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 Текнолоджиз»); Валерий Лях (директор департамента противодействия недобросовестным практикам Банка России); Юрий Маслов (АО «Открытие Брокер»); Александр Мецгер (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 Шишлянникова (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 регуляторный 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 об 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 вырабатывались 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 присутствует 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 краудфандиговых 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 Селютина. Вопросы есть по ЦФА? Или достаточно для первого этапа, чтобы переварить 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 Екатеринбурга, 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 Селютина. 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 согласиться 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 кастодисервис, 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 крякать, 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 места 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 дизраптором, 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 Селютина. 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 итернализация 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 пойдем 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 приводил, 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 котировать 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, повысить 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 оффшор/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 полдня 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 маркетмейкеров 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 котировали10 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 продолжила 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 квалинвесторов. И сама тематика этих жалоб явно говорит о том, что клиент был отквалифицирован по сумме денежных средств, а реально он не разбирался 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 начали 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 сдам 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 Шишлянникова хотела добавить реплику и спешит уйти?

Ольга Шишлянникова. 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 перспективным. 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 менялось. 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 Ольги 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 поторгует простыми инструментами на те суммы и с той периодичностью, которая изложена в нормативном акте, и, пожалуйста, после этого приходит за подтверждением квалификации.

А из дискуссии возникает такое ощущение, что хотят стать квалинвесторами 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 квалинвесторов 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 Крекотень. 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 езди, 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 квалинвестора. Клиент не предъявляет статус, что является квалинвестором еще в пяти местах. Он сегодня должен подтвердить статус квалинвестора 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 Крекотень. 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 написало 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, обращусь 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 сьютабилити, 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 разместилось 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 предложить 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 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 задачку: 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 (иностранные 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 квалинвестором — 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 проработаем. 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 центральном 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. ◻