чувствует себя прекрасно, фонды розничной недвижимости тоже растут, у нас рекордный приток клиентов, мы видим это все три квартала. Но, конечно, фонды недвижимости — это маленькая доля нашего рынка. Объем фондов недвижимости — примерно 900 млрд капитализации из 6 трлн, в ЗПИФах недвижимости меньше триллиона, а все остальное — это, конечно, структурирование владения. И понятно, что особенно в текущий период, когда появилось очень много структурных проблем, ЗПИФы формируются для того, чтобы сохранить капитал, сохранить собственность, организовать понятный процесс передачи капитала, если есть такая возможность.

В целом, и я не устаю говорить это от конференции к конференции, чем хуже на рынке, тем больше будет расти рынок ЗПИФов. Потому что на российском рынке есть две тенденции. Первая тенденция: людям нужна нормальная структура владения, которая в сложной ситуации защищает владельца активов от всевозможных потрясений, и конструкция ЗПИФ эту задачу решает. А во-вторых, на российском рынке, как и во всем мире, частный инвестор будет замещаться коллективным. Будут появляться не только фонды недвижимости, но и фонды прямых инвестиций — в ком-



пании, в предприятия. Этот формат отличается от формата открытых фондов, потому что в открытых фондах покупается миноритарная доля, начинаются дискуссии о защите прав миноритарного инвестора в акционерных обществах. А в фонд прямых инвестиций управляющий всегда покупает мажоритарную долю и фактически контролирует корпоративное управление, распределение дивидендов, ориентированность на доходы. И вот в этой части, на мой взгляд, закрытые паевые инвестиционные фонды тоже имеют большой потенциал развития. И в следующем году, и через год — с теми предприятиями, которым надо

сменить владельцев в нормальной, законной манере. Я закончила.

Илья Ванин. Спасибо. Очень оптимистичное и приятное выступление.

И, после того, как мы выслушали мнение рынка по актуальным вопросам, логично с моей стороны передать слово Валерию Михайловичу Красинскому, представителю Банка России.

Валерий, попрошу дать оценку и прокомментировать то, что мы услышали от предыдущих выступающих. Потом у меня будет два дополнительных вопроса.

Валерий Красинский. Добрый день, коллеги! Спасибо, Илья. Я постараюсь развить те мысли, которые вы-

сказывали коллеги из управляющих компаний.

Начать хотел бы с того, что статистика по рынку, которую видит регулятор, подтверждает те наблюдения, которые делают сотрудники отдельных управляющих компаний. Мы увидели достаточно серьезное снижение стоимости чистых активов в период с начала года по сентябрь, особенно в фондах для неквалифицированных инвесторов (понятно, по ценным бумагам). Но мы увидели и приток: за 8 месяцев в ПИФы пришло 300 тысяч человек. Наверное, статистика по разным управляющим компаниям может отличаться, но общая

тенденция такая. Инвесторы не поддались панике и не стали демонстрировать проциклическое поведение, не стали фиксировать убытки. И это благо как для рынка в целом (потому что фэйер-селлинг ничего хорошего бы не принес), так и для управляющих компаний, так, собственно, и для самих инвесторов, которые решили обозначить для себя более долгосрочную перспективу.

В текущих условиях, как все говорили, сложно говорить о супердолгосрочных стратегических задачах, поскольку мы не знаем, какие условия будут на рынке, в стране в целом. Стоит поговорить о тех проблемах, которые мы видим и которые нам, совместно с управляющими компаниями, надо решать.

Основная история сейчас, как коллеги обозначают, — это иностранные ценные бумаги. Здесь я бы выделил два трека.

Первый мы сегодня уже упоминали: это фонды с большой долей заблокированных активов. Здесь подготовлено регуляторное решение. Как Филипп Георгиевич говорил, мы планируем до конца года выделить эти активы в специальные ЗПИФы. Понятно, что это техническое решение, которое позволяет структурировать, отделить эти активы в некую обособленную часть рынка, но не решает саму проблему заблокированных активов. Будет, конечно, прекрасно, если удастся решить этот вопрос до 7 января (о чем говорил Сергей Анатольевич). Но есть риск, что этого не случится: как в связи со сроками, так и в связи с возможным изменением политики соответствующих структур. Поэтому в любом случае нужно искать альтернативные способы того, как управляющие компании могут работать с этими активами. Может быть, в индивидуальном порядке, может быть, какие-то дополнительные механизмы запускать.

Второй трек — это в целом регуляторная политика по отношению к инвестированию розничных фондов в иностранные ценные бумаги. Как вы все

знаете, сейчас уже введены ограничения для брокерского рынка, но для ПИФов никаких ограничений нет, в том числе даже в тех случаях, когда эти бумаги предназначены для квалинвесторов.

Понятно, что это регулирование немножко из прошлой жизни, оно писалось без учета санкционных рисков. Сегодня уже надо очень быстро думать над тем, как мы видим будущее регулирование этого вопроса. То есть, насколько в целом сейчас оправдана и целесообразна деятельность тех фондов, в которых имеются иностранные активы, но они не заблокированы. Насколько оправдано привлечение в них новых инвесторов, насколько оправдано создание новых фондов на иностранные ценные бумаги.

Здесь могут быть разные регуляторные решения, целая палитра: от каких-то радикальных, в виде запрета, до ограничений на определенные юрисдикции или депозитарные цепочки. Но в любом случае, если управляющие компании видят иностранные ценные бумаги как потенциальный объект инвестирования и считают перспективной темой, то они должны предложить эффективные подходы к контролю риска блокировки. Пока единого подхода к этому вопросу нет. И мы бы предложили организовать на площадке СРО какое-то обсуждение этого подхода. Оставлять все как есть вряд ли целесообразно.

В развитие того, о чем говорил Филипп Георгиевич. Мы понимаем, что сейчас требуются нестандартные решения, и готовы к тому, чтобы изучить в качестве разрешенных для паевых инвестиционных фондов менее классические инструменты. Любые такие обсуждения надо сразу сопровождать предложениями в части того, как следует организовывать ценообразование этих инструментов, их сохранность. Если мы говорим про розничные фонды, то там также и вопрос ликвидности, безусловно, потому что само по себе инвестиционное качество не всегда позволяет обеспечить

операции с инвестиционными паями (выдачу, погашение). Мы это готовы обсуждать с участниками рынка. Логично, что в данном случае новые бизнес-идеи предложит бизнес, а дальше мы совместно поработаем уже над регуляторными аспектами в части ограничения рисков. Вот, наверное, что хотел обозначить.

Дополнительные вопросы готов прокомментировать.

Илья Ванин. Валерий, спасибо. Кратко и достаточно понятно. Единственное, вот по поводу иностранных ценных бумаг. Ты сказал, что оставлять как есть нельзя. Но я бы предлагал рассматривать вариант, в котором управляющие компании эти риски могут оценить сами даже в рамках существующего регулирования.

Есть примеры того, что это делается. Управляющие компании работают с этими рисками, самостоятельно снижают доли иностранных ценных бумаг, реформируют продукты, сделанные на иностранные ценные бумаги, их стратегии меняются, перераспределяются на российский рынок. Это говорит в пользу того, что эти риски можно оценивать на стороне управляющих компаний, без дополнительного регулирования. Ну, не будем сейчас заострять, мы поняли. Этот вариант надо обсуждать.

Теперь по поводу дополнительных вопросов. Несмотря на то, что мы хотели сосредоточиться на стратегических вопросах, я все-таки позволю себе поднять более насущный вопрос, не могу его не поднять. Это административный вопрос, но очень острый и не ко времени возник для рынка, поэтому я не могу его не озвучить. Он касается резко изменившихся подходов, связанных с регистрацией правил и изменений с переходом на новые требования. Мы этого совершенно не ожидали, коллеги не дадут соврать. Я даже не буду давать им слово, чтобы не добавлять лишних эмоций.

Действительно, есть и сроки по приведению в соответствие квалных

фондов, и необходимость пересмотра инвестиционных стратегий, что требует изменения инвестиционных деклараций. Но тот процесс, который за долгие-долгие годы был уже практически идеально отточен, вдруг превратился в большую проблему. Управляющие компании зачастую не понимают позицию и регулятора в целом, и регистрирующего подразделения (последнего, конечно, больше). Позиция меняется, она не едина для, казалось бы, одинаковых ситуаций. Думаю, что в наших силах найти решение этого вопроса, объяснить участникам, как это видится Банку России. Хотелось бы снять это напряжение, поскольку сейчас регистрация изменений занимает по несколько месяцев, составляет три-четыре и более итераций, приводит к отказам. Думаю, что мы могли бы найти решение вопроса. Это не глобальные проблемы, которые мы не всегда можем разрешить. Можешь на этот счет высказаться?

Валерий Красинский. Спасибо за вопрос. Действительно, мы увидели определенные сложности при регистрации розничных фондов в части того, что у Банка России в этом году поменялись требования к описанию инвестиционной декларации, эти требования стали более предметными. Видение того, как это должно быть, со стороны Банка России, видимо, несколько разошлось с видением управляющих компаний. И возникли сложности.

Мы подключились к этой истории, и сейчас совместно с Департаментом корпоративных отношений вырабатываем некие принципы, на основе которых появится единое с рынком понимание, какой минимальный объем описательной части инвестдекларации должен быть в правилах доверительного управления.

Мы сейчас завершаем согласование, есть проект письма, где мы хотели эти принципы описать и потом направить в рынок. Наверное, после этого было бы целесообразно провести обсуждение

какой-то кейс-стади, если это нужно. Коллеги из Департамента корпоративных отношений совместно с сотрудниками нашего департамента расскажут, что такое хорошо и что такое плохо, с нашей точки зрения, и как применять предлагаемые подходы. Мы сейчас находимся на завершающей стадии и надеемся, что в ближайшее время такое письмо направим.

Илья Ванин. Спасибо большое, очень ждем. Неудобно было этот вопрос поднимать, но он в наших руках, давайте его решим и перейдем к более сложным вопросам.

И второй вопрос, который хотел бы задать. Есть некоторые соображения, что отрасль может начать количественно, так скажем, уменьшаться за счет ухода с рынка небольших компаний, занимающихся какими-то узконаправленными бизнес-проектами. Здесь тоже хотелось бы узнать подход регулятора: как вы оцениваете риск количественного снижения участников нашего рынка? Может быть, рассматриваются варианты облегчения выхода на рынок, варианты облегчения кадровых требований к небольшим компаниям? Или, может быть, Банк России осознанно допускает сокращение отрасли? Если можно, несколько слов на эту тему.

Валерий Красинский. Мы пока не видим массового ухода компаний с рынка.

Илья Ванин. Повторюсь, это некоторые ожидания, связанные с падением доходов и увеличением тех же кадровых расходов, связанных с появлением новых должностей (имею в виду информбезопасность).

Валерий Красинский. Понятно, что в таких условиях массовое появление новых компаний тоже вряд ли ожидается. Мы внутри Банка России обсуждали, что сейчас основная задача и наша, и участников рынка — сохранить хотя бы то, что есть. И попытаться нащупать альтернативные инвестиционные решения, предлагать какие-то новые продукты, которые востребованы тогда,

когда классический рынок ценных бумаг серьезно видоизменяется. Поэтому мы настроены скорее на то, чтобы сейчас, совместно с участниками рынка, приложить максимальные усилия для сохранения отрасли.

Илья Ванин. Спасибо, это приятно слышать. Я, к сожалению, из-за недостатка времени не смогу воспользоваться хорошей практикой предыдущих панелей и предоставить участникам возможность последней реплике. Но напомним, нас впереди ждет «круглый стол». И если желание высказаться есть, то в рамках «круглого стола», коллеги, все смогут сказать то, что не успели. Всем огромное спасибо: и участникам панели, и слушателям. Всего доброго. ▣

Новое — ВОЗМОЖНО

На круглом столе Уральской конференции НАУФОР подведены итоги обсуждения путей развития фондового рынка в современных условиях

Фотографии Андрей Порубов

Михаил Автухов (заместитель председателя правления, руководитель корпоративно-инвестиционного бизнеса ПАО «Совкомбанк»); Андрей Алетдинов (руководитель дирекции инвестиционного бизнеса инвестиционного банка «Синара»); Екатерина Андреева (вице-президент НАУФОР); Радик Ахметшин (директор Уральского представительства НАУФОР); Илья Ванин (вице-президент НАУФОР); Юрий Гаврилов (генеральный директор ИК ЗАО «Финансовый Дом», Пермь); Роман Горюнов (председатель правления, генеральный директор ПАО «СПБ Биржа»); Татьяна Есаулкова (генеральный директор ООО «СДК «Гарант»); Сергей Золотарёв (директор АО «Октан-Брокер», Омск); Владимир Зотов, (руководитель дирекции финансовых институтов и инвестиционных услуг ПАО КБ «УБРИР»); Денис Иорданиди (генеральный директор НФО «Лайтхаус»); Владислав Кочетков, президент – председатель Правления ФГ «ФИНАМ»); Валерий Красинский (заместитель директора департамента – начальник управления регулирования департамента инвестиционных финансовых посредников Банка России); Владимир Крекотень (генеральный директор «Ингосстрах – Инвестиции»); Владимир Курляндчик (директор по развитию «АРКА Текнолджиз»); Валерий Лях (директор департа-

мента противодействия недобросовестным практикам Банка России); Юрий Маслов (АО «Открытие Брокер»); Александр Мещер (генеральный директор ЗАО «Управляющая компания», Екатеринбург); Виктор Немихин (независимый инвестиционный советник, Екатеринбург); Дмитрий Панченко (директор «Тинькофф Инвестиции»); Кирилл Пестов (управляющий директор департамента развития бизнеса ПАО «Московская Биржа»); Алина Розенцвет (генеральный директор НРА); Ольга Саморукова, (заместитель генерального директора – главный операционный директор БАНК ГПБ (АО)); Лариса Селютина (директор департамента инфраструктуры финансового рынка Банка России); Ольга Сумина (председатель комитета по стандартам деятельности управляющих компаний инвестиционных фондов при Банке России); Алексей Третьяков (генеральный директор УК «Ари капитал»); Андрей Цуран (директор филиала БКС Мир инвестиций); Иван Чебесков (директор департамента финансовой политики Министерства финансов РФ); Екатерина Черных (председатель комитета НАУФОР по ЗПИФ); Олег Чихладзе (директор брокерского бизнеса БКС Мир инвестиций); Сергей Швецов (председатель Наблюдательного совета ПАО «Московская биржа»); Екатерина Шелегатская (за-



меститель генерального директора ООО «Пермская фондовая компания», Пермь); Ольга Шишлияникова (директор департамента инвестиционных финансовых посредников Банка России); Елена Шервуд (заместитель руководителя Службы Банка России по защите прав потребителей и обеспечению доступности финансовых услуг); Вадим Ярош (генеральный директор УК «Открытие»).

Модератор — Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

Алексей Тимофеев. Дорогие друзья, уважаемые коллеги. Начинаем еще одну важную часть нашей конференции — «круглый стол». Он придуман для того, чтобы

окончательно обсудить, прокомментировать еще раз то, что было сказано в ходе конференции. Здесь каждый поднимает руку и высказывается по любой теме, которую сочтет полезной. А другие могут на это реагировать или не реагировать.

Прошу начать Ларису Селютину.
Лариса Селютина. Вчера мне брокеры, мягко скажем, выносили мозг цифровыми финансовыми активами. Они находятся в поисках новых финансовых инструментов, а ЦФА — это новый инструмент, который только появляется на рынке. И вот я хотела сказать несколько слов, чтобы они правильно понимали, в какую сторону регулятор будет двигаться в рамках этой темы.

Последнее время в средствах массовой информации появилось много статей, высказываний о достоинствах ЦФА, об их исключительных платежных свойствах, оборотоспособности. Но если мы вернемся в российскую реальность, то увидим, что ЦФА в том виде, в котором они сейчас начинают выпускаться, — это обычный инвестиционный инструмент; такой же, как ценные бумаги. Это инструмент, схожий либо с облигациями, либо с расписками на ценную бумагу.

Такое сходство объясняется тем, что законодатель предложил токенизировать те же обязательства, которые сегодня существуют в ценных бумагах. Но важно отметить, что законодатель дал при этом



широкие возможности конструирования токенизированных инструментов. И они могут быть зеркалом классических финансовых инструментов, а могут и существенно отличаться от них.

Так вот, хочу обратить внимание, что существование управляемого регуляторного арбитража оправдано лишь во втором случае. То есть, если ЦФА дает возможность создать новую сущность, полезную для бизнеса, экономики или для потребителя. А если это классический инструмент, зеркало классического финансового инструмента, который обращается на фондовом рынке, то мы все-таки будем постепенно упорядочивать регулирование этих сходных сущностей и сужать регу-

ляторный арбитраж, вне зависимости от формы (классической или токенизированной). Здесь не должно быть большого арбитража. Он останется только в тех областях, где будет действительно полезен.

Если возвращаться к вопросу обороте ЦФА, то важно отметить, что сегодня существует такое заблуждение, что новая технологическая среда сама по себе способна создать условия для сведения интересов покупателя и продавца. Конечно, нет. Технология распределенных реестров решает, на мой взгляд, другие задачи, она предназначена для исполнения сделок, для гарантий перехода прав от одного лица к другому, без принятия риска на доверенного посредника.

На вопрос, где найти покупателя или продавца цифрового актива, есть очень четкий ответ: это организованный рынок. Никакие операторы обмена, предусмотренные законом о ЦФА, не способны заменить собой механизмы организованной торговли, которые выработались столетиями, к которым привыкли инвесторы. И я еще раз хочу сказать, что новые инструменты должны себе проложить путь на рынок, должны завоевать доверие клиентов, у них должно быть прозрачное ценообразование.

Но это не значит, что они могут обращаться только на организованном рынке. Позиция регулятора, во всяком случае, заключается в том, что не все

инструменты должны обращаться на организованных торгах. Внебиржевой рынок тоже достаточно активен. И те три платформы, которые сейчас появились, тоже ищут путь. Чтобы запустить ЦФА через организованные торги, все-таки нужно вносить изменения в законодательство об оргторгах.

Новые платформы ищут свой путь. Вот здесь присутствует сегодня представитель платформы «Лайтхаус» Денис Иорданиди, он уже готов предложить возможность начала обращения ЦФА на внебиржевом рынке с использованием сервиса брокера.

Еще раз, регулятор препятствовать ничему не будет, сейчас у нас такая позиция: рынок сам потом скажет, что надо оставить в рамках обращения ЦФА.

Денис, коротко расскажите, что вы предлагаете? Я только сегодня в прессе прочитала о вашем предложении. Денис Иорданиди. Уважаемая Лариса Константиновна, уважаемые коллеги, добрый день! Меня зовут Денис Иорданиди, я генеральный директор компании «Лайтхаус». Компания «Лайтхаус» является оператором информационной системы по выпуску и обороту цифровых финансовых активов, которая была допущена в марте текущего года Банком России, 28 июня текущего года мы первыми в России выпустили цифровой финансовый актив. В России появился новый финансовый инструмент.

У ЦФА есть очень много плюсов. Это и гибкое структурирование самого цифрового финансового актива, и возможности, которые не могут предоставить облигации, и быстрота выпуска. Структурирование облигации и организация вторичного обращения этого инструмента на бирже занимает минимум 30 дней, а время подготовки первичного выпуска доходит до 90 дней. Цифровой финансовый актив может быть структурирован в течение одного рабочего дня.

В силу специфики нашей компании мы общаемся с крупнейшим бизнесом. Могу ответственно заявить, что весь крупный бизнес, который сейчас присут-

ствует в России, заинтересован в эмиссии цифровых финансовых активов. Он не имеет возможности реализовать весь этот потенциал, поскольку нет интеграции с брокерами.

В условиях ограниченного предложения цифровой финансовый актив мог бы сейчас быть для ваших клиентов интересным и востребованным.

Мы сейчас говорим о модели исключительно внебиржевой торговли. В частности, «Лайтхаус» выступил с инициативой, понимая, что есть текущее законодательство. Уже сейчас есть возможность обсуждать интеграцию цифровых финансовых активов для доступа розничных клиентов к этому инструменту через возможность номинального держателя. В этой связи хочу обратить внимание, что по правилам информационной системы, которые сейчас согласованы Банком России, есть возможность участия брокера через номинального держателя в паре с банком, например. При этом транзакции происходят внутри информационной системы. Это ограничение мы понимаем, но при этом допускаем, что брокер мог бы, не верифицируя клиента напрямую в информационной системе, предлагать ему этот инструмент, имея счет у нас. Рынок динамично развивается, и я думаю, что мы там друг в друге нуждаемся.

Уже на следующей неделе произойдет ряд выпусков цифровых финансовых активов на сумму более 100 млн рублей каждый. Лично мое мнение как участника рынка состоит в том, что цифровой финансовый актив — это инструмент, который ориентирован исключительно на крупный бизнес. Мне хотелось бы, чтобы брокеры понимали, что в данном случае речь идет не о краудфандинговых платформах или каких-то микросистемах, речь идет о достаточно больших выпусках. Мы полагаем, что для крупнейшего бизнеса, может быть, даже был бы интересен плавный переход от облигаций к ЦФА. В силу гибкости и быстроты последних. Но не только аналог диджитал-облигаций.

Мы активно работаем (в том числе, с УГМК) по токенизации золота. ЦФА эту

возможность предоставит в будущем. Когда за цифровым финансовым активом есть базовый актив, это позволяет физическому лицу быть уверенным, что он инвестирует не в виртуальный счет, а в реальный актив.

Коллеги, спасибо большое. Лариса Селюткина. Вопросы есть по ЦФА? Или достаточно для первого этапа, чтобы перевернуть эту историю? Сергей Анатольевич?

Сергей Швецов. Я не понимаю, откуда берется срок 30 дней для выпуска облигации, и почему облигация — это тяжелый инструмент. Тяжелый инструмент, потому что ее выпуск сопровождается раскрытием информации, а информация не нужна? То есть токен замечателен тем, что инвестор получает его по-другому и принимает инвестиционное решение без информации? Давайте это обсудим. Если информация никому не нужна, давайте просто уберем ее из процедуры выпуска облигаций.

Сказанное прозвучало для меня немножко странно. Мы для того и сделали технологию выпуска облигаций через программы. Есть программа, ты ее зарегистрировал и дальше выпуск занимает несколько часов. Откуда 30 дней, не знаю.

Второй момент. Мне кажется, в нашем законодательстве прямо написано, что оборот токенов — это оборот без обращения к третьим лицам. Поэтому любой посредник не должен узурпировать право владельца распоряжаться активом без этого посредника, это очень важно. Если мы вдруг создадим систему, где владелец токена почему-то не может им распоряжаться, зависит от третьего лица — это не то, что написано про токен в законодательстве.

Ну, и третье: я поддерживаю любые эксперименты, потому что будущего никто не знает. Если инструмент окажется востребованным, это прекрасно.

Кирилл Пестов. Сергей Анатольевич правильно сказал. Если новизна заключается только в том, что для выпуска облигаций требуется раскрыть информацию, а для

такого же инструмента, просто завернутого в цифровой финансовый актив, — нет, то это регуляторный арбитраж. Не совсем правильно так делать, потому что мы заведомо ставим инвестора в подобный актив в невыгодное положение. Встает вопрос защиты прав и прочее-прочее, если это будет носить массовый характер и будут злоупотребления. Рынок ценных бумаг отрегулирован, плохо или хорошо — не суть. Но если мы выпускаем точную копию облигации, просто в цифровом виде, то регуляторный фреймворк тоже должен быть сходным, иначе это недобросовестная конкуренция.

Я не против ЦФА. Более того, мы на Московской бирже тоже собираемся запускать пилот и как раз начинать с долговых инструментов, выпущенных в виде ЦФА. Это видится перспективным, будем пробовать. Но мы сразу себе внутренне ставим, не должно быть такого, чтобы единственным преимуществом ЦФА был регуляторный арбитраж. У этого инструмента должны быть другие ценностные характеристики, из-за которых клиенты будут предпочитать их, а не классические ценные бумаги.

Екатерина Черных. Можно сказать в поддержку ЦФА? На большой территории нашей страны недвижимость в основном сдается через упрощенную систему налогообложения, это абсолютно неинтересно с точки зрения коллективных инвестиций, потому что фонды платят НДС, а в упрощенной системе их нет. И вот как раз ЦФА для небольших инвестиций в недвижимость очень комфортны. Предприниматели вполне могут выпустить токены под рентную недвижимость, заложить эту недвижимость в обеспечение и выплачивать владельцам рентный доход, как бы возвращая капитал себе, направляя в новые объекты, пока им это позволяет по объему упрощенная система. В целом, если мы уберем рынки Екатеринбург, Новосибирска, Москвы и Санкт-Петербурга, то для всех остальных регионов это очень комфортная история, очень полезная.

Кирилл Пестов. Екатерина, но тут возникает сразу вопрос: как будут защищены права тех, кто приобретает эти цифровые активы.

Екатерина Черных. Залогом, им является недвижимость.

Кирилл Пестов. Этот механизм должен быть структурирован. Чтобы, если вдруг происходит неплатеж, владелец мог вернуть эти средства. Тут достаточно сложная инфраструктура. Все, что связано с залогами, думаю, потребует определенной доработки.

Еще раз, я не против, я за. Но не должно быть регуляторного арбитража.

Екатерина Черных. Для продукта, который делается в рамках системы Сбера, мы предусматривали, что, если ЦФА перестает обслуживаться, то биржа будет обеспечивать продажу залоговой недвижимости с торгов. И, соответственно, возвращать средства клиентам, которые этот ЦФА купили. В целом вполне рабочий инструмент.

Кирилл Пестов. Главное, чтобы эта недвижимость не висела потом на балансе центрального контрагента, как она висит на балансе у многих банков.

Екатерина Черных. Она не может там висеть. Оформление залога и распоряжение по продаже — это не права собственности.

Сергей Швецов. Все-таки развитие смарт-контрактов должно нас помирить. Потому что в чем кайф всей этой индустрии? В том, что там нет бумажных историй, связанных с ручным исполнением, которое сбоит. Допустим, через смарт-контракты будет осуществляться прямая продажа недвижимости на какой-то площадке. Если мы поймем, что там нет налоговых рисков (потому что, к сожалению, недвижимость имеет такие шлейфы), то, мне кажется, эта штука вполне взлетит. Это действительно очень интересное решение. А будет ликвидность или нет, — ну это как на любом рынке. И да, наверное, haircut по недвижимости должны быть достаточно большими, чтобы обезопасить человека от колебаний конъюнктуры плюс от того, что называется отсутствием спроса во время продажи.

Но вообще, мне кажется, ЦФА очень хорошо подходит для партнерского банкинга. А это именно партнерская схема, когда я получаю часть денежного потока, — не проценты, а часть денежного потока. И мне кажется, здесь есть потенциал развития альтернативных форм финансирования бизнеса: не долевое, не долговое, а именно партнерское. Давайте экспериментировать. Мне кажется, хорошая идея, попробовать надо.

Лариса Селюткина. Давайте начнем.

Рынок только начинается. Мы сейчас пока будем смотреть, как ЦФА прокладывают себе дорогу: может быть, будет конкуренция, и, может быть, сопротивление. А может быть, и не будет.

Но как я сказала изначально, регулятор не допустит регуляторного арбитража по аналогичным классическим инструментам. Это будет очень строго отслеживаться. А вот если новые технологии привнесут какие-то реально новые сущности, полезные для бизнеса и экономики, это точно будет поддерживаться. Здесь контролируемый арбитраж, наверное, будет допустим в какой-то мере.

Владимир Зотов. В первую очередь хотелось бы сказать спасибо Центральному банку и Ларисе Константиновне лично. Вы сказали давно ожидаемые слова о том, что ЦФА — это не запретный актив, а новый путь. Но, тем не менее, если говорить о ЦФА, например, на золото, на любые другие реальные активы, — то, чем ближе к земле, тем больше возникает вопрос сохранности этих активов. Потому что ЦФА — это упаковка для данных активов. Например, для золота уже достаточно биржевых инструментов и достаточно доступов по всей территории страны, для того чтобы сделать и фьючерс, и опцион. Но вопрос именно сохранности базового актива является ключевым, на мой взгляд.

Денис Иорданиди. Хотелось бы не соглашаться с вами. Существует много виртуальных инструментов, в том числе тех, которые предлагают кредитные организации, — это так называемые металлические счета, без возможности владельца физически получить свои 100 граммов



золота. Здесь, наверное, имеет значение, кто является эмитентом данного цифрового финансового актива. Если, например, эмитентом является крупный производитель золота, то это одна история, а если эмитентом является некое физическое лицо, то это другая история. Безусловно, новизна в том, что ЦФА позволяет получить право требования не только на деньги, но и на сам физический актив. То, что сейчас банк не может предложить в моменте. Спасибо.

Владимир Зотов. Взаимно не соглашусь, наш банк может. Золото в хранилище лежит, приходите.

Денис Иорданиди. У вас лежит золото в хранилище. Давайте рассмотрим, какие

у вас огромные затраты на то, чтобы хранить большие запасы золота и какие это затраты у производителя, особенно крупного (подсказка: нулевые). Если мы посмотрим экономику процесса, то участие банка, безусловно, является дополнительной нагрузкой для физического лица. Преимущества цифрового финансового актива состоят в том, что он ликвидирует посредников, предоставляя эмитенту возможность разместить свое предложение, а физическому лицу — реализовать свое право на покупку через брокера. Спасибо.

Владимир Зотов. И как физлицо получит свое золото?
Денис Иорданиди. Оно его получит средствами, которые обеспечивает эмитент.

Если мы говорим о крупных производителях, то представители банков хорошо знают, что существует всего, может быть, 5–10 компаний, у которых есть свой кастоди-сервис, аффинажные заводы и так далее, для которых ставка по хранению золота внутри себя является нулевой. И наоборот, для банка это огромные траты.

Владимир Зотов. Если мы говорим о золоте, то без банка вам тут не справиться.
Денис Иорданиди. У меня для вас плохая новость. Думаю, что в ближайшей перспективе налоговая поправка будет изменена, и монополия банка на НДС уйдет.

Владимир Зотов. Дело не в НДС, дело в аффинаже.

Сергей Швецов. Коллеги, давайте примиримся. Сейчас идет несколько проектов по золоту. В моем понимании, токены могут быть трех форм. Во-первых, это может быть долг (и тогда качество заемщика подсказывает рейтинг).

Во-вторых, это может быть УЦП (утилитарное цифровое право), которое авансирует добычу. Соответствующее законодательство есть, кстати, уже можно оформлять расписки на такое право. Это бизнес, где люди вкладывают в добычу золота, а потом (уже после того, как золото добыто) получают свои слитки или зачисляют на металлические счета.

И в-третьих, это стейблкоин или, по-другому можно сказать, токенизированные складские свидетельства.

Разнообразие огромное, какие инструменты будут более востребованы, жизнь покажет. Но, насколько я знаю, есть несколько проектов по выводу этого продукта, в том числе для международных расчетов. Поэтому в инструменте есть смысл, есть перспектива. Надо правильно раскрывать информацию; информацию о рисках, в том числе. И когда появится описание инструмента, то будем спорить более предметно. Потому что сейчас, мне кажется, каждый говорит немножко о своем.

Алексей Тимофеев. Я, наверное, добавлю следующее. Если иметь в виду комментарий Ларисы Константиновны по поводу того, что традиционные инструменты в форме цифровых активов будут подчиняться обычным правилам, то это не помогает мне, если честно, разобраться с ситуацией. Потому что понятие «эмиссионная ценная бумага», в общем-то, является достаточно абстрактным и широким. Если это будет кричать, как утка, летать, как утка, плавать, как утка, то это придется назвать уткой. Поэтому можно ли будет избежать регулирования закона о рынке ценных бумаг для большинства инструментов, с которыми привыкли работать брокеры? Если этот актив придется назвать уткой (хоть и в форме цифрового финансового актива), то он подчинится правилам закона о рынке ценных бумаг. Я к тому, что не будет ме-

ста для особого творчества с цифровыми финансовыми активами, если это все те же облигации, или деривативы, или складские свидетельства. Или что-то еще, столь же хорошо известное.

Сергей Швецов. Что надо убрать у ценной бумаги или что добавить, чтобы это перестало быть ценной бумагой?

Алексей Тимофеев. Я просто не понимаю. Инструменты, которые будут соответствовать признакам финансовых инструментов по закону о рынке ценных бумаг, будут признаваться финансовыми инструментами по закону о рынке ценных бумаг и, стало быть, будут подчиняться (Денис, может быть, пояснит) требованиям и о регистрации, и о раскрытии информации, и так далее.

Денис Иорданиди. Я поясню. В законе о цифровых финансовых активах законодатель четко определил рамки решения о выпуске. Там есть определенные границы, которые сейчас являются для эмитента очень комфортными с точки зрения структурирования.

Мы здесь провели параллель с облигациями. Но суть не в облигационной природе актива, а в гибкости структурирования и возможности привязать, условно, процентный доход не к фиксированной ставке, как это сейчас в облигации сделано и строго зарегулировано, а к доходу компании. Грубый очень пример, просто привожу для понимания.

В этой связи разница глобальная. Коллеги, закон и решение о выпуске цифрового финансового актива дает инвестору очень большую гибкость. Мы говорим о том, что инвестор должен быть представителем стабильного и, в известной степени крупного бизнеса. Потому что, с нашей точки зрения, ЦФА не является инструментом краудфандинга для финансирования микробизнеса, потому что здесь риск 100% на эмитенте.

Екатерина Черных. А чем это лучше, чем структурная облигация? Структурная облигация позволяет реализовать любые хотелки.

Денис Иорданиди. Ну, давайте посмотрим, сколько нужно времени вывести

структурную облигацию на классический фондовый рынок?

Кирилл Пестов. В Швейцарии это занимает от 30 минут до часу максимум.
Денис Иорданиди. Так то в Швейцарии...
Екатерина Черных. А в России правда занимает 30 дней?..

Кирилл Пестов. Нет, это же не rocket science. Все возможно сделать. Надо над этим работать, но в принципе реально [сделать обозримые сроки выпуска]. Почему не брать лучшие практики?
Лариса Селютина. Давайте посмотрим, каким образом будут обращаться ЦФА, мне самой интересно. Я тоже сегодня услышала про механизм через брокера, хочется посмотреть, каким образом пойдут тестовые сделки. Коллеги, нам надо продвигаться и смотреть: если этот инструмент не будет интересен потребителю, то он не полетит.

Алексей Тимофеев. Нет-нет, тут дело-то в том, что это интересно, если действительно можно будет избежать регулирования закона о рынке ценных бумаг.

Лариса Селютина. Да как это, Леша, может быть? Что значит регулирование? Это ты опять ведешь регуляторную агитацию?

Алексей Тимофеев. Нет, я говорю о том, что облигация, которую описал Денис в качестве примера — это структурная облигация. Она регулируется законом о рынке ценных бумаг. И ее использовать много кому нельзя. Брокерам хотелось бы ее продавать, и много кому еще, кому структурными облигациями торговать нельзя. Но тот актив, что Денис описал, нельзя будет продавать, потому что это будет структурная облигация.

Денис Иорданиди. Алексей, простите, но дело в том, что закон о ЦФА и закон о рынке ценных бумаг — это разные законы. Если мы посмотрим нормативную часть, то ЦФА не является ценной бумагой, поэтому не очень корректно проводить параллель, что выпущенный ЦФА будет регулироваться законом о рынке ценных бумаг.

Лариса Селютина. Пока не будет.

Денис Иорданиди. Это разные сущности абсолютно.



Роман Горюнов. Но Лариса Константиновна только что сказала, что не будет никакого регуляторного арбитража. Раз его не будет, то, значит...

Лариса Селютина. Нет, я не так сказала. Пока еще ничего нет. Я сказала, что если появится [такой актив], то мы будем это каким-то образом сближать. Ребята, ну, давайте посмотрим, у нас еще ничего нет, появились только платформы и проходят тестовые выпуски.

Алексей Тимофеев. Я предлагаю эту тему отложить. Я беспокоюсь о том, что наши коллеги из Центрального банка сейчас заспешат уходить, и хотел бы предоставить слово Валерию Ляху.

Валерий Лях. Здравствуйте, коллеги! Алексей, спасибо тебе и всей команде НАУФОР за то, что у нас есть возможность встретиться и переговорить лицом к лицу. Я бы сегодня хотел поговорить не о недобросовестных практиках, а о главном, что меня волнует на рынке: о рыночном ценообразовании.

Сергей Анатольевич говорил, что доверие — это душа рынка. Но доверие к чему складывается на рынке? Складывается доверие к цене, в первую очередь. К цене. Сейчас ценообразование на рынке суперволатильное, это ни для кого это не секрет. Каждый день бумаги даже первого эшелона взлетают и падают без объяснения причин.

Для нас с вами не секрет, почему это происходит. 75% рынка — розничные клиенты. Ключевая способность розничного клиента при инвестировании — это иррациональное поведение, эмоциональное инвестирование. В результате розничные клиенты стали новым дизайном, вернее, не они, а их преобладание вследствие ухода с рынка профессионалов. Десков нет.

Я хочу обозначить три момента, которые сейчас влияют на ценообразование, и, соответственно, на доверие. И в ближайшей перспективе — будут стимулировать критическое снижение доверия к рынку со стороны основных клиентов, розничных клиентов.

Первое — это маркетмейкинг. Произошла эрозия института маркетмейкинга. Маркетмейкеров либо нет, либо они выполняют свою функцию по условиям контракта на 100% и не более, либо передают заключение сделок на сторону третьих лиц. В результате отсутствия на прежнем уровне института маркетмейкинга мы видим в критически важные моменты (во время выхода корпоративных новостей, во время основной сессии) ту самую высокую волатильность. И не только в первом-втором эшелоне.

Если проблемы в регулировании — говорите. Мы никогда не были сторонниками подхода «и так сойдет» из мультфильма про Тридевятое царство. Регулирование мы готовы менять, если оно является критическим фактором при выходе маркетмейкеров на рынок.

Второй момент — это работа эмитентов с инвесторами. Почему-то до сих пор IR-службы работают только с ключевыми корпоративными инвесторами, но никакой работы с розницей фактически не происходит. Завести Telegram-канал и общаться с ключевыми клиентами — физическими лицами необходимо сейчас каждому эмитенту. Это задача и брокеров, и биржи — сподвигать эмитентов к тому, чтобы наладить прямой диалог непосредственно с физическими лицами, с их акционерами. Иначе как им объяснить то ценообразование, которое происходит в отсутствие корпоративных новостей и событий? как объяснять экономику компании?

И третий момент — интернализация. Интернализация присутствует. Высокая концентрация клиентов внутри у ряда профучастников приводит к тому, что начинает образовываться альтернативное ценообразование, на рынке возникает несколько цен. Это ключевая угроза для доверия к цене. Ценообразование перестает быть однозначно рыночным, потому что появляется несколько точек ценообразования.

Я призываю и биржи, и профучастников сесть и договориться относительно интернализации, иначе регулятор будет

вынужден приходить к регулированию этого инструментария.

Здесь я бы хотел передать пас Ларисе Константиновне, у нас общая позиция по интернализации.

Лариса Селюткина. Да, коллеги, Валера лучше ориентируется по ценам, это его бизнес, но я тоже наблюдаю интернализацию. Я к ней относилась совершенно спокойно в тучные годы, ну есть она и есть. За счет того, что интернализация позволяет экономить на биржевых и клиринговых вознаграждениях, она дает биржам сигнал улучшать свои сервисы и снижать тарифы.

Но сейчас ситуация уже вызывает беспокойство. Мы наблюдали, что, пока Московская биржа стояла, эти операции очень резко увеличились и у некоторых брокеров доходили до 50%. В данном случае, либо мы как-то договоримся сами, либо все-таки начинаем двигаться в сторону того, что предлагает MiFID. Он на сегодняшний день уже включает в себя положения, которые регулируют количество сделок, совершаемых внутри брокера, путем установления верхней границы по проценту этих сделок.

Может быть, регулятор пойдет этим путем, если ситуация не начнет выправляться. Сейчас, в период кризиса это уже стало очень серьезно. Рыночной всегда признавалась биржевая цена, но она перестанет быть рыночной, если 50% клиентов будет совершать сделки на внебиржевом рынке. Те инструменты, которые обращаются на организованных торгах и имеют активную ликвидности, не должны обращаться инхаус без особой на то причины. Эта история становится очень актуальной. Поэтому либо мы как-то договоримся, либо пойдём по пути изменения регулирования и запретов. Не хотелось бы до этого доводить. Спасибо.

Валерий Лях. Возвращаюсь к тому, с чего начал: механизма ценообразования теряет рыночный характер на фоне высокой волатильности, вызванной тем, что подавляющее большинство операций сейчас совершают розничные клиенты.

Да, биржи делают шаги по сдерживанию волатильности, вводят инструменты контроля волатильности. Но на рынке нужен новый стабилизатор. Фактор профучастников (и их десков) исчез с рынка, алгоритмы в большинстве случаев тоже снизили активность. Необходимо на это обратить серьезное внимание и бирж, и профучастников, у которых основными клиентами являются физические лица.

Алексей Тимофеев. Роман?

Роман Горюнов. Просто поразительно. Вот есть такое понятие — «рыночная ликвидность». Чем больше ликвидность, тем эффективнее цена. Конечно, если рынок падает в объемах, то будет падать и эффективность ценообразования. Надо клиентов на рынок приводить и объемы увеличивать.

Валерий Лях. Роман, ты предлагаешь подкидывать новые дрова в топку? Давайте заботиться о тех клиентах, которые сейчас существуют.

Роман Горюнов. Ну какие могут быть методы регулирования цены, какие могут быть маркетмейкеры, когда движение рынка составляет 30%? кто вообще в такой момент встанет против рынка?

Валерий Лях. Именно поэтому движение рынка 30%, [что нет маркетмейкеров]. Это происходит постоянно, а каждому клиенту невозможно объяснить, что это не манипулирование, а такой рынок. Доверие на этом снижается, но доверие снижается, потому что отсутствует целостность рынка. На рынке 75% — это физические лица.

Роман Горюнов. Ну если рынок такой. Ну если «Газпром» не платит дивиденды. Кто из маркетмейкеров встанет против этого?

Кирилл Пестов. Хочу прокомментировать со стороны Московской биржи. Да, безусловно, цифры Валерий уже приво-дил, сейчас 75%, если мы берем рынок акций, составляют операции «физиков». До февраля их доля была 45%, условно. Проблема есть, но я считаю, что есть моменты, зависящие от биржи, мы их настраиваем.

Первое, что мы сделали — это изменили подход к тарифам. Когда нет маркетмейкера, который готов стоять за деньги, нужно стимулировать максимальное количество пассивных заявок. Мы летом поменяли структуру тарифов на валютном рынке и на срочном рынке. Структура активов поменялась таким образом, что тот, кто стоит пассивной заявкой, в случае сделки платит нулевую комиссию, а основная нагрузка приходится на агрессора, на того, кто забирает ликвидность. Это помогло в отсутствие маркетмейкера качественно улучшить «стакан». Если интересно, можем показать расчеты, они уже есть.

Аналогичная история будет представлена с ноября на рынке акций, там будет такой же подход: пассивный не платит ничего. Таким образом, мы поощряем людей становиться и приносить ликвидность, стабилизировать рынок. Это первое.

Второе. Сейчас, в силу объективных обстоятельств, компании из недружественных государств не могут котируются и являться маркетмейкерами, поэтому мы всячески поощряем и пытаемся привлечь локальные алгокоманды из дружественных юрисдикций, которые могут это делать, развиваем инфраструктуру. В начале месяца мы установили новые высокоскоростные протоколы доступа на валютный рынок, на фондовый рынок. Они дают производительность в шесть раз выше, это собственная разработка. Все эти меры поощряют вернуться на рынок те алгокоманды, которые могут либо стабилизировать и приносить необходимую ликвидность, либо становиться маркетмейкерами. Я считаю, что биржа должна это делать. Мы в этом направлении активно работаем.

И результат уже есть, дно мы прошли. Надеюсь, что на горизонте нескольких месяцев ситуация стабилизируется. Ну и работаем по привлечению маркетмейкеров, чтобы кто-то стоял и поддерживал этот рынок.

Валерий Лях. На текущий момент, как я услышал, вы делаете условия

для розничных клиентов, а не для маркетмейкеров.

Кирилл Пестов. Для всех, кто стоит пассивной заявкой.

Валерий Лях. Я предлагаю, во-первых, откорректировать условия и для маркетмейкеров, а во-вторых, повесить для них возможности привлечения, чтобы они приходили. Даже на ликвидных бумагах количество маркетмейкеров катастрофически снизилось — их один-два.

Кирилл Пестов. Тут есть объективные причины, мы с маркетмейкерами общались. В силу ряда особенностей маркетмейкер, если он котирует «двумя ногами», то одной «ногой» стоит по инструментам где-то за границей. Наверное, это в меньшей части касается акций; в большей части — срочного рынка, валютного рынка. Сейчас между «ногами» произошел разрыв. Офшорные структуры, засетапленные на Кипре, теперь не могут полноценно торговать на МосБирже. Они могут стоять одной ногой на зарубежной площадке, сюда эту ликвидность тяжело перебросить, получается разрыв.

Раньше позицию офшор/оншор можно было легко перебросить на уровне десков, сейчас этот мостик закрыт. Пока он не будет до конца открыт, маркетмейкинг по зеркальным инструментам затруднен. Что касается акций, то раньше какие-то возможности арбитража можно было реализовать через Лондон, сейчас они фактически сведены на нет. Есть определенные инфраструктурные ограничения, участники прекрасно об этом знают.

Валерий Лях. Я скажу последнее и буду закругляться. Коллеги, мы сегодня поднимали говорили о новых рыночных продуктах. Основным продуктом была и остается цена. Биржа производит цену, которую регулятор защищает, а биржи и участники рынка продают. Давайте в первую очередь заботиться о качестве этого продукта — цены, ценообразования. Сейчас оно проседает. Спасибо.

Владимир Курляндчик. Я сейчас, честно говоря, еле сдерживаюсь от смеха: так

прикольно слушать, когда, с одной стороны, Валерий говорит, что интернализация увеличивается, а биржа, с другой стороны, радостно рапортует, что сделала нулевую комиссию для одной стороны. А что вы хотели? не было экономического смысла этим заниматься, а теперь он, в принципе, появляется. Но это же очевидные вещи.

Я и на этой конференции, и в других форматах регулярно всем уважаемым коллегам по рынку рекомендую прочитать книжку, написанную в 2012 году, называется «Dark pools», там написано все, что бывает, если начинаются такие выкрутасы. Мы упорно идем теперь этим же путем.

Вы не хотите интернализации? Тогда не надо радоваться повышению комиссии в 1,5 раза за счет одной нулевой пассивной стороны. Это абсолютно связанные вещи. Это ни разу не мера для поддержания ликвидности в рынке, это история про другое — про увеличение комиссии в 1,5 раза.

Сергей Золотарев. Можно продолжить то, что Владимир сказал? Уважаемая Московская биржа, прекрасно, что вы делаете попытки вернуть ликвидность. Но вы забываете сказать, что у вас от 1,5 до 6 раз увеличились комиссии. Мы как алгоритмисты при таких комиссиях на этом рынке стоять не будем. У нашей компании обороты упали в 10 раз, и мы не будем их поднимать. За счет чего? Комиссия [которую мы платим], по некоторым контрактам повысилась в 3, иногда в 5 раз.

Кирилл Пестов. Что тут можно комментировать? Хорошо это или плохо, но у МосБиржи тариф единый для всех групп. Мы не определяем, что вот для алгоритмиста такой тариф, для другой категории — другой тариф. Мы считаем, что равный доступ — это основа справедливой игры, тариф один для всех, мы не дискриминируем никого. Как раз введение нулевого тарифа, наверное, стимулирует появление дисбаланса и экономической возможности для интернализации, с одной стороны. С другой стороны, повторюсь, на примере нескольких месяцев работы этого тарифа на срочном и валютном рынке мы увидели качественные изменения «стакана»



с точки зрения наполнения пассивными заявками. Если в начале лета там все просто летало, глубины рынка не было, то с введением нулевого тарифа по пассивным заявкам «стакан» начал наполняться. Понятно, что маркетмейкером объективно нет. Поэтому Московская биржа подручными средствами вынуждена стимулировать людей формировать и глубину, и более адекватную цену.

Сергей Швецов. Понятно, это не заменяет полностью маркетмейкера, но это подручное средство, чтобы компенсировать отсутствие маркетмейкера хотя бы как-то...

Кирилл Пестов. Решение на стороне брокеров, тут биржа не может диктовать, это бизнес-решение брокеров.

Сергей Золотарев. Конечно, де-юре вы тарифами не дискриминируете, но розница не может стоять первой по лимитам, поэтому все косты перешли на нее, вот и все.

Лариса Селютина. Коллеги, вы должны в данной ситуации услышать друг друга. Я не просто так сказала, что, если бы не кризис, то я спокойно относилась бы к интернализации. Московская биржа тоже должна услышать брокеров на предмет сервисов и тарифов, которые она им предоставляет. Давайте прислушиваться друг к другу, и вы найдете консенсус на данном этапе, потому что сейчас кризис. Сейчас на рынке есть проблемы, и децентрализация ликвидности не очень сейчас полезна нам

всем. Поэтому Московская биржа тоже должна услышать брокеров.

Кирилл Пестов. Давайте говорить объективно, чтобы не складывалось впечатление, что Московская биржа в одностороннем порядке поменяла и структуру, и размеры. Во-первых, у Московской биржи есть обязательное голосование на пользовательских комитетах, куда входят все крупные участники. Все эти решения согласованы и проголосованы. Понятно, что нет идеального решения, приходится искать компромиссы. Но цифры, структура — все это в обязательном порядке с рынком обсуждается, утверждается...

Алексей Тимофеев. Лариса, одну секунду. Мне кажется, Юра, ты еще не отказался от мысли высказаться?

Юрий Маслов. Мы сейчас обсуждаем, нужно ли загонять всех в один пул ликвидности, как это делает биржа с участниками через тарифы. Но ведь у всех участников есть обязательства best execution. Может быть, нужно пойти по другому пути, дать Russian best и обязать исполнять по нему? Ну, о'кей, будет не один пул ликвидности, будет большее количество пулов ликвидности. Но наша задача — дать справедливую цену. Пусть пулы тоже конкурируют между собой, не только брокеры.

Владимир Зотов. То есть, следующим шагом в определении справедливой цены (Роман как раз об этом вопрос задал) должен был курс Банка России, и пусть все остальные за него конкурируют, так?

Юрий Маслов. Это должен быть курс того, кто готов поставить котировку. Потому что какая у нас задача? Собрать всех на биржу? Или дать реальную цену, за которую человек готов акцию купить/продать? Вопрос в том, что пять пулов должны иметь отработанные механизмы координации. И количество пулов тогда неважно. Снимается вопрос ликвидности. На начало года доллары и евро котировали 10 крупнейших банков, и никто не страдал. Хотя там доля интернализации была категорически другая, чем на рынке акций. Но цена была справедливая, потому что был один публичный референс, на который всегда выливались дисбалансы. Поэтому пусть и на фондовом рынке будет один публичный референс, на который будут выливаться дисбалансы. Какая разница, где клиент делает сделку. Важно дать правильную цену и найти баланс спроса/предложения, ведь это же рынок.

Владимир Зотов. Учитывая обстоятельства, в которых мы сейчас находимся, определение правильной цены, по-моему, находится за горизонтом событий.

Алексей Тимофеев. Есть ли еще реплики по этой теме?

Валерий Лях. Мне Илья на предыдущей сессии сделал пас по вопросам работы сети Telegram. Каким образом отличить добросовестную аналитику и добросовестный маркетинг в Telegram, и что делать с недобросовестным маркетингом.

Хотел бы сказать сначала насчет недобросовестных практик, которые были организованы в Telegram для кооперации инвесторов, для того, чтобы загонять цены. Превентивные меры в виде блокировок счетов привели к тому, что сейчас массового желания гонять бумаги, объединяясь через Telegram, не появляется.

Что касается недобросовестной аналитики, которая появляется в ТГ, то тут я все-таки остаюсь, Илья, апологетом того, что качество аналитики должно регулироваться с помощью организации аналитиков, которые могут ставить свой штамп. Это не поле для введения дополнительного регулирования, а это все-таки предмет саморегулирования самостоятельной ассоциации аналитиков. Это они должны ставить знак качества. Знак качества должен, в первую очередь, гарантированно не появляться у анонимных каналов. Если канал не анонимный, можно уже говорить о каком-то качестве. Все, что анонимно, считаем по дефолту некачественным.

Алексей Тимофеев. Спасибо большое. Мы знаем, что такая ассоциация создается. И, по правде сказать, мы считаем это положительным шагом в более, что ли, мягком формате, чем собственное саморегулирование НАУФОР. Это, как нам кажется, будет верным шагом вперед для повышения качества информации об операциях, о финансовых инструментах, которые к инвестиционному консультированию не относятся. Нам очень важно будет (это задача НАУФОР) разграничить одно саморегулирование и другое, чтобы одно осталось в нашей юрисдикции, чтобы НАУФОР продолжала отвечать за инвестиционных консультантов, а ассоциация аналитиков беспокоилась бы о качестве аналитической информации.

Валерий Лях. Спасибо за приглашение, за возможность участия.

Алексей Тимофеев. Валера, спасибо большое. У нас была еще одна тема, которую мы откладывали: тема повышения требований к квалифицированным инвесторам.

Думаю, будет правильно, если я предложу Лене рассказать: куда продвинулась мысль регулятора в этом направлении? Я хочу, чтобы ты была заранее готова к тому, что у людей за столом тоже есть что сказать по этому поводу.

Елена Шервуд. Да, на конференции я слышала много про бизнес. Давайте теперь поговорим о людях. Слышала разговоры о том, что жалобы не должны являться оценкой того, доволен клиент или нет [сервисом брокера]. Мне кажется, напротив, что жалобы должны являться такой оценкой. Даже если клиент жалуется, но его жалоба не подтверждается, то, возможно, мы имеем дело с низкой финансовой грамотностью.

Думаю, присутствующие знают об исследовании розничного инвестора, проведенном в сентябре 2021 года. Там выяснилось, что только 1/3 инвесторов высоко оценивает свои знания, при этом следует помнить о возможности когнитивных искажений, то есть, о завышенной самооценке. А, например, 16% людей, которые участвовали в исследовании, даже не знали, какие счета у них открыты: ДУ или брокерские. Теперь вспомним про сам критерий квалификации. Он не менялся более пяти лет. Регулятор получает жалобы, в том числе, от квалиинвесторов. И сама тематика этих жалоб явно говорит о том, что клиент был отквалифицирован по сумме денежных средств, а реально он не разобрался в специфике инструментов фондового рынка.

Может ли сумма денежных средств подтверждать знания клиента о финансовом инструменте и о его рисках? На мой взгляд, нет. Эта сумма может говорить о том, что у клиента имеется финансовая подушка безопасности. И клиент, который выбрал модель не



сбережения, а инвестирования (где есть риск потери), в этом случае, возможно, как-то защищен.

Банк России в этом году представил концепцию защиты розничного инвестора, где, в том числе, сказал, что видит возможность повышения порога для присвоения квалификации. Рынок на это сказал «нет», на этом дискуссия остановилась. Коллеги, я призываю вас обсудить это: хотелось бы, чтобы рынок показал нам свои расчеты и свое видение этой ситуации. Лично я убеждена, что пороговая сумма должна быть повышена.

В августе и сентябре был большой приток квалинвесторов: компании нача-

ли массово присваивать клиентам статус квалинвестора, не говоря о рисках. Нужно помнить о том, что стать квалинвестором — это определенный риск и снижение уровня защиты.

Теперь про жалобы. Буду говорить по цифрам. За весь 2021 год жалоб было чуть больше 1 тысячи 400. В текущем году, по статистике за три квартала, уже более 7 тысяч. Эти цифры говорят о необходимости менять модель.

Еще раз хочу спросить каждого из вас, считаете ли вы, что наличие денежных средств является критерием.

Владислав Кочетков. Не считаем. Я приведу пример. Мне (я сейчас сдаю коллег) квалификацию присвоили искусственно,

потому что я под критерии ЦБ не подхожу: образование паршивенькое, денег нет, о рынке ничего не знаю.

Елена Шервуд. Если вам искусственно присвоили квалификацию, то пишите жалобу, и мы их обязательно накажем. Спасибо.

Владислав Кочетков. Нет, это просто пример того, что даже текущие требования к квалификации — неплохих людей типа меня вообще не охватывают. На нашем рынке, вы сказали, критерии шесть лет не менялись. А где-то они 50 лет не менялись, и на тех рынках люди комфортно себя чувствуют. Очень странный критерий. Разве доходы населения растут бешеными темпами? Или вот на-

счет понимания природы инструментов. Чего вы хотите от рядовых инвесторов, от этих вот 7 тысяч людей, которые написали жалобы?

Алексей Тимофеев. Влад, можно я тебя буквально на секунду прерву, потому что Ольга Шишляникова хотела добавить реплику и спешит уйти?

Ольга Шишляникова. Да, если можно, скажу очень кратко, прежде чем попрощаться с вами, всех была очень рада видеть. Все-таки хочу вернуться к истокам института квалифицированных инвесторов, потому что в свое время имела к этому отношение. Никто никогда не подразумевал, что знание [об инструментах фондового рынка] возникает из-за наличия имущества: никто никогда такого не подразумевал. Изначально имелось в виду сочетание двух признаков, как минимум. Поэтому, на мой взгляд, можно обсуждать различные размеры имущества, но только в зависимости от сочетания двух признаков. И в 2008, и в 2014, и в 2022 году изучение показывало, что клиенты, обладая огромным количеством денег, не понимают сути инструментов, которые они приобретают.

Поэтому присвоение квалификации, как минимум, следует делать по двум признакам, это первое. И второе: мне очень жаль, что мы со временем потеряли ту особенность института квалифицированного инвестора, которая подразумевала, что брокер не присваивает квалификацию только на основании соответствия каким-то двум признакам. Брокер должен был в целом оценить реальные знания и опыт инвестора, которому присваивается квалификация. И даже если инвестор соответствует формальным признакам, но не понимает особенности инструментов, которые предназначены для квалифицированных инвесторов, то брокер должен отказать в присвоении ему статуса квалифицированного инвестора. Тогда бы все было нормально.

Владислав Кочетков. Вот мы услышали, что инвестору можно быть тупым, а можно, как я, бедным, но перспек-

тивным. Почему мне нельзя было дать квалификацию только по уровню знаний? Я 15 лет курирую учебный центр Финама, о фондовом и срочном рынке знаю все. Но я не могу стать квалинвестором, потому что я только умный, а должен быть еще и богатым.

Кирилл Пестов. Можно я прокомментирую с точки зрения цифр? Вот Елена сказала, что регулятор видит массированные процедуры присвоения квалификации. Я посмотрел статистику. С середины лета количество квалинвесторов увеличилось с 350 тысяч до 400 тысяч по состоянию на сентябрь. Это не драматичные цифры, это рост не в разы. На фоне 22 млн инвесторов 400 тысяч — это капля в море.

Владислав Кочетков. Никто из брокеров не дает квалификацию искусственно, никто не дает квалификацию принудительно. Просто, когда пошли разговоры, что сейчас у инвесторов отнимут все права и заставят носить на груди «желтую звезду», мы проинформировали об этом клиентов. И они стали более активно получать квалификацию — осознанно, самостоятельно. В данном случае все было отработано на уровне маркетинга без каких-либо нарушений и абсолютно осознанно. Готов получить за это Почетную грамоту от Банка России.

Екатерина Черных. Если честно, то 7 тысяч жалоб от 22 миллионов клиентов за год мне кажутся цифрой, которой надо аплодировать. Аплодировать в адрес профучастников нашего рынка. Всего 7 тысяч клиентов пожаловались, что ничего не понимают? Да это же показатель того, как замечательно мы все разъясняем клиентам.

Регулятор призывает обеспечить приток долгосрочных инвестиций на рынок. Но вот я могу сразу сказать по ЗПИФам. Если там установлен имущественный порог 6 млн, то в этом фонде могут участвовать 150–250 тысяч семей. А если сделать порог 30 млн, то останется, примерно, 100 тысяч семей, которые могут инвестировать такие суммы. И что мы будем делать? У кого будем брать долгосрочные инвестиции?

Елена Шервуд. Коллеги, мне кажется, вы меня не слушаете. Вы слышите себя, и пытаетесь самим же себе ответить на вопрос. Я вас призываю к дискуссии, к совершенно нормальной, цивилизованной дискуссии.

Алексей Тимофеев. Нет, Лена, тут не совсем так, зря ты обвиняешь собеседников. Ты предложила нам принести расчеты. Покажите ваши расчеты для начала.

Елена Шервуд. Конечно. Я думаю, что это будет правильно.

Алексей Тимофеев. Откуда взялась цифра 30 млн? Это же не аргумент на самом деле, это скорее комплимент стабильности регулирования, что цифра давно не менялась. Наверное, лучше бы пусть осталось так, как было. Это и стало бы комплиментом стабильности регулирования.

То, о чем говорила Ольга: я тоже прекрасно помню эту дискуссию. На самом деле там была другая идеология. Мне жаль, что Ольга нет, но и в ее присутствии я бы тоже об этом сказал. Там была такая идеология — богатых не жалко. И Сергей Анатольевич, который ушел, об этом рассуждал точно так же. Он говорил: «Богатый может нанять финансового советника». Поэтому есть две концепции категоризации. В Соединенных Штатах Америки следуют как раз именно такой категоризации — богатых не жалко. Там не требуется комбинация объема средств с другими критериями. А в Европе — нужна комбинация финансового порога с критериями. Обе концепции одинаково возможны. Вопрос в целесообразности, уместности и своевременности этих изменений.

7 тысяч жалоб — это комплимент индустрии, полностью с этим согласен. **Елена Шервуд.** Алексей, не соглашусь с тобой, мы должны сравнивать цифры этого года с цифрами прошлых годов. **Алексей Тимофеев.** Больше не значит много, Лена, больше не значит много. Самая красивая девушка в деревне не обязательно красавица. Даже когда будет 100 или 200 тысяч жалоб, это по-

прежнему будет комплиментом рынку. С рынком все в порядке, между индустрией и ее клиентами царит мир. Вот о чем говорят эти цифры.

Елена Шервуд. Коллеги, но индустрия всегда говорит: «Дайте нам продавать больше и никогда не меняйте требования». Это постоянный разговор. Но у инвесторов есть непонимание того, что им продают.

Роман Горюнов. У 7 тысяч инвесторов? **Елена Шервуд.** 7 тысяч жалоб поступило только в ЦБ. Можно собрать цифры со всего рынка, посмотреть.

Роман Горюнов. Хорошо, будет еще 7 тысяч.

Екатерина Черных. Значит, инвесторы очень грамотные, если сразу начинают жаловаться в ЦБ. Если поступило всего 7 тысяч жалоб за этот сумасшедший год, на фоне этой турбулентности — это вообще ни о чем.

Елена Шервуд. Мне кажется, что, если у инвестора возникают проблемы с финансовой организацией, то он сначала жалуется в финансовую организацию, только потом пишет в ЦБ.

Екатерина Черных. А мы как финансовая организация сдаем Банку России отчетность: сколько жалоб поступило, как мы на них ответили.

Елена Шервуд. Спасибо за отчетность, но, насколько я знаю, в этой отчетности не фигурируют звонки в контакт-центр и в чат. Да?

Екатерина Черных. Нет, все фигурирует. **Алексей Тимофеев.** Лена, но это ведь не аргумент. На самом деле то, что отношения с клиентом уладили, и он уже не жалуется дальше — это хорошо.

Елена Шервуд. Если отношения с клиентом уладили, то да.

Алексей Тимофеев. Может прийти и 100 тысяч жалоб в адрес индустрии. Если индустрия в каждом таком случае уладила разногласия с клиентом, то это нормально. Есть сомнение в том, что рынку предложена уместная, своевременная реформа, что у нее есть серьезные причины. Индустрия ждет от регулятора предъявления расчетов, чтобы взглянуть

на логику этих расчетов и поспорить с ней. Но какие расчеты индустрия может дать регулятору?

Дмитрий Панченко. Леша, можно два слова сказать? На самом деле, даже вот этих 7 тысяч жалоб достаточно, чтобы на их базе сделать стандартную практику. Мы через чат-бот научились отвечать примерно на шесть тысяч жалоб такого рода. Для реакции на остальные жалобы надо посадить сотрудника еще на три-четыре часа: собрать информацию, логи и так далее. Жалобы такие: «Почему у вас в БПИФе иностранных акций часть акций заблокирована?» или «Почему на СПБ бирже заблокирован такой-то объем акций?». Вот нам приходится рассказывать, почему. Оказывается, не все знают такие вещи.

А в части порога 30 млн рублей для квалов что можно сказать. Для неквалов ряд возможностей уже закрыли, теперь жалоб будет меньше однозначно. Можно запретить акции, жалоб еще будет меньше. Можно наряду с акциями запретить еще и облигации — жалоб будет еще меньше. Может, вообще не будет жалоб. Вы озвучьте саму проблему. Желательно в цифрах. Мы готовы вместе придумать, что делать.

«Тинькофф» много вкладывает в финансовое образование: мы сделали отдельное образовательное приложение, сделали проект с Мосбиржей, организуем курсы, отправляем туда обучаться менеджеров, которые работают с клиентами. Мне кажется, все остальные брокеры примерно то же самое делают дружно.

Просто у меня ощущение, что сейчас единственная цель ограничений — сделать так, чтобы фондовый рынок был доступен еще меньшему количеству людей. Все-таки хочется услышать реальную цель, и мы готовы ее вместе решать. **Кирилл Пестов.** Может быть, попробовать установить, условно, целевой коэффициент — отношение количества жалоб к общему количеству клиентов, а не считать абсолютный прирост жалоб.

Екатерина Черных. Ну и потом, извините, если воду в бассейн не налить, то

плавать не научишься. Инвесторы с разным кошельком пробуют разные объемы инвестиций. Никакая теоретическая финансовая грамотность никогда никого еще не учила. Все платят за собственное образование собственным опытом. Чудес на свете не бывает. Вы сейчас говорите: «Сначала дорастите, а потом, может быть, мы вам дадим поплавать». Это странно.

Валерий Красинский. Можно встречный вопрос в порядке дискуссии. Коллеги, а почему вас волнует именно имущественный ценз? Есть ряд других критериев, как мне думается, объективных: опыт инвестирования, торговля инструментами на определенную сумму (не на 30 млн), образование, сертификаты и так далее. Все эти данные, в совокупности, более или менее явно свидетельствуют о том, понимает ли человек что-то в фондовом рынке. Вот о чем Екатерина говорит. Пусть инвестор сначала торгует простыми инструментами на те суммы и с той периодичностью, которая изложена в нормативном акте, и, пожалуй, после этого приходит за подтверждением квалификации.

А из дискуссии возникает такое ощущение, что хотят стать квалиинвесторами только богатые, которых не жалко, и у них нет ни одного другого основания, по которому они могут быть признаны квалами. Это тоже немножко странно звучит.

Владислав Кочетков. Вот я долгосрочный инвестор, купил бумаги и держу их три года. Но чтобы стать квалом, я должен колбаситься с позицией ЦБ. Так я никогда квалом не стану. Лучше солью тогда все активы на фиг.

Валерий Красинский. Владислав, я не совсем про это.

Давайте обсуждать, как можно улучшить эффективность критериев, которые свидетельствуют о знаниях и опыте. Я частично согласен с тем, что вы говорите. Но мы сейчас обсуждаем только квалиинвесторов с относительно большой суммой денег, а других клиентов как будто нет.

Роман Горюнов. Так вы сами эту дискуссию породили. Не трогайте имущественный ценз, вообще отмените его.

Кирилл Пестов. А можно предложить вообще другой подход: отменить разделение квал/неквал и давать доступ к инструментам на основании прохождения теста. Мы же даем неквалам какие-то инструменты? Если регулятор считает, что иностранные ценные бумаги — это прямо ужасное злое зло, ну, сделайте серьезный тест, пускай человек сдаст его. И не важно, сколько у него денег, и не нужен никакой ценз. Если он понимает риск, осознает, что принимает на себя депозитарный риск, что бумага может зависнуть во вражеской инфраструктуре — ну пусть берет этот риск, почему нет. Это тоже подход для дискуссии.

Владимир Крעותень. Екатерина верно сказала: взрослые люди вообще учатся на собственном опыте. И пока чего-то не попробуешь сделать сам, ты и тесты нормально не сдашь. Есть же опыт вождения автомобиля. Да, ты должен научиться водить автомобиль, получить права, и потом езд, пожалуйста. Но ГИБДД не ограничивает человека в покупке машины определенной мощности или по каким-то другим параметрам. Наверное, только двухколесные автомобили и автобусы отличаются по критериям доступа.

Почему мы завели разговор про имущественный ценз? Потому что это единственный критерий на сегодняшний день, по которому брокер, не зная историю взаимодействия этого клиента с другими участниками рынка, может дать ему статус квалиинвестора. Клиент не предъявляет статус, что является квалиинвестором еще в пяти местах. Он сегодня должен подтвердить статус квалиинвестора в каждой компании, в которой хочет совершать сделки.

Соответственно, если он не проходит по образованию, не проходит по количеству совершаемых сделок, то единственным критерием остается имущественный ценз. И брокеры вынуждены его квалить хотя бы по этому критерию.

Валерий Красинский. Ну давайте обсудим, какие еще могут быть критерии. Вот это может быть интересная дискуссия.

Владимир Крעותень. Но зачем? Зачем мы решаем такую проблему?

Владимир Курляндчик. Нет, она говорит другое! Она говорит буквально следующее: в этом году регулятор получил 7 тысяч жалоб от владельцев 22 млн счетов после того, как случился глобальный коллапс. Но ведь это вообще не цифра. Поймите вы, 30% людей, сидевших в этом зале год назад, вообще не могли сказать, существует ли связь между торговлей акциями Apple в России и структурой Euroclear. Даже люди, сидящие здесь, этого не знали. Чего же вы хотите от квалифицированных инвесторов? Жалобы написалo всего 7 тысяч, и 95% из них (уверен, хотя не знаю статистики) — жаловались на то, что Euroclear заблокировал платежи. Ну что вы хотите получить этой реформой?

Елена Шервуд. Коллеги, обращаюсь к предыдущему выступающему. Вы привели хороший пример с ГИБДД. Действительно, можно купить любую машину, но сумма страховки будет отличаться.

Алексей Тимофеев. Я для себя объясняю инициативу Центрального банка следующим образом. Вводится запрет на операции неквалифицированных инвесторов с иностранными ценными бумагами. И кажется, что этот запрет коснется не такого широкого слоя, как того хотелось бы. Вот и все. Потому что в нашем правопорядке категоризация [квал/неквал] имеет вспомогательное значение, которого нет нигде в мире — ни в Америке, где богатых не жалко, ни в Европе, где нужна комбинация двух из трех признаков. Нигде нет запрета на совершение операций с определенными финансовыми инструментами, в зависимости от категоризации. В западных юрисдикциях существует требование разного объема информации, в каком-то случае не нужно проводить оценку съютабилити, можно слать упрощенные

отчеты. На этом всё. Поэтому на нашем рынке это решение может быть каким угодно.

Лена, вот мое предложение: пусть будет порог 80 млн рублей, но только не надо вводить запрет на операции с иностранными ценными бумагами и структурными продуктами. И будет точно так же, как в США или в Европе, какая разница. Не будет это драматично.

Владимир Курляндчик. Я хочу поделиться одним наблюдением и одним соображением. Сначала наблюдение. Вы, москвичи, часто встречаетесь, все эти темы обсуждаете в разных форматах. А я это наблюдаю раз в год, поэтому мне видны изменения. С 2016 года на этом «круглом столе» (и вообще на конференции) несколько шло лет сближение профучастников с регулятором. Все клялись друг другу в любви и говорили: «Как все классно идет. Остались мелкие проблемы, но в принципе мы уже почти близки к идеальному миру».

И вот тренд изменился. Сейчас конкретно чувствуется усталость этих двух участников дискуссии друг от друга. Регулятор устал объяснять те положения, которые он по каким-то соображениям придумал и теперь, как сегодня на первой сессии было сказано, «брутально отстаивает». А профучастники устали объяснять свою позицию, потому что их не слышат. Эти две категории участников дискуссии сходятся ровно в одном тезисе: и те, и другие говорят, что им не безразлична польза клиента. Просто каждый заботится об этой пользе со своей стороны. Это наблюдение.

А соображение такое. Не секрет, что куча народа оказалась в соседних странах. Существенная часть этих людей инвестировали в иностранные акции, в этой среде их процент выше, чем в среднем по стране. Это, во-первых.

Во-вторых, большое количество этих инвесторов работали и продолжают работать в нашей индустрии, понимают, как она устроена. Это айтишники, люди бизнеса и так далее. А еще у нас в стране растет карточный туризм; у многих уже

есть счета в банках СНГ. И вот эта усталость, на мой взгляд, может разрешиться выходом из конкретной юрисдикции. Профучастники перестанут дискутировать с Банком России. А в дружественных странах появятся аналогичные структуры, там уже высажены люди. Они сделают возможность инвестировать в активы, в которые здесь нельзя; сделают для тех, у кого открыты счета там. Люди будут открывать там счета и дальше просто за счет небольших технологических ухищрений в прекрасных мобильных приложениях, как это сейчас модно, будут совершать прозрачный переход с российского брокера X на брокера Y, например, армянского. И проблемы будут решены.

Регулятор будет счастлив, ему перестанут писать даже 7 тысяч жалоб в год. Брокеры будут счастливы, что перестали обсуждать эту тему и что их не слышат. Но самое главное, будет счастлив клиент. Он получит все то, что, по мнению регулятора, ему не нужно, хотя сам клиент считает почему-то, что ему это нужно. И главное, уйдет риск, который реализовался. Тут все говорят про «риск иностранных ценных бумаг из недружественных юрисдикций», забывая добавить: «при условии торговли этими бумагами с российской расчетной инфраструктурой». Так вот, этот риск, который реализовался, рано или поздно уберут. Просто расчетной инфраструктурой будет не Россия. И все будет нормально у людей. Мне кажется, в итоге все отсюда уедет для того, чтобы просто снять вот эту усталость.

90% сегодняшних дискуссий, так или иначе, связано с последствиями блокировки моста по иностранным ценным бумагам. А когда эта тема уйдет из этой страны, то все будет нормально у всех. **Алексей Тимофеев.** Есть ли еще реплики ... Да, прошу. **Алексей Третьяков.** Полностью согласен. Мы в компании «Ари капитал» тоже видим по клиентам, что возможности полноценной замены иностранным ценным бумагам нет. Мы расформировали

один из ПИФов с иностранными акциями, но мы теряем клиентов. Они уйдут в худшие юрисдикции и так же успешно потеряют деньги там.

Почему не ведется дискуссия, как государство сможет прогарантировать риски?

Минфин и Центральный банк обсуждают хранение золотовалютных резервов в дружественных валютах. Получается, Банк России готов принимать риски китайских банков, в которых будет хранить эти юани. Чем же отличаются инвесторы, которые покупают гонконгские акции с риском на китайский депозитарий? И в крайнем случае, если этот риск реализуется, — например, Китай перестанет быть дружественной страной, заблокирует и золотовалютные резервы, и акции, как это произошло после 24 февраля одновременно с резервами и европейскими активами, — то, наверное, с этим вряд ли могут что-то сделать участники фондового рынка? **Кирилл Пестов.** Уж коль зашел разговор про юани. Сегодня разговор идет больше о проблемах, а вот новые возможности не обсуждаются. Между тем на МосБирже сейчас формируется, очень быстро причем, абсолютно новый сегмент юаневых инструментов. Смотрел тут статистику сентября: юань уже составляет в сегменте валютного спот-рынка 26%. В августе-сентябре разместились несколько выпусков четырех эмитентов в юанях, которые в сентябре уже составили 10% вторичного рынка. И что самое важное, туда идет инвестор. 24% вторичного оборота юаневых облигаций — это физлица, как раз те, которые ищут, куда инвестировать. Поток частного капитала ищет выход. Поэтому мы планируем и дальше расширять юаневую структуру.

В ближайшее время планируется, что выйдут несколько БПИФов, привязанных к юаневым инструментам. И мы планируем запустить расчет нового бенчмарка на индекс облигаций в юанях. Все идет туда, куда можно идти. Юань — одна из тех ниш, где мы могли бы пред-

ложить клиентам что-то новое и дать им возможность диверсифицировать свой портфель.

Алексей Тимофеев. Валера, дискуссия про дружеские бумаги ведь тоже идет. «Центральный банк намерен оценить, — говорится в релизе, — целесообразность разрешения инвестиций в дружеские бумаги в зависимости от безопасности механизмов хранения.

Валерий Красинский. Нет, речь о том, что, если бумага идет через инфраструктуру, скажем, NASDAQ, то нет разницы — китайская она или нет.

Владимир Курляндчик. Я могу только повторить. Эта дискуссия приведет к тому, что она просто закончится, ее не будет. Инфраструктуру сделают в другой юрисдикции, где регулятор таких вопросов не задает. И всё. Российские граждане не будут покупать китайские, американские, гонконгские, еще какие-то бумаги, и вы их никак не ограничите никакими мерами. Понимаете? Вы просто все усложняете для реализации в российском правовом поле, вот и все.

Алексей Тимофеев. Профсообщество рассчитывает на сбалансированный подход. Регулятор, я надеюсь, невозможного от инфраструктуры не ждет? Чрезмерных условий ставить не будет? Потому что иначе Володя Курляндчик будет прав.

Дмитрий Панченко. Расскажу, как мы в «Тинькове» нанимаем технологов на работу, хорошо? Вот приходит человек, образование хорошее. Даем ему задачу: вот у нас есть офисный центр, 26 этажей, а вокруг растет 200 деревьев. Предложи, пожалуйста, самый оптимальный способ, как эти 200 деревьев быстро вырубить? Народ начинает придумывать, дает разные решения. Как вы думаете, кого мы берем на работу?

Из зала. Того, кто задаст вопрос: «Зачем?».

Дмитрий Панченко. Берем на работу тех, кто задает вопрос: «Зачем?». Давайте обозначим четко проблему, сформулируем ее. Может быть, надо сделать какой-то тест, и брокерское сообщество радостно



в этом поучаствует. Но просто, когда очевидным последствием [действий регулятора] будет снос конверсии, то можно сразу прикинуть цифру, при которой она будет нулевой: 300 млн рублей, еще сколько-то. Но люди с такими деньгами сразу в Эмиратах инвестируют. Спасибо. **Алексей Тимофеев.** Лена, спасибо за готовность нас выслушать. Я бы, может быть, предложил... **Татьяна Есаулкова,** Таня, ты была намерена высказаться. **Ольга Саморукова.** Коллеги, извините, а можно ли встрять. Я представляю Газпромбанк и управляющую компанию «ААА Управление капиталом», мы недавно переименовались из «ГПБ Управление активами».

Мне как операционному директору хочется поплакать о том, что происходит, а миссия у меня другая. Я сегодня должна сказать, что Центральный банк не так давно предложил дискуссию по документу «Финансовый рынок. Новые задачи в современных условиях». Думаю, его все видели.

Вот мы зацепились за тему личных наследственных фондов, которые, на наш взгляд, пока еще не полетели, но могут полететь очень сильно. Клиенты с очень большими капиталами этой темой интересовались всегда. Как вы понимаете, личные фонды дают возможность как минимум структурировать активы при своей жизни, назовем это так, а как

максимум, заниматься наблюдением, как эти активы развиваются, как управляются. И самое главное, активы можно в дальнейшем передать по наследству, опять произношу «при жизни», потому что это важно.

Мы заметили, что в законодательной базе есть определенные противоречия. Гражданский кодекс определяет личный фонд как унитарную некоммерческую организацию. А по нашему любимому 39-ФЗ квалинвестором может быть как раз только коммерческая организация. По этой логике получается, что личный фонд, не может быть признан квалинвестором. Вот такая немножко искусственная коллизия, может быть, они просто сразу не подумали.

И наша управляющая компания хотела бы эту тему вбросить, в хорошем смысле, для обсуждения Банку России. Мы призываем подумать и устранить противоречие, о котором я сказала. А также добавить в 39-ФЗ то, что нужно для признания личных фондов квалифицированными инвесторами. В противном случае, они лишаются очень большого сегмента интересных активов, о которых мы сейчас так жарко спорили (иностранцы ценные бумаги, структурные активы).

К сожалению, Ольга Юрьевна ушла, но мы писали ей запрос на эту тему. Хотелось бы попросить уважаемых коллег из Банка России подумать на эту тему. Может быть, кому-то еще на рынке эта тема интересна. Вот уважаемая Екатерина Черных говорила, что ЗПИФы растут, я соглашусь: количество желающих зашкаливает. Эта тема в какой-то степени коррелирует с темой личных фондов. Люди, которые хотят структурировать свои активы в ЗПИФах, это, в общем, те же люди, которые хотели бы участвовать в личных фондах.

Если кто-то из игроков на рынке интересуется этой темой, мы призываем обращаться в Газпромбанк или в управляющую компанию. Мы готовы ее обсуждать.

Екатерина Черных. А вы уже вставили управляющую компанию в обязательное управление личными фондами или нет? Личными фондами сейчас может управлять кто угодно, это находится вне регулирования. Там основная история, думаю, не признание квалом, а разрешение личным фондам не платить налог на прибыль.

Ольга Саморукова. Совершенно точно, и это тоже. Есть такая тема, которую мы бы хотели подсветить. Это как раз о хорошем, о развитии. О проблемах мы уже говорили очень долго. Спасибо за внимание.

Илья Ванин. Можно небольшое добавление? Признание личного фонда квалиинвестором — это, может быть, и неплохо. Но проблема чуть больше. Мы тоже участвовали в этой работе, и здесь есть некоторые опасения с нашей стороны. Нам не хотелось бы, чтобы личные

фонды, получив и аналогичные ПИФам налоговые льготы, и остальные преимущества, но без обязанности осуществлять инвестирование через управляющую компанию, фактически стали конкурентом тех же закрытых фондов, но без регулирования со стороны Центрального банка и без лицензирования. Вот этого бы не хотелось. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Мы над этим работаем. Таня?

Татьяна Есаулкова. Хотела бы затронуть тему, которая волнует нас как спецдепозитарий. Мы отвечаем за сохранность активов наших клиентов. Но когда бумаги хранятся в НРД, то если там что-то с ними случается не по нашей вине, мы не отвечаем за их сохранность.

Сейчас, в связи с тем, что в НРД все заблокировано, клиенты просят нас открывать счета в других компаниях: это и прекрасные российские банки (и Росбанк, и Райффайзен), и другие юрисдикции (Центральный депозитарий Казахстана), и банки ОАЭ.

Но дело в том, что, если мы там открываем номинальный счет депо просто юридическому лицу, и если бумаги с его счета по какой-то причине исчезнут, то мы не отвечаем за сохранность. А если нашим клиентом является управляющая компания ПИФа, то мы отвечаем за сохранность. И для нас это очень большой, существенный риск.

Хотелось бы, чтобы Центральный банк пошел здесь нам навстречу. Если нет возможности хранить и учитывать бумаги в центральной депозитарии, то чтобы с нас убрали повышенную ответственность за сохранность активов при хранении их в других крупных институтах, даже в центральных депозитариях других стран. Потому что активы очень большие, вы сами прекрасно понимаете. Такая проблема есть, хотелось ее озвучить. Спасибо.

Валерий Красинский. Мы с Татьяной еще в кулуарах начали это обсуждать. Принцип, который заложен в регулировании, понятен. Там выведена базовая конструкция, что спецдеп (и по закону, и по

соответствующему положению) отвечает за хранение. Из этой конструкции есть ряд исключений. В том числе, то, о котором сказала Татьяна: если фигурирует центральный депозитарий и аналогичные ему организации из других юрисдикций. Есть перечень, который составляется в соответствии с законом о центродепе. Решение, что регулятор готов встроить в цепочку хранения любой другой депозитарий и снять со спецдепа ответственность за хранение, наверное, не является правильным решением. Единственное, что можно здесь обсуждать — какие-то временные истории. Точечные сюжеты. Наверное, таким образом это можно обсуждать. Но не так, что Банк России просто разрешит встроить в цепочку между регистратором и спецдепом любой депозитарий.

Алексей Тимофеев. Хорошо. Илья, мы изучим этот вопрос, и может быть, продолжим разговор.

Татьяна Есаулкова. Если бы можно было сделать список, хотя бы ограниченный, крупных компаний, где это можно делать. Или даже, если есть соответствующее согласие пайщиков, то чтобы спецдеп открыл счет в этом депозитарии, скажем так. Спасибо.

Валерий Красинский. Татьяна, мы тогда придем к старой, доброй мысли, что в таком случае спецдеп вообще не нужен в принципе. Потому что зачем он нужен, если можно сразу держать активы в том депозитарии.

Алексей Третьяков. Я сейчас не готов обсуждать предметные критерии. Но это точно не должна быть история о том, что сейчас можно встраивать в цепочку хранения любой депозитарий ...

Алексей Тимофеев. Дорогие друзья, уважаемые коллеги, спасибо большое вам за ваше терпение, за ваше внимание к очередной конференции НАУФОР. Мы очень рады быть здесь, видеть вас всех, собирать вас всех, и будем делать это и впредь. Спасибо вам большое.

На этом мы нашу конференцию закрываем. □

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. Кобяковская,
д. 1, этаж 1, помещ. 2



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,
фотокниги, 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





Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Отыгрывая падение

Российские акции и ОФЗ слегка подросли по итогам ноября, отыгрывая относительно стабильный геополитический фон вокруг России

Индекс РТС вырос за месяц на 1,2% — до 1125,14 пункта, а подъем индекса МосБиржи за счет укрепления рубля к доллару оказался всего 0,37% (к закрытию торгов 30 ноября индикатор достиг 2174,53 пункта). Индекс цен гособлигаций RGBI увеличился в ноябре на 0,3%.

Котировки российских акций и рублевых гособлигаций (ОФЗ) слегка подросли по итогам ноября, отыгрывая относительно стабильный геополитический фон вокруг России, дивидендные истории, а также отсутствие намеков ЦБ РФ на возможное ужесточение денежно-кредитной политики в ближайшее время. Индекс РТС вырос за месяц на 1,2% — до 1125,14 пункта, а подъем индекса МосБиржи за счет укрепления рубля к доллару оказался всего 0,37% (к закрытию торгов 30 ноября индикатор достиг 2174,53 пункта). Индекс цен гособлигаций RGBI увеличился в ноябре на 0,3%.

Акции выросли на дивидендных историях и стабилизации геополитических рисков

Рынок акций РФ в начале ноября демонстрировал умеренный рост вслед за нефтью, а также фон-

довыми площадками в Азии и Европе, подъем сдерживался отрицательной коррекцией индексов в США в преддверии двухдневного заседания Федрезерва. Нефть Brent поднялась выше 95,5 долларов за баррель на фоне ослабления доллара и вступившего в силу соглашения ОПЕК+ о сокращении добычи на 2 млн б/с по сравнению с уровнями августа. Во «втором эшелоне» раллировали бумаги VEON на новостях, что холдинг начинает проведение конкурентной продажи ПАО «Вымпелком» (холдингу принадлежит 100% российского телеком-оператора).

Однако уже 3 ноября российский фондовый рынок снизился вслед за мировыми площадками и нефтью после заявлений главы Федрезерва США о сохранении «жесткой» монетарной политики, а также из-за сокращения позиций игроками в преддверии

длительных выходных в России. Индекс МосБиржи откатился в район 2155 пунктов. Федрезерв США повысил ключевую процентную ставку на 75 базисных пунктов (до 3,75–4% годовых), что совпало с прогнозами. Таким образом, Федрезерв поднял ставку на 75 базисных пунктов по итогам четвертого заседания подряд, теперь она находится на максимальном уровне с января 2008 года.

Глава ФРС Джером Пауэлл на пресс-конференции после заседания заявил, что вопрос замедления темпов подъема ставки, вероятно, будет обсуждаться на декабрьской встрече или в начале следующего года. Однако он отметил, что говорить о паузе в подъеме ставки пока слишком рано. Кроме того, Пауэлл сказал, что ее предельный уровень будет выше, чем ожидалось ранее. Эти заявления вызвали распродажи на мировых фондовых площадках.

Вторую неделю месяца рынок акций РФ начал с уверенного роста, догоняя выросшие с 4 ноября мировые площадки и нефть на ожиданиях послабления карантинных ограничений в Китае и итогов промежуточных выборов в Конгресс США; индекс МосБиржи превысил отметку 2200 пунктов, обновив максимум за 1,5 месяца, во главе с металлургами и «Роснефтью». Нефть Brent локально поднималась выше 99,5 долларов за баррель на фоне слухов о возможном ослаблении карантинных ограничений в Китае и некоторого сни-

жения опасений в отношении мировой рецессии.

Вместе с тем заметно упали акции «Детского мира» на новостях об отсутствии планов выплат промежуточных дивидендов и намерении преобразования компании. Процедура предполагает реорганизацию, частичный переход акционеров из публичной компании в непубличное ООО «Детский мир» и предложение о продаже акций ПАО для несогласных с реорганизацией акционеров.

Российский рынок акций 9 ноября снизился вслед за мировыми фондовыми площадками и нефтью (Brent откатилась ниже 94 долларов за баррель) из-за опасений по поводу спроса из Китая, а также в ожидании итогов промежуточных выборов в Конгресс США. Дополнительным негативом для нефтяных котировок стала статистика Минэнерго США, показавшая рост запасов нефти за неделю на 3,92 млн баррелей при прогнозах повышения всего на 0,25 млн. Индекс МосБиржи откатился ниже отметки 2170 пунктов во главе с бумагами металлургов, при этом выросли акции золотодобытчиков, выступившие в качестве «защитных» активов.

Однако уже 10 ноября рынок акций развернулся вверх и отыграл все потери предыдущего дня благодаря ралли акций Сбербанка на хорошем финансовом отчете, а также благодаря улучшению внешних настроений после публикации статистики о замедлении инфляции

в США в октябре, подогревшей ожидания смягчения монетарной политики Федрезерва. По данным Минтруда США, потребительские цены (индекс CPI) в октябре выросли на 7,7% в годовом выражении — это минимальный показатель с января этого года. Таким образом, инфляция замедлилась по сравнению с 8,2% в сентябре и оказалась ниже 7,9-8%, ожидавшихся аналитиками.

Сбербанк в октябре получил 122,8 млрд рублей чистой прибыли по РСБУ, что позволило кредитной организации получить положительный финансовый результат за 10 месяцев текущего года. Чистая прибыль с начала года превысила 50 млрд рублей, сообщил президент - председатель правления Сбербанка Герман Греф. Он также заявил, что Сбербанк возвращается к раскрытию части информации — начиная с отчетности за октябрь будет публиковать финансовые результаты каждый месяц, а в следующем году планирует вернуться к выплате дивидендов.

В дальнейшем попытки продолжения роста вслед за мировыми площадками и нефтью наталкивались на локальную фиксацию прибыли игроками перед выходными. Просели акции металлургов на фоне известий, что Минторг США по итогам проведенного расследования решил, что Россия не может больше считаться страной с рыночной экономикой, статус экономики РФ будет переквалифицирован в нерыночный для

целей закона США об антидемпинговых пошлинах. Вероятность введения этих пошлин может негативно сказаться на экспорте российских металлургов и производителей удобрений.

Совет ЕС по иностранным делам обсудил в Брюсселе развитие ситуации на Украине, однако санкции против РФ принимать не стал. Лондонская биржа металлов (LME) приняла решение не вводить ограничения на новые поставки металлов из России, что поддержало акции металлургов. Биржа пришла к заключению, что «не должна выносить или навязывать этические суждения на широком рынке».

Рынок акций РФ 16 ноября смог умеренно подрасти, несмотря на локальный всплеск геополитической напряженности. Эскалация геополитических рисков произошла вечером 15 ноября после сообщений польских СМИ о ракетных обстрелах Россией территории Польши. Однако последовавшее опровержение со стороны Минобороны РФ и приведенные доказательства несколько разрядили ситуацию. Минобороны РФ заявило, что обнаруженные в населенном пункте Пшеводув ракетные обломки не имеют никакого отношения к российским средствам поражения, заявления об упавших российских ракетах на территории Польши являются провокацией для эскалации обстановки.

В свою очередь президент США Джо Байден выразил серьезные сомнения в том, что ракета, упавшая в районе польского населенного пункта Пшеводув недалеко от границы с Украиной, была выпущена из России. В итоге польская сторона, а также представители ряда зарубежных государств пришли к заключению, что ракету, упавшую в Пшеводув, выпустили силы украинских ПВО.

Вместе с тем формированию устойчивой тенденции к росту российских индексов в условиях ослабления геополитической напряженности мешала

нестабильная ситуация на мировых фондовых и сырьевых площадках на фоне укрепления доллара, ожиданий дальнейшего ужесточения монетарной политики Федрезерва США и роста заболеваемости COVID-19 в Китае. Глава ФРБ Сент-Луиса Джеймс Баллард заявил, что Федрезерву придется продолжать подъем базовой процентной ставки, поскольку ее текущий уровень не ограничивает экономическую активность в достаточной мере, чтобы ослабить инфляцию. Президент ФРБ Миннеаполиса Нил Кашкари также сообщил, что нет ясности в том, насколько далеко должна зайти ФРС в вопросе подъема стоимости кредитования, поскольку инфляция остается высокой.

Третью декаду ноября российский рынок акций начал с падения вслед за мировыми фондовыми площадками и обвалившейся нефтью (Brent опустилась ниже 83 долларов за баррель) из-за опасений относительно дальнейшего роста процентных ставок в мире и на фоне сообщений о возможном наращивании добычи нефти странами ОПЕК; индекс МосБиржи опустился ниже 2170 пунктов, обновив минимум на закрытие с 3 ноября. Издание Wall Street Journal сообщило, что Саудовская Аравия и другие производители нефти ОПЕК обсуждают увеличение добычи, что может помочь преодолеть разногласия с администрацией президента США и сохранить поток нефти на фоне новых попыток сдержать российскую нефтяную промышленность из-за военного конфликта на Украине.

Цены на нефть Brent отскочили вверх после того, как власти Саудовской Аравии опровергли слухи о планах наращивания добычи, а также заявили, что, напротив, не исключают снижения производства для балансировки спроса и предложения. Сдерживающим фактором для нефти выступили опасения, что Пекин может пойти на очередное ужесточение мер по борьбе с распро-

странением COVID-19, что выльется в экономический спад, усложнит ситуацию в цепочках поставок и приведет к сокращению спроса. Тем временем, вице-премьер РФ Александр Новак напомнил, что Россия не намерена поставлять нефть и нефтепродукты в страны, которые присоединятся к механизму "ценового потолка", возможно, для этого придется сократить добычу. На этом фоне рынок акций РФ скорректировался вверх (индекс МосБиржи поднялся к рубежу 2200 пунктов).

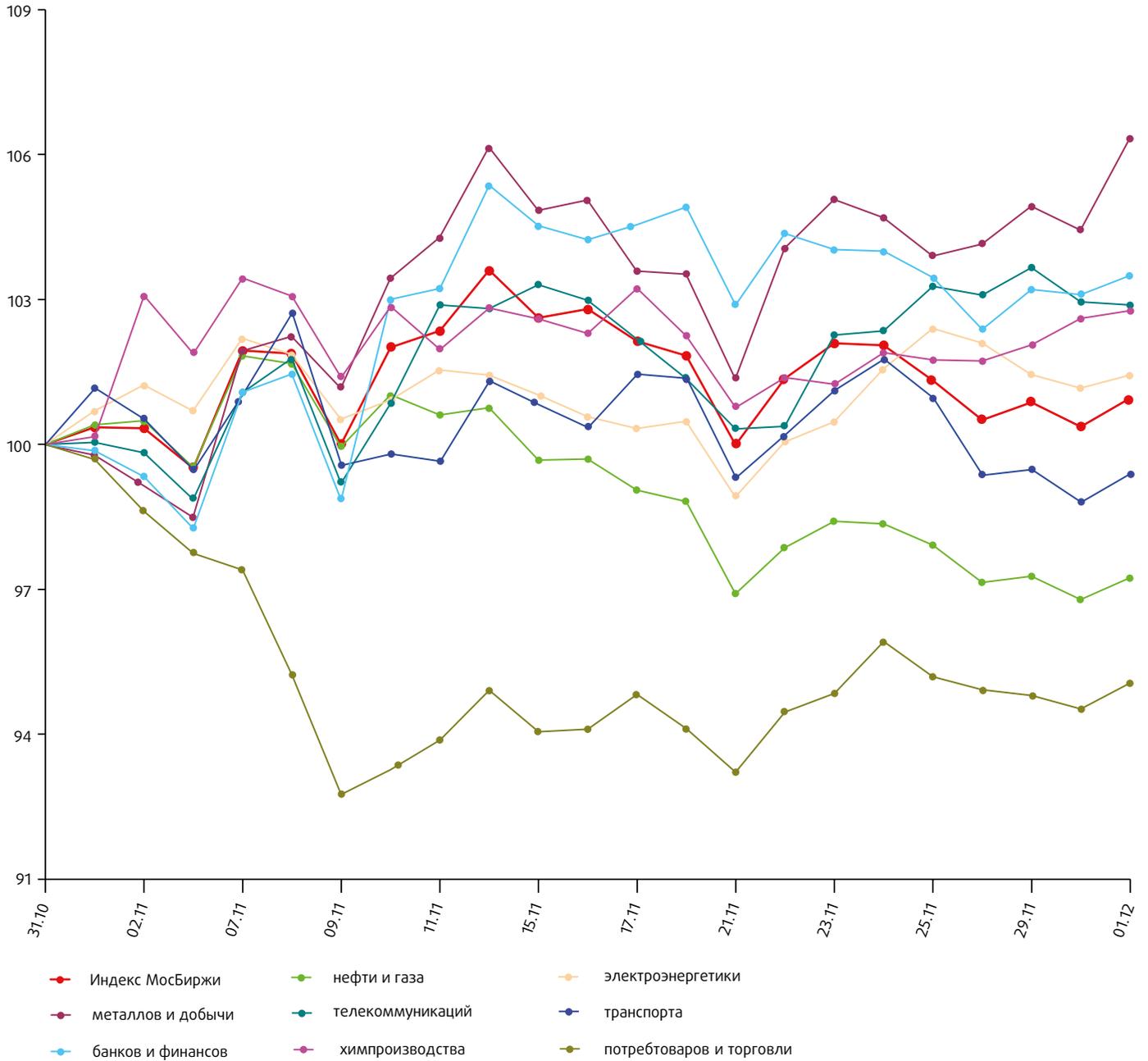
Большую часть третьей декады ноября ситуация на нефтяном рынке оставалась под давлением продавцов на фоне переговоров западных стран о введении «потолка» цен на российскую нефть. По данным западных СМИ, против предложенной G7 цены в \$65-70 за баррель выступили Польша, Эстония и Латвия, которые считают, что она чрезмерно высока и оставляет России слишком высокий доход. При этом Кипр, Греция и Мальта, напротив, считают этот уровень слишком низким.

Цены ОФЗ выросли на ожиданиях сохранения ставки ЦБ РФ

Начало месяца было не совсем благоприятным для инвесторов в российские гособлигации. По итогам торгов 2 ноября кривая доходности ОФЗ на участке срочностью более 3 лет сместилась вверх на 10–20 базисных пунктов. Более сильный рост доходности отмечался в "длинных" бумагах, которые снижались в цене на фоне большого объема размещения нового госдолга с премией к вторичному рынку (на аукционах были размещены бумаги на 166,976 млрд рублей).

На первом аукционе Минфин разместил «длинные» ОФЗ-ПД на сумму почти 47,5 млрд рублей, дав инвесторам заметную премию к процентным ставкам вторичного рынка. Средневзвешенная цена на аукционе составила 75,7043% от номинала, что соответствует доходности

Рисунок. Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ



10,62% годовых. Доходность по цене отсечения составила 10,9% годовых. При этом на вторичном рынке в период проведения аукциона доходность данного выпуска колебалась в диапазоне 10,08–10,09% годовых. Таким образом, размещение прошло с заметной премией (53–82 базисных пункта) к вторичному рынку.

Давление на внутренний долговой рынок оказало также повышение доходности облигаций развитых стран после заседания американского Центробанка. Глобальные инвесторы стали закладывать в цены гособлигаций более высокий уровень ставки ФРС в 2023 году, чем ожидалось ранее. Предполагается, что к июню 2023 года ставка Федрезерва будет повышена до 5,1% годовых. Доходность 10-летних US Treasuries 4 ноября достигла 4,17% годовых (+15 базисных пунктов за неделю), 10-летних гособлигаций Германии — 2,29% годовых (недельное повышение составило 19 пунктов), 10-летних облигаций Великобритании — 3,53% годовых (рост на 6 пунктов).

Новая волна ценового снижения прокатилась по рынку рублевых облигаций 8 ноября. Инвесторы продавали ОФЗ, опасаясь снижения цен после аукционов Минфина, запланированных на следующий день, так как ведомство вновь объявило о планах провести продажу гособлигаций без заранее установленного лимита. Это стало для рынка сигналом о намерении привлечь максимально возможный объем средств. Однако уже 9 ноября котировки ОФЗ отыграли снижение предыдущего дня, так как ожидания размещения большого объема нового госдолга с широкой премией к вторичному рынку, как это было неделей ранее, не оправдались. Минфин разместил ОФЗ лишь на 41,97 млрд рублей по номиналу. Ведомство в сообщении по итогам аукционов отметило, что совокупный объем спроса на трех аукционах превысил 500 млрд рублей, однако «ценовые условия значительного объема спроса не соответствовали рыночным

значениям, что могло быть связано с повышенной волатильностью торгов в преддверии аукционов».

В дальнейшем котировки ОФЗ продолжали восстанавливаться — инвесторы отыгрывали недельные данные по замедлению инфляции в России и, кроме того, корректировали позиции с учетом неоправдавшихся ожиданий относительно размещения большого объема нового госдолга с премией ко вторичному рынку. Формированию позитивных настроений в секторе ОФЗ способствовал и общемировой рост «спроса на риск» после выхода данных о замедлении инфляции в США и снижении вероятности более агрессивного ужесточения денежно-кредитной политики ФРС. Потребительские цены в США в октябре выросли на 7,7% относительно того же месяца прошлого года. Инфляция замедлилась по сравнению с 8,2% в сентябре и оказалась ниже 8%, которые прогнозировали аналитики. На этом фоне доходность 10-летних US Treasuries упала до 3,82% годовых, десятилетних бумаг Великобритании — до 3,45% годовых, Германии — до 2,17% годовых.

Боковая динамика ОФЗ в середине ноября сменилась новой волной ценового роста благодаря успешным первичным аукционам Минфина, на одном из которых ведомству удалось разместить флоатер в рекордном объеме 750 млрд рублей. Министерство финансов РФ установило новый рекорд привлечения денежных средств за один день, продав 16 ноября на трех аукционах ОФЗ на общую сумму 823,02 млрд рублей по номиналу при общем спросе более 1,195 трлн рублей. Таким образом, Минфин побил предыдущий абсолютный рекорд размещения ОФЗ как на одном аукционе, так и за весь аукционный день, установленный 28 октября 2020 года, когда Минфину на двух аукционах удалось продать бумаги на сумму 436,558 млрд рублей.

Вторичный рынок рублевых гособлигаций позитивно отреагировал на результаты аукционов. Доходность

«классических» ОФЗ сроком более 5 лет снизилась за день на 13–25 базисных пунктов, с более сильным снижением в «длинных» выпусках. Большой объем размещения ОФЗ, зафиксированный 16 ноября, закрыл потребности в привлечении нового госдолга на этот квартал и на первые месяцы 2023 года.

Цены большинства выпусков ОФЗ в третьей декаде ноября демонстрировали незначительные изменения на фоне влияния противоречивых внешних и внутренних факторов, а также ожиданий сохранения ключевой ставки ЦБ РФ на уровне 7,5% годовых до конца этого года. Поддержку котировкам оказывали данные по недельной инфляции в РФ, подтверждающие тренд на замедление роста потребительских цен. Вместе с тем, активный рост котировок сдерживали новые размещения Минфина. Глава ведомства Антон Силуанов сообщил, что Минфин будет использовать Фонд национального благосостояния (ФНБ) для финансирования инвестиций, а ОФЗ как основной инструмент для покрытия разрывов между доходами и расходами бюджета, пока это позволяет рынок.

Министерство финансов России 23 ноября разместило на аукционах ОФЗ на сумму 166,71 млрд рублей по номиналу, что заметно уступило рекорду предыдущей недели. При этом спрос инвесторов на гособлигации, и прежде всего на бумаги с плавающей ставкой, остался достаточно высоким, но Минфин на этот раз отсек на аукционах слишком агрессивные заявки с точки зрения доходности. В последний день месяца Минфин разместил на аукционах ОФЗ на 219,56 млрд рублей по номиналу при общем спросе 492,24 млрд рублей. С учетом последних размещений Минфин привлек на аукционах ОФЗ с начала IV квартала 1 трлн 645,76 млрд рублей по номиналу при плане 150 млрд рублей. Таким образом, квартальный план уже перевыполнен почти в 11 раз. □