

ВН

№3-4 МАРТ-АПРЕЛЬ 2022

Краха удалось избежать

Интервью
с Владиславом Кочетковым

Ситуация изменилась глобально

Интервью
с Сергеем Гришуниним

Саморегулирование: общие положения

Жизнь в эпоху перемен

Большое падение



Содержание

№3-4, МАРТ-АПРЕЛЬ 2022



ТЕМА НОМЕРА: ГЛОБАЛЬНЫЕ ПЕРЕМЕНЫ

Краха удалось избежать

Владислав Кочетков, президент и председатель правления финансовой группы «Финам», рассказывает Ирине Слюсаревой о том, что российский срочный рынок может стать инвестиционным и с уклоном в инструменты товарного рынка; характеризует перспективы различных категорий эмитентов и возможности преодоления изоляции.

4

НОВОСТИ

3 Драматический март

Период сразу после 24 февраля (начало СВО) стал, видимо, наиболее сложным для российского фондового рынка за всю его историю.

ТЕМА НОМЕРА: ТЕМА НОМЕРА: ГЛОБАЛЬНЫЕ ПЕРЕМЕНЫ

14 Ситуация изменилась глобально

На вопросы журнала Вестник НАУФОР о перспективах развития экономической ситуации в России, способах воздействия на нее, потенциальных рисках и диапазоне возможностей отвечает управляющий директор рейтинговой службы Национального рейтингового агентства Сергей Гришунин.

ЗАДАЧА/РЕШЕНИЕ

18 Саморегулирование: общие положения

Материалы лекции, прочитанной президентом НАУФОР Алексеем Тимофеевым в Институте комплаенса и этики бизнеса Высшей школы экономики.

30 Жизнь в эпоху перемен

Страны Запада заморозили российские золотовалютные резервы, деятельность рынка ценных бумаг по решению Банка России была приостановлена, курс рубля резко изменился (а точнее, рухнул). О главных событиях, повлиявших на российский финансовый рынок, рассказывают финансисты и аналитики.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

36 Большое падение

24 февраля Россия начала специальную военную операцию на Украине, первым следствием которой стали санкции, введенные США и ЕС. Для российских финансовых рынков такой поворот событий стал шоком и вылился в обвал рыночных котировок отечественных ценных бумаг и резкий рост курсов иностранных валют.

46 Удержались

Рынок ОФЗ, упав в первый день после возобновления торгов, восстановился к уровням середины февраля. После возобновления торгов Индекс РТС к концу апреля вырос на 15,4%, а индекс МосБиржи снизился на 1%.



Глобальные переменны

У Анджея Вайды был (есть) такой фильм — «Пейзаж после битвы». Шикарное название! тремя словами рассказана важная и объемная история. Слов всего-навсего три, но ими обеспечена и многослойность смыслов, и просвечивающий через них символизм. Сформулировано так мастерски, что кажется, сам фильм уже и смотреть-то особо незачем: смысловую выжимку из него зритель как бы уже получил.

Прикол, однако, в том, однако, что сам фильм рассказывает историю, которая как бы не вполне совпадает с символической/смысловой выжимкой. Смертельно страшный грохот битвы, потом тишина, потом вынимающий душу Вивальди...смерть, жизнь, бессмертие...

И все это — уже после битвы. И служит лишь предисловием к основным событиям.

К чему я это все? Да к тому, разумеется, что масштабные, опасные, неожиданные и острые события, случившиеся на российском финансовом рынке, похоже, тоже являются лишь прелюдией.

К чему именно, узнаем (а может, и поймем) позже.

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

Издатель **КЦ НАУФОР**

Автор макета **Петр Пирогов**

Автор редизайна **Павел Перов**

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

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

Драматический март

ПЕРИОД СРАЗУ ПОСЛЕ 24 ФЕВРАЛЯ (НАЧАЛО СВО) СТАЛ, ВИДИМО, НАИБОЛЕЕ СЛОЖНЫМ ДЛЯ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА ЗА ВСЮ ЕГО ИСТОРИЮ

В день начала специальной военной операции на Украине российский финансовый рынок пережил серьезный обвал. Хроника событий 24 февраля выглядела драматически: резко отреагировал рубль, стали рушиться российские биржевые индексы. В связи с этим Московская биржа приостановила торги на всех рынках, включая валютную и фондовую секцию. С 10 часов, когда открылась основная сессия, торги возобновились, — и падение продолжилось. По итогам торгов падение составило 33,3% по Индексу МосБиржи и 39,4% по РТС. Это падение стало максимальным за всю историю российского рынка: прошлый рекорд (минус 20,81%) был зафиксирован 28 октября 1997 года. Рекордным оно стало и по глобальным меркам: по оценке Bloomberg, падение рынков в России 24 февраля стало третьим по масштабу за всю историю фондовых рынков.

По итогу было решено на следующий день (25 февраля) утренние торги на рынке акций и на срочном рынке не проводить. Риск-параметры на валютном рынке, рынке драгметаллов, фондовом рынке, рынке депозитов поменялись. В течение следующих дней последовал раунд коротких открытий рынка, прерывавшихся

досрочными закрытиями торгов. В последний день февраля утренняя сессия на рынке акций и срочном рынке Московской биржи снова была отменена.

В целях стабилизации ситуации Банк России предпринял ряд экстренных мер.

Во-первых, ключевая ставка была повышена с 9,5% до 20% годовых. Регулятор ввел валютные ограничения и валютный контроль. Кредитным организациям предоставили дополнительную ликвидность, а также регуляторные послабления.

Кроме того, было принято решение о временной приостановке торгов в фондовой секции «Московской биржи» на период с 1 по 5 марта. Затем Банк России продлил приостановку на даты 5, 7 и 8 марта. 9 и 10 марта в сегменте фондового рынка проводились только торги на рынке облигаций и только в режиме «Выкуп: Адресные заявки» с расчетами в рублях. Торги инструментами фондовой секции проводились только в режиме «Закрытие позиций». Далее этот режим был пролонгирован.

19 марта список Банк России ограничил список возможных операций для участников из недружественных стран.

Возобновление торгов ценными бумагами началось со

второй половины марта и происходило постепенно с использованием различных механизмов сглаживания ценовых колебаний. Вначале на Московской Бирже запустили рынок ОФЗ. Несколько дней спустя начались торги акциями, причем тоже постепенно: 24 марта торговля осуществлялась в ограниченном режиме только акциями, входящими в индекс ИМОЕХ, по остальным акциям торговля возобновилась с 25 марта.

В целом акциями в марте торговали всего 6 дней, облигациями — 9 дней.

Структура продавцов и покупателей на рынке акций в марте значительно изменилась. Основными покупателями стали системно значимые банки, а продавцами — некредитные финансовые организации (продали акций на 20,9 млрд рублей). Всего российские банки в марте купили акций на 46 млрд рублей.

Физические лица в марте увеличили долю в объеме торгов: на рынке акций — до 58%, на рынке ОФЗ — до 26%. В первые дни возобновления торгов физические лица в основном продавали, под конец марта начались покупки (по итогам нетто-продажи в марте составили 14 млрд рублей). □



Владислав Кочетков

президент и председатель правления
финансовой группы «Финам»

Краха удалось избежать

Но перспективы российского фондового рынка зависят от большого количества факторов; среди них немало таких, которые дают основания для оптимизма

Владислав Кочетков, президент и председатель правления финансовой группы «Финам», рассказывает Ирине Слюсаревой о том, что российский срочный рынок может стать инвестиционным и с уклоном в инструменты товарного рынка; характеризует перспективы различных категорий эмитентов и возможности преодоления изоляции.

Фотографии ФГ «Финам»

— Владислав, после трех недель перерыва открылись торги на фондовом рынке. Как можно оценить результаты первого дня? Можно ли что-то сказать о перспективах?

— Честно сказать, по результатам всего лишь первого дня торгов после трехнедельной паузы обсуждать перспективы вряд ли можно. Все-таки пока еще мало что понятно: прошел лишь первый день, притом и сама торговая сессия была короткой. Можно констатировать, что в ходе самих торгов рынок стартовал хорошо, потом чуть выдохся. Но простым наблюдателям известна не вся существенная информация. Мы не знаем, участвовал ли в торгах Банк России, выходили ли на рынок деньги ФНБ. Думаю, что ФНБ там не было: скорее всего, сыграл роль денежный навал, который сформировался за те три недели, когда торги не проводились.

Во время вынужденного простоя инвесторы были достаточно активны: открывали счета, переводили активы. Многие из них пережили несколько кризисов: и 1998 года, и 2008 года. Они любят и умеют покупать на дне. Хотя сейчас кризис совсем нетипичный, такого не было. Тем не менее желание повторить былые кейсы налицо, денег занесли много, — возможно, ресурсы физлиц рыбок и обеспечили. Тем не менее очевидно, что этот навес не бесконечен.

В целом можно констатировать, что краха фондового рынка после длительного перерыва в торгах удалось избежать. Но его будущее существенно зависит от геополитики: кто чего придумает нового/интересного. Да и отыграны еще не все негативные события. Отскок первого дня не отменяет сценария среднесрочного сползания

биржевых индексов вниз от текущих уровней. Вполне возможна классическая динамика: сначала падение, потом боковой тренд, потом рост. Сейчас рынок, скорее всего, будет лежать: и возможно, на уровнях ниже текущих. Лежать достаточно долго, может, несколько месяцев.

Все это относится главным образом к рынку акций. Рынок облигаций специфичный: он ведь в значительной степени внебиржевой. Биржевые стаканы по облигациям часто почти пустые, ликвидных инструментов там с десяток, не больше.

А на рынке акций инвесторы реализовали типичную для таких моментов стратегию: попытаться купить в первые минуты (даже секунды) торгов, когда рынок находится на очень низких уровнях. Наплыв операций был таков, что легли торговые системы многих крупных брокеров: просто не выдержали мощного притока клиентских сделок.

А на рынке акций инвесторы реализовали типичную для таких моментов стратегию: попытаться купить в первые минуты (даже секунды) торгов, когда рынок находится на очень низких уровнях. Наплыв операций был таков, что легли торговые системы многих крупных брокеров: просто не выдержали мощного притока клиентских сделок.

— А какие именно брокеры легли?

— Называть конкретные имена не буду. Но имена — топовые. Да и Финам полежал минут 5, хотя не по своей вине: шлюз Московской биржи тоже не выдержал и перестал транслировать котировки.

Многие из тех, кто успел купить акции дешево в первые минуты торгов, сейчас ходят довольные: за два часа заработали больше 20%, у них все хорошо. Но думаю, что дальше эйфория утихнет, рынок уйдет в боковик и будет работать на отдельных инвести-

ционных идеях. Будут востребованы сильные компании-эмитенты, имеющие существенную долю рынка, ориентированные на внешние рынки — тот же самый Норникель, Алроса. Даже несмотря на обязательство продавать 80% валютной выручки, они все равно могут чувствовать себя достаточно хорошо. Хуже будет эмитентам, ориентированным на внутренний рынок: например, компании X5 Group и Магнит могут стать жертвами ценового регулирования. Регулятор может задать им вопросы вопросы в формате: а где у вас на полках сахар; или — а почему

у вас сахар такой дорогой? Крайними в такой ситуации оказываются не оптовики, а ритейлеры.

Интересная ситуация в сегменте ИТ. Социальная сеть «ВКонтакте», бумаги которой падали несколько месяцев подряд, за пару недель стала в сегменте соцсетей практически монополистом. Интересно увидеть, что эмитент сможет из этого положения извлечь. Вообще, на фондовом рынке будет на что посмотреть.

В плане долгосрочных осознанных вложений можно рекомендовать Норникель: не может не сказаться очень низкая цена его бумаг, да и дивиденды он может заплатить под 50%, эта история может оказаться очень интересной. Энергетика — спорная тема, в том числе, потому, что с сокращением экономики им могут урезать инвестиционные программы в пользу выплаты максимальных дивидендов. В краткосрочном плане для инвесторов

это хорошо; но угнетающе скажется на развитии бизнеса и его перспективах; если инвестор покупает бумаги энергетических компаний на срок нескольких лет, то его перспективы при таком развитии событий ухудшатся.

В общем, на рынке много неопределенности. Вот, скажем, внезапно возникла тема продажи газа за рубли: никто такого поворота событий не ожидал.

— Газ за рубли. Точно прогнозировать, как пойдет этот сложный процесс, сейчас, мне кажется, просто невозможно.

— Думаю, что да. Если взять последние 3 недели, то Банк России работал над запуском рынка практически в режиме 24/7, постоянно появлялись новые решения. С газом за рубли ситуация может быть похожей: решения будут идти большими массивами и быстро меняться.

Ситуация, конечно, непростая. С одной стороны, российские власти придумали, как заставить западных контрагентов поддержать рубль. С другой стороны, мы теряем европейский рынок. Хотя речи об отказе от российских углеводородов западные партнеры вели достаточно упорно и давно, но все же в моменте это были преимущественно речи, а не реальные действия. Потоки российской нефти и газа можно, конечно, переориентировать на Азию, но все же Европа — большой и важный рынок. Доля российских энергоносителей на нем, возможно, сокращалась бы и так. Но в нынешней ситуации будет сокращаться еще быстрее.

А выпускать высокотехнологичную продукцию Россия пока, к сожалению, не особенно научилась. Тем более самостоятельно. Практически вся высокотехнологичная российская продукция выпускалась в кооперации с западными компаниями. Теперь многие компании кооперироваться с нами не хотят: это, конечно, большая проблема. Если Китай может в какой-то степени закапсулироваться, то Россия нет. Придется идти на





компромиссы. Собственных наработок не хватает, внутренний рынок мал.

— Возвращаемся к рынку. Так, стало быть, Банк России нашел правильный метод перезапуска рынка?

— В Банке России работает хорошая, сильная команда. Три недели без торгов они активно отработывали сценарии запуска, искали варианты, проводили обсуждения с участниками рынка. Создавалось впечатление, что они внутри процесса непрерывно.

Результатом стало то, что торги запустились без больших трагедий. Маленькие все же случились: как мы понимаем, потерять на принудительной реализации бумаг миллиарды

рублей денег клиентов — это серьезно. Скажем, у нас тоже один клиент потерял около 70 млн рублей, это тоже серьезно. Но в масштабах рынка трагедии не случилось.

Во многом такое развитие событий стало результатом действий команды регулятора: той ее части, которая отвечает за работу фондового рынка. Это, повторю, сильная команда, готовая к диалогу с рынком. Хотя иногда кажется, что эта умная, креативная, трудоспособная команда очень сильно зависит от разных политических решений, которые влияют на ее планы.

— Недавно вы публично говорили, что российскому фондовому рынку нужна либера-

лизация: в частности, в отношении криптовалют. Можно ли об этом подробнее?

Я по-прежнему верю в перспективы криптовалюты. Говорю об этом уже довольно давно. На встрече в Госдуме в январе представитель одной там силовой структуры говорил, что для внешних расчетов может понадобиться крипта, поэтому желательно, чтобы она была прозрачной и понятной государству. Думаю, что для реализации этой цели будет создана хорошая законодательная база. Возможно, в ней будут прописаны определенные ограничения. Одной из особенностей сделок с криптовалютами является высокая степень анонимности. При введении этого сегмента в правовое

поле прозрачность может стать полупрозрачность, скажем так. Но для определенных операций с криптовалютами, полагаю, может появиться следующее поколение СОРМ.

Думаю, криптовалюта будет достаточно активно развиваться: как инструмент преимущественно транзакционный, в меньшей степени спекулятивный. Российский рынок сейчас находится в ситуации высокой замкнутости. Каналы доступа за рубежом: иностранные биржи, Евроклик, иностранные банки — по сути, закрывают российских игроков. А надо же, чтобы рынок как-то рос. Как ни странно, спрос на новые компании, новые инвестиционные идеи есть. Поэтому рынок

Сейчас одна из самых очевидных идей — импортозамещение. Мы вот в «Финаме» анализировали собственные проблемы: у нас используется масса иностранного софта (те же мессенджеры), его нужно замещать. Таких запросов сейчас будет много.

должен стать быстрее, количество бюрократических процедур, обеспечивающих возможность его работы, должно уменьшиться.

— Какие шаги необходимо сделать в плане сокращения бюрократических процедур?

— Мы детально не занимались формированием предложений такого плана. Но уверен, что у многих коллег такие работы уже готовы, их можно достаточно быстро консолидировать — в том числе, на базе НАУФОР. И представить на рассмотрение регулятора.

— Обсуждается, что компании-эмитенты должны сейчас обязательно платить розничным инвесторам дивиденды (может быть, даже внеочередные). Это хорошая идея?

— Платить дивиденды важно, но не обязательно. Многие американские компании, которые являются лидерами ИТ-рынка, не платили дивиденды

очень долго, десятилетиями. Но они реинвестировали ресурсы в развитие. Яндекс, например, тоже не платит. Денежные отношения с акционерами можно строить по-разному: можно платить им из прибыли дивиденды (акционеры точно будут довольны), а можно реализовывать долгосрочную стратегию, прибыль реинвестировать в поглощения и новые проекты.

Сейчас одна из самых очевидных идей — импортозамещение. Мы вот в «Финаме» анализировали собственные проблемы: у нас используется масса иностранного софта (те же мессенджеры), его нужно замещать. Таких запросов сейчас будет много. Я б на месте ИТ-компаний не дивиденды платил,

а тратил ресурсы, во-первых, на удержание кадров, а во-вторых, захватывал те рыночные ниши, которые сейчас освобождают иностранные компании, не всегда по своей воле. Российский рынок все же достаточно серьезный, потерять его, особенно для поставщиков крупных решений — это сотни миллионов долларов.

— Можно ли считать, что массовый инвестор в целом не стал, что называется, валить с рынка?

— Ну как он не повалил? У него было три недели перед открытием рынка на то, чтобы повалить. И тот инвестор, который решил валить, — открытия рынка не дожидаясь. Были отдельные дни, когда 10 тысяч клиентов открыли счета, а 7 — закрыли. Мы этот период пережили хорошо: у «Финама» положительное сальдо по количеству новых

СОРМ (система технических средств для обеспечения функций оперативно-разыскных мероприятий) — комплекс технических средств и мер, предназначенных для проведения оперативно-разыскных мероприятий в сетях телефонной, подвижной и беспроводной связи и радиосвязи (согласно Закону «О связи» и приказу Министерства связи № 2339 от 9 августа 2000 года. Очередная редакция постановления (СОРМ-2) описывает порядок подключения спецслужб к каналам всех поставщиков услуг Internet, работающих в России, и фактически легализует просмотр любых электронных сообщений, передаваемых через Сеть.

клиентов, рекордное положительное сальдо по объему привлеченных активов, по количеству открытых счетов. Но тем не менее достаточно большое количество наших клиентов просто закрывало счета. На фондовом рынке торгов не было, а банки стремительно повышали ставки по депозитам. Поэтому часть клиентов переходила в депозит, а часть, видимо, просто решила пересидеть в наличных. Особенно если успела снять наличные доллары в необходимом объеме.

— Что мог сделать инвестор, активы которого в бумагах, в условиях закрытых торгов? Предлагать брокеру выкупить его бумаги?

— Если инвестор имел плечо, то ничего не мог сделать. Если работал без плеча, то продать свои бумаги не мог, но мог перевести их на счет другого брокера. Но я сейчас говорил о денежной части, не о ценнобумажной.

— Можно ли хотя бы частично предсказать (или угадать), как будет теперь себя вести массовый инвестор?

— Пока нет. Поведение массового инвестора будет сильно зависеть, во-первых, от геополитических событий, во-вторых, от работы животворящего печатного станка. От того, насколько активно он будет выдавать продукцию и какая ее часть будет направлена на фондовый рынок. Если события на Украине будут развиваться жестко, то и рынок будет работать в тренде дальнейшего снижения. Чтобы рынок не снижался, ему нужен фактор поддержки, своего рода генеральный маркет-мейкер. Такой маркет-мейкер может работать либо на деньгах, которые заводят на рынок крупные структуры, заинтересованные провести байбэки своих бумаг; либо на деньгах, условно говоря, ФНБ, который на определенных уровнях готов забирать на свою позицию достаточно большой объем бумаг.

— Достаточно большой объем — это какой? Заявленного 1 триллиона рублей достаточно или нет?

— Потратить сразу весь триллион — мера бессмысленная и беспощадная по отношению к рынку. Как показал первый день торгов ОФЗ, рынок работал сам с собой, сделок с участием Банка России почти не было: оказалось достаточно психологической поддержки со стороны регулятора. Соответствующее заявление было сделано, рынок его услышал и пришел в себя. Неопределенность очень опасна.

Я не думаю, что рынок будет повторять рост, который случился в первый день торгов. Скорее всего, наоборот: он уйдет в боковой тренд, с отдельными

Поведение массового инвестора будет сильно зависеть, во-первых, от геополитических событий, во-вторых, от работы животворящего печатного станка. От того, насколько активно он будет выдавать продукцию и какая ее часть будет направлена на фондовый рынок.

просадками, будет движение по новостям, по отдельным бумагам. Скажем, тот же Норникель — это важный участник множества экономических процессов. Любая позитивная новость об этом эмитенте будет способствовать росту его котировок и активизации сделок с его бумагами.

То есть, рынок может расти на перспективах выплаты отдельными компаниями дивидендов, на перспективах роста стоимости ценных бумаг отдельных компаний в результате их развития, на хороших новостях вообще.

— А у товарных рынков какие перспективы?

— Товарные рынки расти могут и будут. Создание полноценного товарного рынка может быть, в частности, стимулировано через поставочные фьючерсы. Недавно наблюдал интересную картину в отделении Сбербанка на Тверской: народ там стоит в очередях за слитками золота, причем перио-

дически золото заканчивается. Вся эта ситуация могла легко измениться, если бы вместо физических слитков народ мог пользоваться понятными и намного более удобными инструментами фондового рынка. В частности, хорошо работают фьючерсы с поставкой физического золота. Человек покупает такой фьючерс, а на поставку самого золота может выходить, а может не выходить, в зависимости от своих целей и обстоятельств.

С учетом того, что в России добывается золото, серебро, платина, палладий, никель, зерно, алмазы и многое еще, —

запрос на такого рода инструмент вряд ли можно переоценить. Кстати, инвестиционные алмазы сейчас — растущий тренд.

Все сделки такого типа, где в конце можно еще получить физическую поставку соответствующего товарного актива, могут неплохо расти.

— Такие инструменты уже есть?

— В России пока нет. Российский срочный рынок — в основном рынок спекулянтов. На нем есть немного хеджеров, но хедж, пока можно было, делали в Чикаго. Но сейчас срочный рынок может стать инвестиционным и с уклоном в инструменты товарного рынка.

На Московской бирже есть поставочные торги драгоценными металлами (золотом и серебром) в рамках валютного рынка. Поставка драгоценных металлов осуществляется в обезличенном виде. Хотя пока мало кто из брокеров предоставляет своим клиентам возможность торговать в этой секции. По сути,



для физических лиц это аналог обезличенных металлических счетов, только сделки совершаются в биржевом стакане и с биржевым клирингом. Возможно, в скором времени брокеры реализуют возможность физической поставки золота клиенту, поскольку биржа предусматривает такую возможность.

— А как прошла трудный период собственнно компания «Финам»: брокерская структура, банк?

Начну с банка. Банк наш все-таки достаточно небольшой и находится в поиске своего пути, в том числе, разрабатывает новые продукты. Много продуктов — в нише финансового здоровья, финансового планирования.

Это направление хорошо развито на Западе, но в России пока отсутствует. В банке ведется большой объем разработок, разные продукты находятся на разных этапах: от идеи до MVP, тестовой версии сервиса. Пока больше разработок. Банк зарабатывает на том, что безрисково размещает порядка 10 млрд рублей на денежном рынке, таким образом покрывает свои затраты на развитие — и готовит к запуску новые продукты.

У брокера, как уже сказал, все было значительно интереснее и сложнее. На рынке нет брокеров, которые на резких движениях рынка не получили бы так называемые голые минуса.

«Финам», возможно, выглядит немного лучше рынка в целом за счет довольно хорошего риск-менеджмента: часто жесткого, но хорошего. У нас не было собственных позиций (как мы знаем, некоторые компании сильно залетели именно потому, что имели собственные позиции). Наша инфраструктура развернута внутри России, поэтому проблемы с Евроклиром нас затронули незначительно. Потери есть и у нас, но в плане привлечения активов клиентов — сальдо положительное. Более того, сальдо рекордное за всю историю компании. Привлекли столько денег и столько активов, сколько прежде не привлекали никогда. Пополнено 70%

счетов (в среднем по рынку — порядка 20–22%).

— Очень хорошая статистика! Но как это получилось?

— Это специфика «Финама» — мы из всех кризисов выходили усилившись. Кто-то (как «Тройка Диалог» и «Ренессанс капитал») не пережил 2008 год как самостоятельные компании: из-за собственного опционного дельты и рисков, взятых на себя. Кто-то благодаря активным действиям Банка России (который, по сути, заморозил капиталы банков и не дал им рухнуть) смог пережить 2014 год, хотя серьезно пострадал. Мы как брокер (ведь брокер — это посредник) работаем с минимальными собственными рисками. И переживаем кризисы хорошо.

Плюс сказались большие инвестиции в развитие ИТ-инфраструктуры. «Финам» один из немногих брокеров, который в кризис практически не падал, несмотря на перманентные DDoS-атаки, которые непрерывно идут на российских брокеров. Не скажу, что период был хорошим, потому что в военных действиях нет ничего хорошего. Но в плане бизнеса мы, как мне кажется, заметно усилились. Понятно, что рынок сейчас в таком положении, что головокружения от успехов быть не должно. Хорошие новости могут быстро закончиться. Но пока могу сказать, что все хорошо.

Были технические сложности: например, обиженные клиенты, которым «Финам» не мог выдать наличную валюту. Денег у нас в целом много, но ликвидность в основном рублевая. Ведь как работают банкнотные сделки: крупные банки получают наличность у Банка России и дальше раздают ее мелким. А в период турбулентности крупные банки перестали это делать. И возникла ситуация, когда денег много, а купить доллары, чтобы выдать их клиентам, мы не могли. Это, конечно, породило всплески недовольства. Но крупных эксцессов не было.

— На какую категорию клиентов ориентированы новые продукты банка — на ритейлового клиента или на юрлиц?

— У нашего банка есть продукты для каждой из этих категорий. Блок, который связан с юрлицами, в масштабах банка (как уже сказано, небольшого) чувствует себя неплохо: за три недели мы утроили базу этих клиентов и доходы от них. Конечно, тут имеет существенное значение фактор быстрого роста с низкой базы. По причине низкой базы в сегменте юрлиц разрабатываемые новые продукты больше нацелены все же на клиента-физика.

Вообще пытаемся активизироваться в сегменте корпоративных финансов: это и IPO, и размещение облигаций, и доступ для клиентов к покупке долговых инструментов на рынке Индии, где есть интересные доходности. Клиентам нашим эти опции интересны.

При этом мы пытаемся работать в новой системе координат, в которой имеется понимание, что наш банк не особенно можно конкурировать с банками, которые тратят сотни миллионов рублей на телевизионную рекламу и сотни миллионов рублей на подарки. Мы выбрали работу в нише так называемого осознанного инвестора: для которого рынок не способ поиграть кнопкой, а способ решения важных задач в долгой перспективе. И, возможно, с более глубоким проникновением в рынок. Разрабатываемые продукты делаются главным образом для такого инвестора.

Пример такого продукта: нового клиента профилируют, определяют финансовые цели и готовят для него финансовый план. Если клиент этому плану следует, то получает дополнительную опцию: например, практически бесплатный (по ставке 1–2 %) кредит. Клиент таким образом, аккумулирует

деньги на достижение крупных финансовых целей и параллельно получает дешевый ресурс для текущего потребления. Продукты подобного плана (стимулирующие людей к долгосрочному осознанному накоплению) планируются реализовать на банке. Брокер — прежде всего посредник. А банк прежде всего консультант. Кроме того, к инвестиционным продуктам хорошо привязываются кредитные, карточные продукты и ряд других.

Различные опросы показывают, что для осознанного инвестора наиболее важным фактором является надеж-

ность его инвестиций. Поэтому многие клиенты предпочитают инвестировать именно через банк: колоссальное значение имеет то, что у банков есть поддержка в лице АСВ. В то же время это поддержка не бесплатная: надежность банка (любого) как финансовой институции обеспечивается тем, что ему приходится соблюдать ряд очень серьезных нормативов. Поэтому сейчас будем анализировать, как отреагирует потребитель на предложение ему сервиса осознанного инвестирования. Если спрос будет серьезным и растущим, придется проводить докапитализацию банка.

— Какие подходы к построению блока ИТ позволили обеспечить его эффективность?

— У нас есть большой общекопоративный блок ИТ, а есть блок, который создается в рамках кросс-функциональных команд, подходы там могут быть отчасти разными. Имеет место здоровое разнообразие подходов,

которое позволяет выбрать наиболее эффективное решение.

Блок работает хорошо. Хотелось бы, чтобы было лучше и дешевле. Но ИТ — это подразделение, которое ни при каких условиях не забудет о том, что его зарплату следует проиндексировать.

А почему — а потому, что могут.

— Есть ли в теперешней ситуации перспективы у рынка IPO?

— Спрос со стороны потенциальных эмитентов — есть. И скорее всего, если компания качественная (имеет положительный денежный поток, имеет стратегию развития, прозрачная), то она, даже будучи небольшой, вполне может размещаться. На днях встречаемся с одной консалтинговой компанией, которая хочет показать нам 6 кандидатов на размещение. Будем изучать их качество для начала.

Так что перспективы у рынка IPO есть. Может быть, сейчас их станет даже больше. Прежде российский рынок, по большому счету, конкурировал с американским рынком размещений. На американском рынке фигурировали большие, качественные компании, уже привлечшие несколько траншей инвестиций. На таком фоне российские компании выглядели слабо. Внутри нашей новой замкнутой системы они, что называется, заиграли новыми красками. Ситуация поменялась серьезно. Раньше можно было инвестировать, имея возможность серьезной диверсификации, в том числе географической. А в первый день возобновившихся торгов на Московской бирже присутствовали 33 акции: любой инвестор хочет, чтобы выбор был более широким.

Если с этими вводными грамотно работать, то размещения вполне могут происходить. Скорее всего, размещения будут актуально преимущественно для средних компаний: в моем представлении, это компании с выручкой в диапазоне 10–100 млрд рублей.

Компаниям меньшего размера просто не имеет смысла привлекать ресурсы через фондовый рынок, для них будут оставаться актуальными кредиты, краудфандинг, различные венчурные инструменты.

— У вас на сайте обсуждается размещение американской фармацевтической компании: что это за схема?

— У «Финама» сохранился доступ к американским площадкам для квалифицированных инвесторов. Саму модель сейчас придется частично перестроить. Но в целом регулятор о существовании этой модели знает и в качестве временной ее утвердил. У нас есть американский партнер, через него можно подавать определенное количество заявок от квалинвесторов на американский рынок. Как правило, через него проходят небольшие размещения. Хотя за прошлый год средняя доходность этих размещений составила 40% в долларах. То есть, компании в целом неплохие. Хотя бывают разные кейсы. Помню, через этот канал размещалась полулегальная сеть китайских частных школ (официально частного образования в Китае не существует), владельцем которой был дважды судимый частный предприниматель. Мы честно написали в рисче, что ни в коем случае не рекомендуем вкладываться в это IPO. В результате эти бумаги купило порядочное (для такой сделки) количество клиентов.

И они заработали!

Но мы бы с удовольствием развивали рынок размещений и в России. Вообще пытаемся активизироваться в сегменте корпоративных финансов: это и IPO, и размещение облигаций, и доступ для клиентов к покупке долговых инструментов на рынке Индии, где есть интересные доходности. Клиентам нашим эти опции интересны.

Индусы заявили, что готовы открываться для внешних инвесторов (совсем недавно у них был закрытый рынок). Индия вполне может быть заменой части утраченных возможностей.

— Сейчас западные рейтинговые агентства предельно снизили российские рейтинги, в том числе суверенный. Это влияет на рынок? — В моменте — нет. Когда весь рынок теряет рейтинги, их значение падает. По мере возвращения нерезидентов, а Россия все-таки заинтересована в притоке капитала, повторное получение рейтингов вновь станет актуальным. □



Сергей Гришунин

управляющий директор рейтинговой службы
Национального рейтингового агентства

Ситуация изменилась глобально

В целом Банку России удастся поддерживать финансовую стабильность за счет своевременно принятых мер

На вопросы журнала Вестник НАУФОР о перспективах развития экономической ситуации в России, способах воздействия на нее, потенциальных рисках и диапазоне возможностей отвечает управляющий директор рейтинговой службы Национального рейтингового агентства Сергей Гришунин.

Фотография Национальное
рейтинговое агентство

— Ключевая ставка повышена до 20%. Какие плюсы-минусы несет это решение, сколько времени оно может быть более полезным чем вредным для экономики?

— Повышение ключевой ставки было необходимо для обеспечения увеличения депозитных ставок до уровней, необходимых, чтобы компенсировать возросшие девальвационные и инфляционные риски. В целом повышение ставки 28 февраля 2022 года в целом достигло своей цели — предотвратить отток рублевых средств из банков и снизить риски системного банковского кризиса.

На наш взгляд, держать такую ставку больше 3–6 месяцев является крайне опасным, так как прибыльность большинства бизнесов намного меньше, чем 20%. Если сырьевой сектор России

такую ставку выдержит, то такие сектора как торговля, машиностроение и строительство такую ставку уже не выдерживают. Результатом будет остановка кредитования в этих сегментах, снижение инвестиционной активности и, как результат, убытки банков и существенный экономический спад.

Поэтому регулятор сейчас находится в очень сложном положении. С одной стороны идет постоянное ужесточение санкций, а с другой стороны необходимо ослаблять денежно-кредитную политику. Наш базовый прогноз все же заключается в том, что ключевая ставка будет понижена на ближайшем заседании Банка России до уровня 15%–17%. Об этом косвенно могут свидетельствовать

(1) постепенное снижение депозитных ставок ключевых коммерческих банков до 14%–15% годовых;

(2) кривая текущих ставок по ОФЗ.

После снижения ключевой ставки рубль может ослабеть до 90–95 рублей за доллар.

— Как вы оцениваете результаты открытия биржевых торгов ОФЗ?

— Регулятор, как и анонсировал ранее, приложил усилия для стабилизации рынка и избежал глубокой коррекции при открытии торгов (снизил избыточную волатильность и обеспечил ликвидность торгов). По итогам аукциона можно говорить о том, что большинство участников торгов полагают, что в скором времени ключевая ставка будет снижена.

— Насколько опасным фактором является заморозка значительной части золотовалютных резервов Банка России? Помогут ли введенные жесткие меры валютного контроля, включая запрет на продажу наличных долларов, могут ли они быть усилены?

Заморозка несет за собой существенные экономические последствия, в том числе невозможность проводить интервенции на валютном рынке, и существенно ограничивает возможности гасить задолженность по суверенному долгу.

Эти негативные факты частично смягчаются высокими ценами на сырье, а также тем фактом, что заморожена только часть резервов. Кроме того, произошло существенное «сжатие» импорта, а экспорт ресурсов продолжается.

Поэтому в целом Банку России удается поддерживать финансовую стабильность за счет своевременно принятых мер — повышение ставки, ограничений в обращении иностранной валюты и других мер по контролю за оборотом капитала.

— Как вы оцениваете устойчивость российской экономики? На какие показатели бы обратили внимание, чтобы объективно оценивать ситуацию в экономике страны в текущих условиях?

— Устойчивость экономики в краткосрочном периоде в этих условиях зависит от возможности экспортировать сырьевые товары и быстро перестроить логистику. Также крайне важно предпринять меры по повышению экономической свободы для предпринимателей.

Большая часть этих мер была принята, поэтому падение ВВП в 2022 году не должна превысить 8% по прогнозам НРА.

— Потребительские цены выросли по разным категориям в разном диапазоне, но весьма заметно, причем сразу за ростом курса доллара. В чем объективные экономические причины такого роста?

— Рост потребительских цен связан 1) с возросшим спросом населения на определенные категории товаров в ожидании их дефицита в дальнейшем или существенного роста их стоимости,

2) разрывом логистических цепочек,

3) резким ростом курса доллара по отношению к рублю (обесценением рубля) и волатильностью курса, соответственно, рост закупочных цен на импортные товары;

4) желание продавцов в условиях дальнейшей неопределенности максимально в моменте увеличить прибыль, пока у населения есть спрос и деньги, а у них товар.

По данным таможенной статистики ФТС России импорт России в 2021 году составил 296,1 млрд долл. США и по сравнению с январем–декабрем 2020 года увеличился на 26,5%.

РФ зависит от импортных товаров, импортного оборудования, импортного сырья для сельского хозяйства, медикаментов и т.д., а эти товары покупаются не за рубли, а за доллары, доллар является резервной валютой, в отличие от рубля, и в основном международные торговые операции ведутся в долларах.

— Какие отрасли экономики в нашей стране могут пострадать в результате введенных санкций, какие получают возможности для роста? Дает ли сложившаяся ситуация с санкциями и крайне враждебным отноше-

нием к стране со стороны США и европейских стран — какие-то возможности для развития?

— Текущие беспрецедентные санкции, ограничивающие рынки сбыта продукции добывающих отраслей, уход с российского рынка компаний в силу повышенных репутационных рисков работы с РФ из-за ситуации в Украине (в частности, работа крупнейших логистических и перестраховочных компаний), введение ограничений со стороны РФ на экспорт определенной «продукции», оказывают прямое или косвенное влияние на все отрасли экономики, а через пару месяцев это влияние будет ощущаться всё сильнее.

Эффект от санкций должен проявиться быстрее всего в отраслях, использующих продукцию наукоёмких производств и входящих в систему международной кооперации. К таким отраслям относятся авиакосмическая, автомобильная, электронная промышленности, производство коммуникационного и медицинского оборудования, фармацевтическая промышленность. Постепенно возникнет дефицит комплектующих в энергетическом машиностроении, сложного нефтегазового оборудования, оборудования для металлургии, сырья для сельскохозяйственной отрасли и т.д.

Возможность для развития есть и для ее реализации необходимо оперативное реагирование государства на нужды основных компаний-производителей (и потребителей их продукции) в виде адаптации системы государственного регулирования их деятельности, введения налоговых льгот, отмены таможенных пошлин, адресной материальной поддержки конкретных проектов, которые помогут обеспечить дальнейшее функционирование приоритетных отраслей экономики РФ.

Учитывая специфику перечисленных выше отраслей, импортозамещение в их деятельности не может быть выполнено одновременно путем замены ино-

странных поставщиков товаров и услуг на аналогичных поставщиков внутри страны, так как маловероятно существование готовых к продаже товаров и услуг на внутреннем рынке РФ, идентичным по характеристикам иностранным, при условии, что ранее их рынка сбыта не существовало.

Также государству необходимо обратить внимание на создание долгосрочных программ подготовки квалифицированных специалистов с дальнейшим трудоустройством по профилю обучения с достойной оплатой труда, развитие НИИ в приоритетных отраслях.

— Насколько тяжелым является положение в экономике нашей страны, например, по сравнению с 1998 годом?

— Ухудшение состояния экономики РФ началось задолго до 1998 года, что было связано с экономическими и политическими процессами, проходившими в стране. Тогда кризис в был вызван внутренними проблемами.

По сравнению с 1998 годом современная экономика была более интегрирована в международную экономическую систему, рынок нацелен на глобализацию и кооперацию с другими странами, ситуация изменилась глобально, молниеносно и неожиданно, поэтому текущий кризис будет более глубоким и тяжелым, и в перспективе ситуация в экономике будет хуже, чем в 1998 году, поскольку для переориентации экономики потребуется больше времени, ресурсов и квалифицированных кадров.

— Какие риски нес в себе возможный дефолт по российским еврооблигациям?

— Основной риск — репутационный, а также — существенный рост стоимости заимствования на зарубежных рынках, если инвесторы все же решат приобрести долг эмитента, допустившего дефолт по своим обязательствам. Но все это в необозримом будущем, поскольку в настоящем рынок иностранного капитала для РФ закрыт.

— Как вы оцениваете политику западных рейтинговых агентств и снижение рейтингов?

— Деятельность рейтинговых агентств, как российских, так и международной, является регламентированной, рейтинги присваиваются в соответствии с утвержденными методологиями, которые учитывают широкий набор факторов. Кредитный рейтинг отражает уровень кредитоспособности, т.е. способности государства или отдельной компании ответить по своим обязательствам (расплатиться с долгами). Если говорить о снижении суверенного рейтинга РФ до предефолтного тремя международными рейтинговыми агентствами (с последующим отзывом Fitch и Moody's), то формально компании действовали в рамках методологии, но в целом данные действия носят необъективный характер, поскольку РФ обладает достаточным объемом средств в иностранной валюте, чтобы полностью исполнить свои обязательства по суверенному долгу, но часть средств заблокирована некоторыми странами как рычаг политического и экономического давления на РФ, в дополнение к этому, страна, в юрисдикции которой выпущен долг, в лице Минфина США не дает провести выплаты в валюте долга, тем самым, создавая ситуацию технического дефолта по бумагам. Что касается рейтингов российских компаний, то они не могут быть выше рейтинга страны.

Кредитные рейтинги, присваиваемые международными рейтинговыми агентствами, позволяют инвесторам по всему миру оценивать риски своих вложений, а странам и компаниям привлекать дополнительное финансирование.

Снижение рейтинга — снижение доверия со стороны потенциальных инвесторов и сокращение их количества, а значит снижение возможности заимствований и рост их стоимости как плата за повышенный риск, что, в свою очередь, ограничивает возможности развития как экономики в целом, так и бизнеса отдельной компании в частности (расширение производственных процессов, модернизация технологий и

оборудования, развитие новых проектов и т.п.).

— Как влияет текущая ситуация на вашу рейтинговую деятельность?

— Для аналитиков очень важен доступ к статистическим данным для оценки текущей ситуации и прогнозирования будущего, сейчас давать оценки и делать прогнозы становится тяжелее в связи с сокращением данных в открытом доступе, как по инициативе регулятора, так и в связи с уходом с российского рынка иностранных компаний (например, Bloomberg).

— Есть ли, на Ваш взгляд, какие-то решения — политические, экономические — принятие которых могло бы поменять ситуацию и привести больше оптимизма в ближайшую перспективу?

— Оптимизм может заключаться в лишь том, чтоб в это тяжелое время были бы наиболее эффективно использованы имеющиеся у страны ресурсы, чтобы в кратчайшие сроки повысить производительность труда и увеличить потенциал российской экономики, включая инновационный.

Также должны быть приложены усилия для выстраивания более тесных партнерских отношений с соседями, сохранившими деловые отношения, для замещения выпадающего импорта. Ну и наконец, нужно усиленно внедрять в экономическую деятельность принципы устойчивого развития, так как на именно на этой основе возможно возобновление отношений с остальным миром. □



Алексей Тимофеев
президент НАУФОР

Саморегулирование: общие положения

МАТЕРИАЛЫ ЛЕКЦИИ, ПРОЧИТАННОЙ В ИНСТИТУТЕ КОМПЛАЕНСА И ЭТИКИ БИЗНЕСА ВЫСШЕЙ ШКОЛЫ ЭКОНОМИКИ

Саморегулирование привносит в государственное регулирование добавленную стоимость, поскольку способно лучше применять регулирование, основанное на принципах. Однако развиваться такой формат будет только при условии, что СРО докажут способность осуществлять контроль за ним.

В каждой стране с развитым фондовым рынком есть официальный орган, выполняющий функции финансового регулятора. А что можно сказать насчет саморегулирования? Достаточно ли фондовому рынку целенаправленного регулирования со стороны государства? Или каждый из этих двух форматов имеет собственную ценность, а потому они могут и должны взаимодействовать?

Международная организация, объединяющая регуляторов рынка ценных бумаг, The International Organization of Securities Commissions (IOSCO), в своих Принципах эффективного регулирования¹ говорит о саморегулировании как «ценном дополнении к работе регулятора в достижении целей регулирования».

Из этой формулировки можно сделать два важных вывода.

Первый вывод: саморегулирование не является обязательным элементом регулятивной системы финансового рынка. Институт СРО состоялся далеко не во всех странах. А там, где саморегулируемые организации есть, они играют не совсем одинаковую роль.

Второй вывод: государственный регулятор и саморегулируемая организация стремятся к одним и тем же целям регулирования. В материалах Консультативного Комитета IOSCO по саморегулируемым организациям этот тезис раскрывается более подробно. Там говорится о том, что цели у государственного регулятора и саморегулируемой

организации в области финансового рынка одни и те же: это поддержание ряда важных рыночных параметров (добросовестность, справедливость, эффективность, прозрачность), уменьшение системных рисков, а также защита интересов инвесторов.

Если цели этих двух институций одинаковы, то каковы же функции саморегулирования? IOSCO дает следующее определение функций саморегулируемой организации (на мой взгляд, довольно широкое):

1) установление правил, выполнение которых является условием деятельности в какой-то значимой области на рынке ценных бумаг; или

2) установление и контроль соблюдения правил торговли, ведения бизнеса или квалификации для физических и юридических лиц; или

3) установление дисциплинарных правил и процедур, позволяющих накладывать дисциплинарные санкции в случае нарушения соответствующих процедур.

То есть, СРО — это организация, устанавливающая правила деятельности на финансовом рынке, контролирующая и наказывающая за их несоблюдение, или за несоблюдение правил, установленных другими органами.

А что говорит IOSCO о надлежащем использовании саморегулирования? Чтобы саморегулируемые организации действительно были полезными финансовому рынку, они должны отвечать следующим принципам:

1) реализовывать цели нормативных актов, своих собственных правил, следить за их соблюдением;

2) находиться под адекватным постоянным надзором регулятора;

3) увеличивать регулятивные ресурсы за счет своей экспертизы, знаний, которые присущи рынку;

4) использовать адекватные стандарты корпоративного управления, позволяющие управлять конфликтом интересов и предотвращать его.

Виды саморегулируемых организаций

Джон Карсон² дает следующую классификацию саморегулируемых организаций на финансовом рынке, показывающую все их разнообразие.

1. Биржи

Первыми саморегулируемыми организациями были биржи: они устанавливали правила торгов, правила листинга, иногда — правила поведения своих членов и листингованных компаний (не только на торгах). Биржи до сих пор являются самым многочисленным видом СРО.

2. Членские» (объединяющие операторов рынка), «независимые» или «чистые» СРО

Их приоритетная задача — регулирование и контроль на финансовом рынке. Это не значит, что у них нет других задач (например, они могут также быть лоббистскими организациями), но их приоритетами являются регулирование и контроль. Это самые сильные саморегулируемые организации;

3. Индустриальные ассоциации

Это преимущественно лоббистские организации. Их приоритетная задача — представлять интересы индустрии, а регулирование не является главной задачей. Кроме всего прочего, они могут быть сфокусированы на регулировании определенной услуги или продукта (как правило, не требующих одобрения со стороны государства). Это может быть стандартная документация операций РЕПО, деривативов и тому подобное.

4. Центральные депозитории и клиринговые агентства

Они также устанавливают правила для своих членов, но признание за ними роли СРО скорее историческое.

Тенденции

Глобальной тенденцией в области регулирования финансового рынка является усиление роли государства. Саморегулирование постепенно ему уступает.

Но в России появление саморегулирования, наоборот, стало уступкой государства финансовому рынку (это не произошло, например, в адвокатуре и нотариате, которые даже в советское время сохранили начала саморегулирования). В любом случае, баланс между государственным регулированием и саморегулированием — это длительная история формирования доверия и поиска оптимального соотношения, в котором один формат дополняет другой.

Второй тенденцией является снижение роли бирж как саморегулируемых

организаций вследствие акционирования и коммерциализации (в этом случае говорят о демьючиализации). Конец 90-х – начало 2000-х ознаменовались тем, что биржи, прежде бывшие партнерскими организациями (которые состояли из участников торгов, извлекавших прибыль от работы на бирже), стали превращаться в АО (акционеры которых ставили задачу получения доходов от деятельности биржи как коммерческой организации).

По этому поводу высказывалась Европейская комиссия, выступая против того, чтобы биржи являлись СРО («с тех пор, как биржи являются коммерческими организациями, для них неприемлемо выполнять регулятивные функции»). Кроме того, биржи конкурируют с альтернативными торговыми системами, а последние не являются СРО. Правила бирж (а также центральных депозитариев и клиринговых агентов) носят операционный характер и тесно связаны с услугами, которые эти структуры оказывают; статус СРО не обязателен для того, чтобы эти операционные правила были обязательными.

Кроме названных, реализуется еще одна тенденция: увеличивается роль «чистых» СРО, а роль иных СРО — снижается. Тем не менее количественно «чистых» СРО пока меньше, чем «лоббистских».

Роль СРО в различных регулятивных моделях

Давайте посмотрим на регулятивные модели финансовых рынков разных стран с точки зрения того, какую роль в их системе регулирования и надзора играют СРО. Таких моделей можно выделить пять.

1) Государственная модель, которая распространена в большинстве европейских стран. Саморегулирование в ней носит фрагментарный, второстепенный характер.

Интересный пример — Великобритания. Модель регулирования, действу-

ющая в Великобритании, отличается от моделей других стран, в которых действует та же самая англосаксонская правовая традиция. В Великобритании сильное саморегулирование уступило место регулированию государственно-му, вследствие драматического разочарования рынка в первом. А вот в других странах, имеющих англосаксонскую правовую традицию, саморегулирование успешно состоялось.

Менее странно, что эта модель действует в других европейских странах, там имеет место высокая государственная бюрократизация регулирования финансового рынка. Примерами являются Франция (AMAFI), Германия (VOB, BDB, DDV). Помимо Европы, сюда же относится регуляторная модель Бразилии (ANBIMA). Некоторые из этих стран параллельно имеют индустриальные ассоциации (о них ниже).

2) Модель с ограниченным использованием бирж предполагает, что регулятор признаёт биржи в качестве СРО, но эта их роль незначительна. Примерами являются Китай, Гонконг, Сингапур, Швеция, США (в части отношения к Нью-Йоркской фондовой бирже).

Здесь стоит заметить, что некоторые страны — например, США — используют сразу несколько моделей саморегулирования. В случае США это связано с тем, что за финансовый рынок отвечает несколько органов, они имеют разную позицию по отношению к регулированию тех сегментов, за которые отвечают. Соответственно, разной является и регулятивная модель. Финансовый рынок США подчиняется регулированию двух органов — SEC и CFTC, в компетенции SEC находится рынок ценных бумаг, у CFTC — рынок деривативов. SEC не уступает бирже так много полномочий, как CFTC.

В США одновременно реализована и модель с сильными биржами, и модель с «чистыми» СРО.

3) К странам, где реализована модель с сильными биржами, относятся Австралия, Япония, Малайзия, США (в отношении Чикагской товарной биржи).

4) К числу стран, где действует регулятивная модель с «чистыми» саморегулируемыми организациями, относятся США (FINRA и NFA), Канада (IIROC), Япония (JSDA), Южная Корея (KOFIA). Названные СРО являются членскими некоммерческими организациями, независимыми от рыночных операторов. Их главной миссией является регулирование и надзор на финансовом рынке.

5) Модель с индустриальными ассоциациями работает преимущественно в странах с государственной моделью.

Достоинства и недостатки саморегулирования

Основное достоинство саморегулирования — его гибкость, возможность адаптировать регулятивные требования к быстро изменяющейся бизнес-среде. Далеко не везде с такими вызовами справляются государственные регуляторы. Достоинством саморегулирования является и высокая компетентность: представители рынка лучше, чем регулятор, понимают рыночные продукты.

Что очень важно, для СРО характерно также более щепетильное отношение к регулятивным расходам. Саморегулируемые организации реализуют принцип «cost effectiveness» или «более дешевого регулирования», благодаря которому способны максимизировать регулятивный эффект при меньших расходах.

Саморегулируемые организации могут быть трансграничными (как IIROC в Канаде) или даже международными (ICMA и ISDA).

Достоинством СРО является также консультативный характер правоприменения. Оно является общим правилом, поскольку осуществляется как бы в

отношении самих себя. В России (помимо консультативного) также действует принцип регулирования «на основе принципов», о котором я расскажу позже.

Саморегулирование имеет и ряд недостатков.

Наиболее очевидным недостатком считается конфликт интересов. На эту проблему всегда обращают внимание критики саморегулирования. Действительно, СРО вынуждена балансировать между интересами своих членов и интересами их клиентов.

Второй недостаток — риск негативного влияния на конкуренцию. Например, если СРО установит какие-то правила в интересах одних участников рынка во вред другим.

Но оба эти недостатка не являются ни непреодолимыми, ни драматическими. Они могут контролироваться государством через внедрение элементов управления конфликтом интересов и защиты конкуренции. Такой контроль реализуется посредством подчинения СРО регулятору, а также специальными корпоративными процедурами: требованием наличия независимых директоров, наделением отдельных органов контроля особыми полномочиями, привлечением к дисциплинарной ответственности.

Частым недостатком СРО является недофинансирование, который возникает, когда индустрия сама по себе слаба.

Наконец, в случаях, когда членство в СРО является обязательным, можно столкнуться с ситуацией «имитации саморегулирования». Возникают так называемые «СРО-парковки», которые позволяют компаниям формально в них числиться, хотя функции регулирования и контроля в отношении своих членов такие СРО не выполняют или выполняют слабо. С этой проблемой Россия столкнулась, например, в строительной отрасли, это очень сильно дискредитировало идею саморегулирования в целом.

Саморегулирование является живым институтом. Индустрия заинтересована работать на справедливом и понятном рынке, где недобросовестность отдельных участников не противоречит интересам индустрии в целом, не подрывает доверие к ней со стороны потребителей. Главным образом, по этой причине основной конфликт интересов в саморегулировании — конфликт между интересами членов СРО и интересами потребителей их услуг — не является драматическим.

Но разве государственное регулирование лишено недостатков? Недостатки присущи и этому формату. К ним можно отнести патернализм, безразличие к издержкам, которые несет индустрия для соблюдения регулятивных требований, а часто и недостаточную компетентность (особенно в отношении рыночных практик и продуктов).

Индустрия заинтересована в том, чтобы развивать саморегулирование, избегая при этом недостатков государственного регулирования и обеспечивая такую эффективность саморегулирования, которая не вызвала бы у государства необходимости вмешиваться.

История саморегулирования

США

Примером исключительно сильного саморегулирования сегодня являются США. Биржи в США являлись саморегулируемыми организациями с XIX века. После финансового кризиса 1929 года был принят закон о биржах (Securities Exchange Act) и создан государственный орган (SEC), ответственный за регулирование и контроль на финансовом рынке. Он ведет надзор за биржами.

Внебиржевой рынок долгое время оставался в юрисдикции саморегулируемых организаций; в 1938 году поправка в закон о биржах (Maloney Act) было предусмотрено создание СРО, ответ-

ственной за внебиржевой рынок. Ей стала национальная ассоциация NASD. В 1964 году полномочия комиссии SEC были распространены и на внебиржевой рынок: в ее юрисдикцию перешла NASD.

В 2007 году произошла консолидация NASD и регулятивного подразделения Нью-Йоркской фондовой биржи (вследствие коммерциализации NYSE). В результате появилась FINRA, которая (наравне с NFA, работающей на деривативном рынке) является саморегулируемой организацией на американском рынке ценных бумаг.

FINRA и NFA подчиняются разным регуляторам (соответственно SEC и CFTC), что обуславливает разную роль этих СРО.

Членство в FINRA для брокеров-дилеров обязательно, она (как и NFA) финансируется индустрией, а полномочия у нее самые широкие из всех СРО. В юрисдикции FINRA находятся не только правила поведения, но и финансовые требования к членам, она занимается третейским рассмотрением споров своих членов и их клиентов. FINRA получает свой статус от SEC, отчитывается перед ней, подчиняется ее проверкам. SEC может отменить стандарты FINRA.

Канада

По американскому пути идет Канада. Единого федерального органа, ответственного за весь канадский рынок, в Канаде нет. Но работает саморегулируемая организация ИИРОС, общая для всей Канады. Эта СРО была создана в 2008 году на базе двух структур — Dealers Association of Canada (с 1916 до 2006 года — торговая ассоциация, с 1990-х — СРО) и Market Regulation Service Inc (с 2022 года — регулятивное подразделение биржи TSX).

«Панканадская» саморегулируемая организация ИИРОС объединяет дилеров (в Канаде они также являются брокерами) на основании обязательного членства. Особенностью ИИРОС являет-

ся сопоставимая с государственными регуляторами влияние.

Кроме нее, саморегулируемой организацией является биржа Торонто.

Великобритания

В Великобритании до 1986 года на финансовом рынке работало только саморегулирование, которое осуществляла Лондонская фондовая биржа (LSE). В 1986 году появился государственный регулятор — SIB. А также несколько саморегулируемых организаций: TSA (ценные бумаги), FIMBRA (посредники, управляющие и брокеры), AFBD (брокеры и дилеры фьючерсного рынка), IMRO (управляющие компании), LAUTRO (страхование жизни и трасты).

Проблемой стало то, что членство в СРО и их полномочия дублировались, дублировались даже полномочия между ними и SIB. Чтобы вести деятельность на финансовом рынке, нужно было быть членом одной из СРО или получить лицензию от SIB.

Когда в 1992-м году произошло банкротство Mirror Group, повлекшее потерю сотен миллионов фунтов пенсионных средств, было признано, что контроль SIB за IMRO оказался недостаточным. Сразу после этого произошел крах банка Barrings из-за операций на срочном рынке трейдера Ника Лисона (работал в сингапурском офисе). Этот крах еще больше усугубил критику существующей регулятивной системы.

Вследствие совокупности названных событий Великобритания отказалась от саморегулирования. В 2000 году был принят Financial Services and Markets Act (FISMA), предусматривавший создание государственного регулятора. В декабре 2001 года на основании этого решения был создан регулятор Financial Services Authority (FSA): независимый от правительства орган в статусе компании с ограниченной ответственностью, финанси-

руемый индустрией. Все СРО передали ему свои функции на основании специальных соглашений. Таким образом, FSA стала государственной контролирующей структурой, ведущей надзор за всеми финансовыми, инвестиционными, банковскими и страховыми компаниями.

Госле банковского кризиса 2007-2008 годов было принято решение о реформировании и этой структуры. В результате реформы (которую называют реформой «twin peaks», двойной вершины) в 2013 году на финансовом рынке Великобритании появились две регулирующие структуры: 1) служба Financial Conduct Authority (FCA), контролирующая финансовую деятельность на биржевом рынке и инвестиции; 2) PRA, которая занимается анализом финансовых рисков. FCA — компания с ограниченной ответственностью, независимая от правительства, формируемая Банком Англии и Казначейством, финансируемая индустрией.

Германия и Франция

Опыт Германии и Франции — это опыт индустриальных ассоциаций, фрагментарных с точки зрения ответственности и второстепенных с точки зрения регулятивного процесса.

Германский регулятор BAFIN финансируется индустрией, хотя у него нет тех элементов саморегулирования, которые были у регулятора Великобритании. В качестве СРО действуют две банковские ассоциации-лоббисты (в Германии на фондовом рынке работают только банки), VOB и BDB. Есть также ассоциации, отвечающие за взаимодействие членов индустрии друг с другом и с потребителями в определенной сфере. Такова, например, DDV — деривативная ассоциация, отвечающая за реализацию Кодекса добросовестности на рынке структурных продуктов.

Во Франции ситуация похожа на немецкую. Крупнейшей СРО является AMAFI. Эта СРО выполняет лоббистские, а также фрагментарные функции, наиболее полезная из них — выработка рекомендаций по применению нормативных актов АМФ.

Япония

Япония является примером американской модели. С 1949 года там была образована JSDA, которая в 1973 году превратилась в дилерско-брокерскую «чистую» СРО JSDA.

Отличием японской СРО от американских является то, что членство в ней необязательно, но все компании, осуществляющие деятельность на финансовом рынке, являются ее членами. В Японии есть еще несколько СРО, аналогичных JSDA в своих отраслях: JITA, FFA, JIAA.

Токийская и Осакаская биржи также являются саморегулируемыми организациями.

Россия

Новейшая история российского саморегулирования на финансовом рынке началась с создания в 1994-1996 годах нескольких СРО:

- ПАУФОР (Профессиональная ассоциация участников фондового рынка), которая была автором правил торговли на бирже РТС;
- ПАРТАД (Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев);
- НАУРАГ (Национальная ассоциация участников рынка ценных бумаг), которая стала автором Кодекса поведения на рынке госбумаг;
- ВСС (Всероссийский союз страховщиков).

Эти СРО впоследствии стали «чистыми», но появились и «индустриальные» СРО: Ассоциация региональных банков, созданная в 1990 году, и Ассоциация российских банков, созданная в 1991 году.

В 1996 году Указом Президента РФ была утверждена концепция рынка ценных бумаг, которая сделала членство в СРО обязательным. Вследствие этого на базе ПАУФОР была создана Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР), а на базе НАУРАГ — Национальная фондовая ассоциация (НФА). Причем для членства в НФА была дополнительная причина: без членства в этой СРО (в соответствии с нормативным актом Банка России) нельзя было осуществлять операции на рынке ГКО.

В 1998 году подход «двух ключей» (лицензирование в Федеральной Комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) и обязательное членство в СРО) было закреплено в Постановлении ФКЦБ №22 от 03.06.98: в пакет документов для получения лицензии должно было входить ходатайство от одной из СРО, а исключение из СРО являлось основанием для аннулирования лицензии.

В 2000 году был принят Указ Президента РФ №1756, который отменил обязательное членство в СРО. Главой ФКЦБ в этот момент бы Игорь Костиков, который считал саморегулируемые организации «картелями», и президент его в этом мнении поддержал. Тем не менее, в том же году появилась еще одна СРО — Национальная ассоциация пенсионных фондов (НАПФ).

В 2007 году было создано еще одно СРО — Национальная лига управляющих (НЛУ), объединившая управляющих компаний ПИФ и НПФ.

В том же 2007 году был принят закон о саморегулировании. Этот закон не распространялся на СРО, которые работали на финансовом рынке. Здесь я хочу отдать дань автору этого закона и идеологу саморегулирования — председателю комитета Госдумы РФ по собственности Виктору Плескачевскому.

Закон был принят на фоне административной реформы и отражал процесс

дерегулирования, который предполагал либо отмену некоторых государственных функций, либо передачу ряда функций госорганов саморегулируемым организациям.

Помимо идеологии «дерегулирования» (в отличие от идеологии «сорегулирования»), закон не подходил для финансового рынка и потому, что предполагал коллективную ответственность членов СРО перед потребителями. На финансовом рынке, где предполагалось создание специального компенсационного фонда, коллективная ответственность по «закону Плескачевского» была бы излишней.

Закон о СРО на финансовом рынке появился только в 2015 году (Федеральный Закон №223 «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка») как часть реформы всей системы регулирования и надзора на финансовом рынке, результатом которой стало создания мегарегулятора. Закон отражает концепцию сорегулирования и подчинения СРО Банку России; он распространяется на 17 видов деятельности на финансовом рынке.

Под саморегулированием в сфере финансового рынка понимается самостоятельная и инициативная деятельность, которая осуществляется финансовыми организациями. Содержанием этой деятельности является разработка стандартов такой деятельности и контроль за их соблюдением.

В 2015 году произошло присоединение индустриальной ассоциации «Национальная валютная ассоциация» к НФА. НВА отвечала за расчет индикаторов межбанковского рынка и являлась одним из трех (вместе с НАУФОР и АРБ) разработчиков Стандартной документации для внебиржевых деривативов. В 2016 году в результате выделения из НАПФ возникла Ассоциация негосударственных пенсионных фондов (АНПФ).

В 2018 году НЛУ присоединилась к НАУФОР.

В 2020 году статус СРО для инвестиционных советников получила АМИКС, третья СРО, имеющая такой статус (помимо НАУФОР и НФА).

Основные черты российского саморегулирования

В настоящее время в России действуют 16 «чистых» СРО.

- НАУФОР, НФА и АМИКС — профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг (АМИКС — только в части инвестиционных советников);
- НАУФОР — коллективные инвестиции;
- НАПФ и АНПФ — в части негосударственных пенсионных фондов;
- ВСС и АПСБ — страховщики и страховые брокеры;
- АФД — форекс-дилеры;
- Лад, Единство, Выбор — сельскохозяйственные, кредитные и потребительские кооперативы;
- НП Мир, Альянс — микрофинансовые организации.

А также работают 3 индустриальные ассоциации: АБР; АРБ и ПАРТАД (ранее бывшая «чистой» СРО).

Индустриальные СРО представляют интересы своих членов, они ответственны за методические материалы, связанные с деятельностью членов, либо участвуют в администрировании стандартной документации.

Дискуссия о появлении «чистых» СРО на банковском рынке идет, и пока трудно сказать, чем она закончится. Однако есть основания считать, что одна из банковских ассоциаций может стать СРО. Далее речь идет о «чистых» СРО.

Чертой российского регулирования является концепция «двух ключей» к финансовому рынку: для того, чтобы осуществлять один из 17 видов деятельности на финансовом рынке, недостаточно лицензии Банка России, необходимо быть также членом одной из профильных СРО.

Еще одно особенностью российской модели является «множественность» СРО (в каждом виде деятельности их может быть до трех, в каждой СРО — не менее 26% от количества компаний данной индустрии).

СРО в сфере финансового рынка подчинены Банку России.

Чрезвычайно интересным является решение о сорегулировании, предусмотренное 223-ФЗ. Общей юрисдикцией и Банка России, и СРО является поведение финансовых организаций, то есть их взаимодействие с клиентами.

Внутри общей юрисдикции границы между юрисдикциями Банка России и СРО отсутствуют. Это достоинство, так как дает возможность СРО регулировать любые отношения, связанные с поведением своих членов. Если Банк России будет удовлетворен регулированием СРО, у него не будет мотивов предлагать собственное регулирование. И наоборот, если СРО не будет справляться, то отношения могут быть урегулированы Банком России. Отсутствие границы между юрисдикциями СРО и Банка России — одновременно и недостаток: нестабильность регулирования затрудняет для СРО разработку правил и выстраивание контрольного механизма.

Своего рода «демаркационной линией» являются Базовые стандарты, которые были предусмотрены законом 223-ФЗ, чтобы исключить регуляторный арбитраж (который мог бы возникнуть из-за множественности СРО в одной и той же индустрии). Однако базовые стандарты стали формой делегирования регулирования от Банка России к саморегулируемым организациям.

Кроме базовых стандартов, СРО могут принимать собственные внутренние стандарты.

Контрольная юрисдикция между Банком России и СРО делится так: Банк России контролирует соблюдение законов и нормативных актов, а СРО —

соблюдение базовых и внутренних стандартов. Банк России не проводит проверок стандартов, но если в ходе проверок находит их нарушения, то сообщает об этом соответствующей СРО. В свою очередь, СРО не контролирует соблюдение государственных нормативных актов, но, обнаружив признаки их нарушения при осуществлении контроля в своей части, сообщает об этом Банку России.

Регулирование на основе принципов и регулирование на основе правил

Вопрос о регулировании на основе принципов (PBR) особенно актуален для финансового рынка. Такое регулирование сфокусировано не на прописывании способов действий, а на установлении требований к результату действий. Поэтому его также часто называют «риск-ориентированным» или «ориентированным на результат» регулированием.

Граница между регулированием на основе принципов и регулированием на основе правил (RBR) не всегда ясна. Чем абстрактнее правила, тем большее значение имеет их толкование, тем больше эти правила похожи на принципы. И наоборот.

Основные достоинства и недостатки правил и принципов теоретически известны. Правила более определенны, но более жестки, не чувствительны к конкретным обстоятельствам. Кроме того, их можно обходить.

Принципы более гибки и чувствительны к контексту, они более справедливы и обойти их нельзя. Но принципы могут оставлять большую свободу в толковании, что создает риск произвола регулятора. Кроме того, регулирование на основе принципов является серьезным вызовом для комплаенс-служб и может привести не к гибкой, а, наоборот, к очень консервативной комплаенс-системе в конкретной компании.

Системы, построенной только на правилах или только на принципах, не существует. Финансовый рынок требует гибкости, иначе регулятивный подход превращается в разрешительный: что не разрешено, то запрещено. Кроме того, может возникнуть «регуляторная горячка», когда регулятор, чтобы успеть за быстрыми изменениями на финансовом рынке, должен постоянно менять свои нормативные акты, создавая тем самым невыносимые условия для индустрии. Но регулирование только на основании принципов также создало бы слишком большую неопределенность.

В новейшей истории финансового рынка дискуссия о регулировании на основе принципов и правил обострилась в 2003 году, когда новый подход к регулированию объявила британская FSA⁴. «Наша система регулирования на основе принципов и регулирования, основанного на рисках, обеспечивает нашим финансовым услугам большое конкурентное преимущество и является лучшей в мире»⁵.

Подход FSA к этому вопросу выразился в том, что появились 11 принципов (Principles of Business, PRIN) деятельности финансовых фирм.

Эти принципы абстрактны, как и положено принципам (взять хотя бы первый из них, Integrity), но нарушение любого из них влечет ответственность со стороны FSA.

Позже так же поступила Канада: канадский регулятор IIROC утвердил правило 1402, постаравшись реализовать регулирование на основе принципов, отражающих этические стандарты поведения его членов. Для тех, кто изучает вопрос о регулировании финансового рынка на основе принципов, наиболее интересна дискуссия о новых правилах в законодательстве Британской Колумбии.

В США в 2002 году, вследствие выявления манипулирования отчетностью в компании Enron, в 2001 году был принят Закон Сорбейнза-Оксли, оказавшийся

для финансового рынка тяжелой регулятивной нагрузкой.

В 2005 году в Oxera study было зафиксировано: «Регуляторная среда — второй по важности фактор для конкуренции финансовых центров (первым названа доступность профессионального персонала). В этом документе отмечается, что регулятивную среду Нью-Йорка невыгодно отличают от Лондона два пункта: во-первых, «слишком много регулирующих органов и недостаточное взаимодействие между ними», во-вторых, «регуляторная философия FSA более гибкая, она основана на принципах, в отличие от предписывающего, основанного на правилах подхода SEC».

В 2006 году объем IPO в США упал до 16% от объема глобального IPO по сравнению с долей в 57%, которую американский рынок прочно удерживал до принятия Закона Сорбейнза-Оксли. Это вызвало в США дискуссию об избыточной регулятивной нагрузке и целесообразности усиления регулирования на основе принципов.

Американское регулирование было оценено как очевидно уступающее конкурентному лондонскому, где удалось на базе принципов обеспечить защиту интересов инвесторов, — эффективно, без излишних расходов, за счет большей гибкости регулирования.

В 2006 году авторитетная американская научно-практическая организация CSMR (Комитет по регулированию рынков капитала) констатировала: «Смещение регулятивной интенсивности привело к потере конкурентоспособности финансового рынка США. Лидирующая позиция Лондона как финансового центра сохранилась вследствие того, что там была обеспечена защита инвесторов посредством хорошо прописанных, эффективных законов, применяемых надлежаще и без лишних расходов. «SEC и CPO должны одобрить правила, в большей степени основанные на принципах...», «предписывающие правила должны быть изменены, стать

Principles-based regulation (PBR) и Rules-based regulation (RBR)

- Классический пример - правило: «не превышать 90 км/ч», принцип: «вести не быстрее, чем это благоразумно с учетом всех обстоятельств»;
- Граница между PBR и RBR не всегда ясна — чем абстрактнее правило, чем большее значение для его применения имеет толкование, тем более оно похоже на принцип. В крайней форме PBR — регулирование на основе этических принципов, нарушение которых предполагает юридическую ответственность;
- Принципы vs правил: Правила в целом более детальны и определены, но могут быть жесткими и косными, а также нечувствительны к конкретным обстоятельствам. Они также могут «обойтись»; Принципы более гибкие, более чувствительны к контексту, потенциально более справедливы, их невозможно обойти, но могут быть неопределенны, непредсказуемы, сложны в толковании, а также могут провоцировать произвол регулятора ... сложны для комплаинс-офицеров и могут привести к консервативной комплаинс-системе

PBR и RBR — комбинация

- Нет системы целиком основанной на регулировании на основе правил или принципов:
 - С одной стороны, нужны принципы:
 - 1) нельзя все отношения регулировать с детальностью - финансовый рынок требует гибкости для того, чтобы предлагать разные и новые услуги и продукты (иначе - разрешительный подход, ригоризм и «регуляторная горячка»);
 - 2) нельзя избежать абстрактных правил, то есть правил-принципов, где важным являются толкование;
 - 3) нельзя оставить пробелы между правилами;
 - С другой стороны, нужны конкретные правила:
 - 1) многие отношения могут регулироваться конкретными и детальными правилами;
 - 2) регулирование только на основе принципов создало бы чрезмерную неопределенность регулирования и риск произвола правоприменителя.

PBR (FSA-FCA Handbook) - Principles of Business (PRIN)

1. Integrity — A firm must conduct its business with integrity.
2. Skill, care and diligence — A firm must conduct its business with due skill, care and diligence.
3. Management and control — A firm must take reasonable care to organise and control its affairs responsibly and effectively, with adequate risk management systems.
4. Financial prudence — A firm must maintain adequate financial resources.
5. Market conduct — A firm must observe proper standards of market conduct.
6. Customers' interests — A firm must pay due regard to the interests of its customers and treat them fairly.
7. Communications with clients — A firm must pay due regard to the information needs of its clients and communicate information to them in a way which is clear, fair and not misleading.
8. Conflicts of interest — A firm must manage conflicts of interest fairly, both between itself and its customers and between a customer and another client.
9. Customers: relationships of trust — A firm must take reasonable care to ensure the suitability of its advice and discretionary decisions for any customer who is entitled to rely upon its judgement.
10. Clients' assets — A firm must arrange adequate protection for clients' assets when it is responsible for them.
11. Relations with regulators — A firm must deal with its regulators in an open and co-operative way and must disclose to the FCA anything relating to the firm of which the FCA would reasonably expect notice.

более гибкими, более ориентированными на результат, чем на процесс. Регулирование и надзор должны быть риск-ориентированными и основанными на принципах»

В 2007 году Майкл Блумберг и секретарь Казначейства Пол Холсон предложили американским участникам перейти к британскому, более гибкому подходу, чтобы сохранить глобальную конкурентоспособность финансового рынка США. Лишь много позже, в 2020 году, SEC ввела регулирование S-K (раскрытие информации эмитентами), более основанное на принципах.

Российский рынок

Регулирование на основе принципов не является необычным для российского финансового рынка. Приведу два примера регулирования близких по сути отношений, одно из которых осуществляется на основе принципов (suitability), а второе — на основе правил. Эти примеры касаются инвестиционного профилирования (регулирование на основе принципов) и брокерского тестирования (регулирование на основе правил). (Инвестиционное профилирование — это оценка инвестора с точки зрения того, какие финансовые инструменты ему подходят, исходя из его личных и финансовых обстоятельств, знаний и опыта в области инвестирования. Инвестиционное профилирование проводится управляющими и инвестиционными советниками).

Одним из примеров государственного регулирования на основе принципов (suitability) является Положение Банка России №482-П (от 3 августа 2015 года). Оно мало отличается от европейских директив. В документе говорится: «Инвестиционный профиль клиента-физического лица определяется управляющим, в том числе, исходя из следующих сведений:... об опыте и знаниях физического лица в области инвестирования» (п.1.4).

На основании этого положения разработан Базовый стандарт по управлению ценными бумагами, который также является примером регулирования на основе принципов.

Еще одним примером регулирования на основе принципов являются документы по инвестиционному консультированию: 1) Указание Банка России N5014-У (от 17 декабря 2018 года) и 2) Базовый стандарт по инвестиционному консультированию. Указание предполагает получение сведений об образовании клиента, а Базовый стандарт (п.2.3) — получение «сведений об опыте и знаниях физического лица в области инвестирования (например, виды услуг, сделок, финансовых инструментов, объем, частота сделок, период, за который такие сделки совершались, опыт работы клиента в организациях, осуществляющих такие услуги и сделки).

В обоих случаях требования прописаны в стандартах, контроль за соблюдением которых лежит в юрисдикции НАУФОР как саморегулируемой организации. НАУФОР недавно опубликовала «Обзор практики по контролю за соблюдением требований базовых и внутренних стандартов при определении инвестиционного профиля клиента»³, который служит примером контрольной практики, основанной на принципах. В нем видно, как принципы превращаются в конкретные требования, в соответствии с которыми оценивается деятельность советников и управляющих и за нарушение которых НАУФОР наказывает. В этом обзоре в полной мере воплощен подход к регулированию на основе принципов. Он состоит в оценке результата, который должен быть достигнут через соблюдение нормы-принципа и позволяет преодолеть неопределенность нормы. Приведу пример: «В некоторых случаях информация об опыте и знаниях в области инвестирования запрашивается у физического лица в форме, не позволяющей оценить полученный ответ для целей определения инвестиционного портфеля... Рекомендуем управляющим и инвестион-

ным советникам запрашивать у клиента информацию о наличии у него знаний в области инвестирования, а также об опыте работы с конкретными видами инвестиций (с указанием, по крайней мере, срока и видов финансовых инструментов) либо с конкретными услугами финансовой индустрии (брокерское обслуживание, доверительное управление, инвестиционное консультирование). К информации о знаниях в области инвестирования может быть приравнена информация об образовании, в случае, если такое образование непосредственно связано с экономикой и финансами. Не буду останавливаться на этом подробнее, советую изучить сам обзор.

Иначе происходит в случае appropriateness, регулирования на основе правил. Примером такого подхода может служить процедура брокерского тестирования (оно проводится как условие возможности совершения неквалифицированным инвестором сложных операций). Брокер должен выяснить, каковы знания и опыт клиента в области инвестирования. Примерно то же самое должны выяснять управляющие и инвестиционные советники при инвестиционном профилировании. Однако в случае брокерского тестирования использовано регулирование на основе правил: в базовом стандарте защиты прав и интересов инвесторов утвержден конкретный список вопросов для такого тестирования. Мне такой путь кажется тупиковым, хотя и рациональным на первом этапе — этапе внедрения процедуры брокерского тестирования. Гораздо более правильным был бы подход, использованный для инвестиционного профилирования. Зато в ближайшей перспективе мы сможем сравнить, какой из подходов эффективней.

Еще один пример регулирования на основе принципов заложен в стандарте НАУФОР «Требования к взаимодействию с физлицами при предложении финансовых инструментов». Стандарт

запрещает навязывание инструментов, требует надлежащего информирования о финансовом инструменте, используя принцип добросовестности.

Абстрактные формулировки-принципы отдают на усмотрение НАУФОР как правоприменителя решение, учитывающее множество обстоятельств и деталей ситуации. И мы уже применяем в нашей контрольной практике конкретные выводы, основанные на сформулированных в стандарте принципах.

Как пример могу привести разграничение навязывания и структурирования. Так, продажа вклада вместе с паями ПИФа, на наш взгляд, является структурированием, поскольку комбинация этих операций дает клиенту условия лучше, чем совершение лишь одной операции. Результатом такой продажи становится появление новой услуги или финансового инструмента. А вот продажа банковского вклада вместе с брокерским счетом является навязыванием, поскольку эти услуги могут предлагаться по отдельности. Их совместная продажа не дает клиенту лучших условий или новой услуги.

Другим примером ущемления интересов клиента является практика вывода средств с брокерского счета только через счет в банке того же брокера. Это ущемление, а значит, нарушение стандарта.

Итак, регулирование на основе принципов действует. Но для применения принципов нужно хорошее знание бизнес-практики, финансовых продуктов и рынков, понимание контекста. Все эти компетенции присущи саморегулированию, что делает СРО лучшим институтом для регулирования на основе принципов. Очень важно, что регулирование опирается на правоприменение, уступая правоприменителю основную работу по регулированию.

Правоприменение НАУФОР

В качестве наглядного примера стоит рассмотреть такой этап правоприменительной процедуры НАУФОР,

Саморегулирование и PBR – правоприменение (НАУФОР)

- 1) проверка – плановая (раз в 5 лет) или внеплановая (инициатива НАУФОР, в том числе контрольная закупка или жалоба);
- 2) составление и направление акта в организацию;
- 3) надзорная встреча – обсуждение акта с организацией;
- 4) Дисциплинарный комитет (большинство, чтобы в случае отвода представителей индустрии Комитет мог состояться, – сотрудники НАУФОР, остальные – представители индустрии):
 - (1) решение о привлечении к ответственности (предупреждение, предписание об устранении, штраф (до 1 млн руб), вынесение на Совет директоров предложения об исключении из НАУФОР); либо
 - (2) в случае исправления нарушения или несогласия Дисциплинарного комитета - освобождение от ответственности;
 - (3) обжалование в Совет директоров (комитет по обжалованию (три члена совета директоров) рассматривает жалобу и рекомендует Совету директоров оставить прежним, отменить или изменить решение Дисциплинарного комитета

Саморегулирование и PBR на российском финансовом рынке – выводы

- Комбинация PBR и RBR, больше PBR в государственном регулировании, СРО – преимущественно PBR;
- Больше саморегулирования – как регулирования со своим предметом, но методом: доверие как со стороны государства - делегирование, так и со стороны индустрии;
- Развитие СРО: больше вовлеченность сообщества в разработку правил и принципов - публикация проектов стандартов, обзоров контрольной практики и их обсуждение, компетентный и представительный Дисциплинарный комитет, введение в него представителей инвесторов, обжалование в совет директоров СРО;
- Раскрытие информации о дисциплинарных решениях, в том числе мотивах решений
- Образование – культура применения PBR и поддержка саморегулирования со стороны индустрии

как надзорная встреча. На надзорной встрече сотрудники НАУФОР обсуждают с сотрудниками проверяемой компании акт проверки деятельности этой компании; именно здесь обсуждается толкование норм и принципов, которые этой компанией были, с точки зрения НАУФОР, нарушены. Именно на надзорной встрече мы часто спорим о смысле норм и принципов, договариваемся о том, что компания должна устранить нарушения и о том, как именно она может это сделать. Дисциплинарный комитет освобождает компанию от ответственности, если она устраняет нарушение или дает ей срок для устранения. Стремление компании избежать наказания — основа консультативного контроля на основе принципов.

Очень важно, что Дисциплинарный комитет почти наполовину состоит из представителей индустрии: они хорошо знают практику и понимают контекст в чем-то лучше, чем инспектор НАУФОР. Они могут не согласиться с выводами инспектора и освободить компанию от ответственности, хотя это случается редко. В случае, если нарушитель не устраняет нарушение, он привлекается к ответственности. Для членов НАУФОР действуют самые высокие из всех СРО штрафы (до 1 млн руб), однако это скорее угроза, которая мотивирует компанию устранить нарушение. Штраф накладывается, если компания отказывается устранить нарушение.

Другая причина для штрафа — неисправимость нарушения, имеющая место при рассмотрении жалобы. Стоит заметить, что контрольный процесс в НАУФОР на основании жалобы обычно создает условия для урегулирования конфликта между компанией и ее клиентом, подавшим жалобу. Иногда жалоба отзывается или в НАУФОР направляется информация об урегулировании конфликта. Это также является основанием для освобождения от ответственности или снижения меры наказания.

Решение дисциплинарного комитета может быть обжаловано в Совете директоров Национальной ассоциации; этот орган является последней инстанцией при рассмотрении нарушения. В НАУФОР создан специальный комитет по обжалованию решений Дисциплинарного комитета, в который входят три директора, один из них — независимый. Комитет рекомендует Совету директоров либо отказать в обжаловании, либо отменить решение Дисциплинарного комитета, либо уменьшить санкцию. Иногда дискуссия разгорается и на самом Совете директоров.

Для НАУФОР очень важно, во-первых, дать компаниям-членам уверенность в том, что их наказание может быть обжаловано и будет рассмотрено не только компетентными специалистами, но и советом директоров НАУФОР, — то есть, людьми, которые способны видеть место конкретного нарушения в общей картине рынка и оценить его значение для индустрии в целом. Важно, во-вторых, вовлечь Совет директоров в контрольный процесс, давая топ-менеджерам индустрии возможность понять, что именно делает НАУФОР в сфере контроля, обсуждая подходы и тем самым обеспечивая легитимность регулирования на основе принципов.

Члены Совета директоров должны видеть связь между правилами стандартов, которые они утверждают, и контролем за этими правилами; должны доверять контролю, утверждая правила-принципы.

Выводы

В регулировании финансового рынка сохранится комбинация регулирования на основе правил и регулирования на основе принципов, при этом доля регулирования на основе принципов будет увеличиваться. Саморегулирование будет строиться преимущественно как регулирование на основе принципов.

Саморегулирование имеет все перспективы для развития и приносит в

государственное регулирование добавленную стоимость: саморегулирование лучше умеет применять регулирование, основанное на принципах. Однако развиваться саморегулирование будет только при том условии, что саморегулируемые организации докажут способность осуществлять контроль за ним. Следствием этого развития будет доверие — и со стороны индустрии (заинтересованной в компетентном регулировании и консультативном контроле), и со стороны государства (которое сможет делегировать СРО больше полномочий).

Но чтобы СРО развивались, необходима большая вовлеченность в регулятивный процесс и индустрии, и инвесторов. Вовлеченность должна реализоваться путем участия в обсуждении правил и процедур контроля СРО (следует своевременно начать публикацию решений с мотивировочной частью), путем развития дисциплинарных органов, введения в них представителей инвесторов.

Все это должно создать традицию регулирования на основе принципов, одним из основных институтов которого и должны стать саморегулируемые организации.

Примечания

¹ <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>

² John Carson. Self Regulation in Securities Markets. Policy Research Working Paper. — WB, 2011

³ <http://naufor.ru/tree.asp?n=22132>

⁴ Financial Services Authority Consultation Paper. № 185, The CIS Sourcebook. A new approach. — London, 2003).

⁵ Economic Secretary to the U.K. Treasury. — Ed Balls, 2003). □

ВДОХНОВЕНИЕ В ЦВЕТЕ!

ПАРАДИЗ®

ПРЕПРЕСС · ДИЗАЙН · ТИПОГРАФИЯ



+7 (495) 755 24 10



info@paradiz.ru  www.paradiz.ru



Москва, Ленинградский пр-т, дом 47, офисы 916, 920, 924
Мос. обл., г. Краснознаменск, ул. Парковая, дом 2а



Офсетная печать



Цифровая печать



Широкоформатная
и интерьерная печать



Послепечатные
работы



Дополнительные
услуги



Дизайн и допечатная
подготовка

Типография Парадиз – современная типография полного цикла. Мы предлагаем своим клиентам полный перечень полиграфических услуг и являемся лидерами в этой сфере.



РЕКЛАМНАЯ ПОЛИГРАФИЯ

брошюры, каталоги,
буклеты, газеты,
листовки, пакеты,
плакаты, флаеры,
афиши, журналы,
постеры, комплексные
заказы



ДЕЛОВАЯ И ПРИКЛАДНАЯ ПОЛИГРАФИЯ

визитки, блокноты,
ежедневники, папки,
бланки, открытки,
конверты, кубари,
фотокнижки, планинги,
гарантийные талоны,
инструкции, годовые
отчеты, книги



КАЛЕНДАРНАЯ ПРОДУКЦИЯ

квартальные,
настенные, карманные,
настольные,
перекидные,
календари-плакаты,
календари-домики,
календари-магниты,
календарные блоки



POS - МАТЕРИАЛЫ И УПАКОВКА

хенгеры, шелфтокеры,
вобблеры, коробки,
этикетки, наклейки,
пакеты, холдеры,
выкраски, подставки,
ценники, вкладыши,
конверты



НАРУЖНАЯ РЕКЛАМА

баннеры, таблички,
плакаты, постеры,
мобильные стенды,
стендеры, вывески,
чертежи, картины,
ростовые фигуры





Жизнь в эпоху перемен...

...ОКАЗАЛАСЬ ПРЕДЕЛЬНО БУРНОЙ И ПОСТОЯННО МЕНЯЮЩЕЙСЯ. ПОСЛЕ ТОГО, КАК 24 ФЕВРАЛЯ НАЧАЛАСЬ СВО НА УКРАИНЕ, НАСТУПИЛ ЧЕРЕД ЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОСЛЕДСТВИЙ

Страны Запада заморозили российские золотовалютные резервы, деятельность рынка ценных бумаг по решению Банка России была приостановлена, курс рубля резко изменился (а точнее, рухнул). О главных событиях, повлиявших на российский финансовый рынок, рассказывают финансисты и аналитики.

Нефть за рубли

Владимир Брагин, директор по анализу финансовых рынков и макроэкономики компании «Альфа-Капитал»

В последнее время активно муссируется идея ограничения российского экспорта нефти и газа в Европу, вплоть до полного отказа. Главный аргумент: таким образом будет нанесен удар российской экономике. Но если разобраться, то последствия ограничений не так однозначны. Более того, в условиях блокировки валютных резервов, России в нынешних условиях самой придется ограничивать объемы экспорта, и я не имею в виду

ситуацию, когда не проходят платежи за поставки товаров в Европу.

Блокировка валютных резервов — это не просто потеря контроля над огромной накопленной суммой (300 млрд USD). Это еще и разрушение устоявшихся финансовых механизмов, которые обеспечивали баланс интересов РФ и западных стран в вопросах взаимной торговли.

Первое. Главный способ накопления валютных резервов — это покупки валюты центральным банком на рынке, что приводит к ослаблению национальной валюты (в нашем случае, рубля). Таким образом накопление валютных резервов — это побочный продукт сдерживания укрепления национальной валюты.

Соответственно, единственное применение валютных резервов — это возможность сдерживать ослабление национальной валюты или даже обеспечить, при необходимости, ее укрепление.

Второе. Валютные резервы — это активы страны. Но у каждого актива должен быть пассив (обязательство). Валютные резервы РФ в долларах или евро — это обязательства США и Еврозоны перед РФ, а значит накопление валютных резервов — это кредитование стран, в чьих валютах такие резервы накапливаются. Таким образом, блокировка валютных резервов — это не только де-факто дефолт по обязательствам западных стран, но еще и запрет возможности их кредитования Россией.

Третье. Бюджетное правило больше не может нормально работать. Поэтому контролировать приток валюты в страну более невозможно. Цепочка транзакций, составляющая основу бюджетного правила: «НДПИ + экспортные пошлины => доходы бюджета => ФНБ => валюта в ЗВР» более не выполняема, так как не работает последний шаг.

Особое внимание стоит обратить именно на последний шаг. Валюта, которую ЦБ РФ скупал и отправлял в валютные резервы, поступала в значительной степени от продажи нефти и газа, а также металлов. Эти средства, отправляясь в резервы, де-факто шли на кредитование ныне «недружественных стран». Получается, что та же Европа (на макроуровне) получала российский экспорт с большим дисконтом, так как «отрабатывать» полную его стоимость, в виде поставок в Россию товаров и услуг, ей не приходилось.

И здесь возникает первый парадокс: если Россия больше не может кредитовать западные страны, накапливая резервы в их валютах, то получается, что для их экономик, при прочих равных, и нефть, и газ будут обходиться дороже. Даже без учета роста сырьевых цен.

Причина, по которой российской экономике требовалось удаление избыточной экспортной выручки, очень проста: сниже-

ние нефтяной зависимости, известной еще как «голландская болезнь». Единственный действенный способ ее лечения — изоляция избыточных экспортных доходов от экономики. В России последние несколько лет эту задачу выполняло бюджетное правило, которое создавало для бюджета и экономики условия стабильно невысоких цен на нефть.

В отсутствие возможности накапливать валютные резервы у российского правительства в обозримой перспективе возникнет довольно странная проблема: как ограничить размер доходов от экспорта нефти и газа, попадающих в экономику? Если раньше мы экспортировали нефть, импортировали доллары и евро (продавали нефть в долг), то в текущих условиях в экономику может начать поступать вся получаемая выручка. При сопоставимых физических объемах экспорта и более высоких ценах, а также условии, что валютная выручка все-таки приходит в Россию и на ее валютный рынок, это будет означать сильное укрепление рубля, а значит и проблемы у несырьевого экспорта, рост импорта, то есть все признаки голландской болезни.

Отсюда второй парадокс: в условиях блокировки валютных резервов России самой придется ограничивать экспорт сырьевых товаров в страны, валюты которых не могут быть отправлены в резервы ЦБ.

Что будет с компаниями?

Если представить, что будет, если Россия ограничит экспорт нефти и газа в недружественные страны, то картина складывается довольно интересная. Может показаться, что раз нефтегазовые компании смогут меньше экспортировать, то это однозначно ударит по их финансовым показателям, ведь внутренний спрос не сможет перекрыть падение продаж. Но если принять во внимание, что теперь Минфину не нужно будет отправлять в ФНБ избыточные доходы, то у правительства есть возможность снизить налоговую нагрузку на экспортеров. Это все о той же больше не работающей

цепочке транзакций: «НДПИ + экспортные пошлины => доходы бюджета => ФНБ => валюта в ЗВР», отмена которой позволяет снизить налоговую нагрузку.

Бонусом получаем избыточные добывающие мощности, которые дают возможность экспорта, причем, с дисконтом, по другим направлениям. Напомню, что благодаря бюджетному правилу «резервная цена» экспорта нефти и газа из России очень низкая, что дает огромные преимущества в условиях роста мировых цен на ресурсы.

Кстати, заявление президента о том, что необходимо в срочном порядке переходить на рубли в расчетах за экспорт газа тоже следствие блокировки резервов. И у этой схемы (с учетом состояния платежного баланса, а также описанной выше возможности РФ по сокращению физических объемов экспорта) есть ряд преимуществ.

1. Платежи в рублях, а значит, идут через российские банки. Если фактом оплаты станет получение средств на счет в российском банке, то заблокировать или затормозить их будет невозможно без того, чтобы не возникло основание приостановить поставки.

2. Покупателям газа потребуются рубли, которые им придется либо покупать (например, через Мосбиржу), либо зарабатывать, экспортируя в РФ товары и услуги. Все это потребует выстраивания новых линий, а также формирования запасов рублей у нерезидентов для обслуживания платежей. Для рубля это будет серьезным фактором поддержки.

3. «Головная боль» по выстраиванию и восстановлению финансовых каналов ложится на те страны, которые ранее вводили ограничения. Это предполагает, в том числе, серьезный пересмотр ранее введенных ограничений.

4. Увеличение числа экономических агентов, заинтересованных в стабильности рубля, должно благоприятно сказаться на стабильности валютного курса, а значит, и на инфляции в РФ.

То, в какой валюте оплачивается экспорт, принципиально не влияет на баланс

«спрос/предложение» на валютном рынке. Если импорт из России Европа оплачивает в рублях, то покупать она их будет за евро. То есть, на рынке получаем то же предложение иностранной валюты против рубля, что и раньше. А дисбаланс спроса и предложения валюты на рынке, вызывающий укрепление национальной валюты — это, в случае России, уверенный шаг к усилению сырьевой зависимости.

Поэтому вопросы, связанные с голландской болезнью, остаются пока открытыми. Теоретически Европа для оплаты российского экспорта может занимать у России рубли, и европейский рублевый долг в таком случае может выступать как замена валютных резервов. Другой вариант, более реалистичный, — накопление резервов валютах третьих стран, например, юанях.

Еще вариант — расширение кредитования третьих стран. Причем, поскольку будет стоять задача избавить Россию от избытка экспортных доходов, то вопрос возвратности таких кредитов становится не приоритетным. В этой же логике находится и отмена некоторых ограничений на движение капитала, причем даже в одностороннем порядке.

Так что пока вопрос о том, куда будет стравливаться избыточная экспортная выручка, остается открытым.

Выводы.

1. Все прошедшие события не нарушили основного фактора поддержки рубля: значительного положительно сальдо по торговому балансу и счету текущих операций. Как следствие, если не реализуется сценарий устойчиво высокой инфляции, рубль не будет сильно слабеть к другим валютам.

2. Блокировка золотовалютных резервов, помимо прочего, лишила Россию возможности поставлять сырьевые товары в Европу со скрытым дисконтом в виде кредитования ее экономики через наращивание валютных резервов. Продажа нефти и газа без этого дисконта должны означать сильное укрепление рубля.

3. Россия может позволить себе сейчас резкое снижение физических объемов экспорта, причем нефтегазовые компании не обязательно от этого пострадают. Правительству достаточно будет сократить налоговую нагрузку на величину, которая ранее уходила в ФНБ.

4. Предложение по расчетам в рублях в текущих условиях решает массу проблем российских экспортеров. А необходимость покупки рублей европейскими импортерами газа может очень серьезно изменить расклад сил на валютном рынке.

Российский фондовый рынок

Андрей Кочетков, PhD, ведущий аналитик отдела глобальных исследований «Открытие Инвестиции»

25 марта завершился второй день торгов на российском рынке (после длительного перерыва, связанного с падением рынка в связи с СВО). Картина динамики торгуемых акций существенно отличается от первого дня возобновления работы. В лидерах остаются акции компаний с относительно понятными перспективами экспорта. В аутсайдерах, наоборот, компании, чьи перспективы (экспорта или продолжения работы) являются туманными.

По итогам торгов 25 марта индекс МосБиржи — 2484,13 п. (-3,66%), а индекс РТС — 829,62 п. (-2,7%). Объем сделок на основной секции Московской Биржи составил 49,167 млрд рублей, более чем в два раза ниже объема накануне.

В лидерах дня компании энергетического сектора, а также «ФосАгро». Бизнес «ФосАгро», по сути, является стратегическим для всего человечества и относится к категории неприкасаемых. В ООН говорят о высоких рисках голода в значительном числе стран; ситуацию усугубляет плохой прогноз по урожаю в Китае. Также среди лидеров бумаги «АЛРОСА», чья продукция, фактически, является компактной свободно конвертируемой валютой. Плюс к этому Бельгия как центр огранки алмазов не торопится отказываться от российских поставок.

Список аутсайдеров выглядит вполне обоснованным. Акции «Аэрофлота» возглавляют его второй день подряд. Компания на неопределенное время лишилась самых прибыльных маршрутов в Европу и Северную Америку, а также сталкивается с большими проблемами в отношении лизинга самолётов. Падение акций «Газпрома» связано в большей степени с перспективами снижения поставок в Европу и необходимостью очередных инвестиционных проектов в сфере соединения европейской и азиатской трубопроводной системы. Металлурги также лишаются европейских поставок, которые может прибрать себе Турция.

Пока потенциал снижения рынка не исчерпан. Вероятность падения ключевых бумаг на 10–25% всё ещё существует. Тем не менее, если рассматривать фондовый рынок в качестве объекта долгосрочных вложений, то при стабилизации после падения инвесторам имеет смысл рассмотреть вариант покупки.

Рубль может записать себе в актив прошедшую неделю. Высокие цены на сырьё, налоговый период и потенциал перехода на оплату российского экспорта рублями неуклонно укрепляют курс национальной валюты. Фактически, речь идёт о повышении статуса рубля до платёжного средства, так как с его помощью можно будет покупать различные товары, хотя речь пока идёт только о газовых контрактах. В течение дня курс доллара опускался почти до 92 рублей, а евро почти до 98 рублей.

Перспективы доллара

Евгений Коган, президент ООО «Московские партнеры», профессор ВШЭ

Саудовская Аравия заявила о том, что планирует перейти на расчеты за нефть в юанях. Это заявление было сделано на фоне того, что совсем недавно мы увидели достаточно серьёзную заявку на дальнейшую дедолларизацию мира. Потому возникает законный вопрос: сколько еще курилке — доллару США — жить?

Доживем ли до тех дней, когда доллар станет не основной резервной и расчетной валютой мира, но лишь одной из них? Ждать ли полной и всеобъемлющей додолларизации?

Мнений на этот счет — вагон и маленькая тележка. Одни утверждают, что финансовой гегемонии дяди Сэма пришел конец. Другие заявляют, что главной резервной валюте вообще ничего не угрожает. По нашему осторожному мнению, правда кроется в том, что говорить о смене парадигмы пока не приходится.

Да, использование юаня в международной торговле и в качестве резервного актива Центрального банка и вправду начало расти. Однако процент все еще остается низким. Главное: пока юань не является на 100% свободно конвертируемой валютой, говорить о том, что он может вытеснить доллар отовсюду, рановато.

Таким образом, вердикт остается прежним: доллару опасность не угрожает.

Как отмечается в статье Washington Post, во всем мире почти 3/5 частных банковских депозитов в иностранной валюте хранятся в долларах. Аналогичная доля корпоративных займов в иностранной валюте приходится на доллары. Ни один из показателей не показывает явных признаков снижения.

Международный валютный фонд также не считает неминуемым глобальный отказ от доллара, но прогнозирует, что страны по всему миру будут переосмысливать его долю в валютных резервах.

JPMorgan Asset Management, тем временем, отмечает, что найти достойную замену доллару будет крайне сложно.

Размер и вес крупнейшей в мире экономики не имеют аналогов, казначейские облигации по-прежнему являются одним из самых безопасных способов хранения денег, а доллар остается главным защитным инструментом.

И вот еще что неоднозначно. Если бы блокировка ЗВР России произошла только в долларах США, это заставило бы

очень многие страны всерьез задуматься о том, что в долларах держать свои авуары небезопасно. Однако, блокировка произошла не только в долларах. А значит, шансы на то, что держатели самых крупных резервов в мире будут переживать о долларовой составляющей, невелики.

То, что произошло, заставит многие страны в принципе провести ревизию своих взглядов на накопление средств в резервах. Резервы — штука отличная. Рейтинговые агентства их тоже очень любят. Но вот вопрос: не лучше ли было в такой ситуации больше тратить на внутреннее развитие? Или копить не только в валютах и золоте, но и в товарных запасах?

Я думаю, еще не один год после того, как сегодняшние события войдут в историю и мир вернется к своим ежедневным проблемам, экономисты и руководители многих стран будут пересматривать концепции и развития и накоплений. Уроки будут изучаться долго и тщательно.

А что касается доллара. Тут умничать особенно не нужно, все достаточно просто. Все изменится тогда, когда мы перестанем хранить свои накопления в американской валюте.

Состояние банковской системы России

Игорь Куличик, председатель совета директоров компании «Ямское Поле - Бизнес-парк для роста», член наблюдательного совета компании «Teghout Mining»

С начала СВО спрос граждан на наличные за два дня вырос до исторического максимума в 1,414 трлн рублей и продолжал лавинообразно расти. Банк России удовлетворял все запросы банков на наличность, грузил рубли буквально тоннами и к 5 марта общий прирост кэша в обращении составил невероятные 2,844 трлн рублей.

Одновременно со снятием наличных рублей граждане обнуляли валютное счета (особенно в подсанкционных бан-

ках). Если на начало 2022 года на руках у населения было — 86 млрд долларов, то к концу марта этот показатель приблизился к 100 млрд. Если учесть, что общий объем завезенной в Россию к февралю наличной валюты составлял порядка 50 млрд долларов, то получается, что население вынесло в ячейки и матрасы треть.

Если бы регулятор за прошедший месяц не сделал несколько резких и сильных, но своевременных шагов, то этот процесс рос бы как цунами и наша банковская система действительно бы обрушилась, как мечтал Спящий Джо. Но опыт прошлых лет кое-чему научил: вздёргивание ставки до 20% (о пользе, вреде и последствиях этого следует говорить отдельно), трансграничные ограничения на движения валюты, лимит на снятие наличных долларов, поддержание стабильной работы системы безналичных и карточных расчётов — всё это сбilo волну паники и страха.

Уже 6 марта россияне и бизнес начали возвращать наличные: их объем в обороте сначала уменьшился на «скромные» 25,4 млрд рублей, а затем темпы стали набирать обороты — всего за последние две с половиной недели объем наличных в обороте снизился на 1,48 трлн рублей, то есть половину из того, что сняли на эмоциях, вернули на счета в банках.

С валютой чуть сложнее, но установленный лимит в 10 тысяч долларов (при запасе нала в хранилищах на уровне — 36 млрд) позволит обналчить валютные счета 90 процентам вкладчиков (остальной крупняк, на долю которого приходится порядка 60% вкладов по сумме, сможет или конвертировать, или депонировать по хорошей ставке свои доллары и евро). Но учитывая общий мощный курс на дедолларизацию, в течении ближайших месяцев спрос на наличную валюту будет затухать сам.

Очевидно, что все введенные ограничения не способствуют расцвету экономики и финансов, но они быстро и эффективно стабилизировали финансовую систему страны и позволили

почти безболезненно пережить первую ударную волну от финансовой атомной бомбы, которую США и ЕС взорвали над нашей экономикой.

Устойчивость и доверие были возвращены быстро, но не многие осознают, что 80% успеха в этом достигнуто благодаря скромной грустной женщине, которую 80% нашего населения не любит и не понимает, но на интуитивном уровне чувствует, что пока Эльвира Сахипзадовна возглавляет Банк России, обещанного «blow up» не случится.

Золотовалютные резервы

Сергей Васильев, председатель совета директоров группы компаний «Русские фонды»

Можно ли все-таки хранить резервы внутри страны или обязательно их каким-то образом размещать за рубежом?

Такой вопрос возникает после разъяснений, которые дал Банк России, отвечая на критику из-за заморозки части золотовалютных резервов. «Хранить резервы внутри страны или потратить их внутри страны — это все равно что не иметь никаких резервов, вообще никакой защиты от внешних кризисов. Так наша страна жила в 1992–1999 годах. Тогда она была беззащитна перед внешними угрозами, это был практически непрекращающийся финансовый кризис. Именно поэтому Центральный банк стремится накапливать резервы в хорошие времена и формировать структуру резервов таким образом, чтобы она позволила отреагировать на разные типы кризисов».

Вот так прокомментировал российский Центральный банк свою позицию. Мол, поэтому, он размещал ЗВР в золото, доллары, евро и юани. И около половины этих ЗВР (те, что в долларах и евро) оказались заморожены внешними санкциями, поскольку находились на корреспондентских счетах в западных банках.

Но при этом ЦБ тут же откомментировал, что сам применил зеркальную меру, введя ограничение на движение ка-

питала и запрет на вывод иностранными инвесторами средств из России, парировав таким образом заморозку Западом наших ЗВР. В этом зеркальном действии и кроется ответ на вопрос, можно или нет хранить резервы внутри страны?

Все-таки, оказывается, можно!

Меры валютного контроля и ограничения на движение капитала — суть та же мера, тот же инструмент борьбы с внешними шоками, как и хранимые где-то на Западе ЗВР. Оказывается, даже не имея внешних накоплений, можно было и раньше вот так контролировать и ограничивать движение спекулятивного внешнего капитала, в моменты внешних шоков и кризисов.

Сегодня на Западе арестованы 300 млрд долларов, накопленных Россией валютных резервов, тех самых резервов, которые мы по логике ЦБ хранили там для борьбы с возможными внешними шоками. Именно хранили на Западе, а не пустили на внутренние инвестиции или развитие в предыдущие десятилетия.

Что такое 300 млрд долларов?

Это полностью газифицированная центральная Россия плюс одновременно построенные дороги и мосты по всей стране. Это миллионы квадратных метров жилья и другой инфраструктуры. А мы просто держали их на Западе, что бы они нас могли как-то «защитить».

Но в момент реального геополитического шока оказалось, что нас защитили не эти внешние резервы, а именно меры валютного контроля и ограничения на движение капитала, которые мы могли бы применить, и не имея внешних накоплений. Согласитесь, что сейчас мы бы выглядели куда как сильнее и спокойнее, если бы у нас, вместо арестованных резервов на Западе, внутри были построены все дороги и газифицированы все села и города.

В общем, наш Центральный Банк все-таки путается в показаниях, скорее хочет объяснить свои вчерашние ошибки. Но по крайней мере, урок им выучен, и он уже понимает, что бороться с шока-

ми можно иначе, чем тупо накапливая резервы на внешних корреспондентских счетах.

Но пойдём дальше. Есть ли еще какие-то способы и инструменты хранения резервов внутри страны?

Да. Они есть. Золото как один из очевидных инструментов накопления и хранения внутри страны — первый пример. Мы сами добываем золото внутри страны и можем его хранить внутри. Но мы добываем не только золото, но и массу иных металлов, руд и прочих ресурсов, которые имеют биржевую цену на внешних рынках. А значит, можно накапливать в резервах не только золото, но и: алмазы, алюминий, никель, молибден, вольфрам. Можно и руду, и уголь.

Для этого есть Госрезерв.

Сегодня Госрезерв уже покупает и хранит какой-то минимальный объем ресурсов. Но в шоковые моменты объемы закупок в Госрезерв можно было бы увеличить в разы, в десятки или сотни раз, компенсируя для экспортеров падение экспорта, из-за возможного эмбарго или временного нарушения логистических цепочек. И тогда структура активов баланса нашего ЦБ была бы не в евро/долларах/юанях и золоте, а еще и в металлах, рудах, зерне и прочее и прочее.

Понятно, что нельзя скупать в госрезерв скоропортящиеся товары (типа продовольствия), но металлы, руду, уголь, удобрения и отчасти нефть — вполне.

Этим мы полностью скомпенсировали бы частичное эмбарго или падение экспорта и защитили наши резервы. Которые бы хранились внутри страны, а не во вне!

В общем, Правительству и Центральному банку есть еще над чем подумать... ■



Александр Трегуб

к.э.н. начальник аналитического управления НАУФОР

Большое падение¹

На дальний план ушли еще недавно сверхактуальные темы типа экологической или «ковидной». Их место заняла украинская повестка

24 февраля Россия начала специальную военную операцию на Украине, первым следствием которой стали санкции, введенные США и ЕС. Для российских финансовых рынков такой поворот событий стал шоком и вылился в обвал рыночных котировок отечественных ценных бумаг и резкий рост курсов иностранных валют.

Банк России был вынужден предпринимать экстренные меры по поддержанию финансовой стабильности, в том числе приостановить биржевые торги. Все это оказало сильное негативное влияние на рынок коллективных инвестиций. Была нарушена непрерывность операционной деятельности управляющих компаний. Стоимость чистых активов ОПИФ снизилась на 18,5%, а БПИФ — на 5,8%. Зафиксирован вывод средств из ОПИФ на 10,4 млрд рублей.

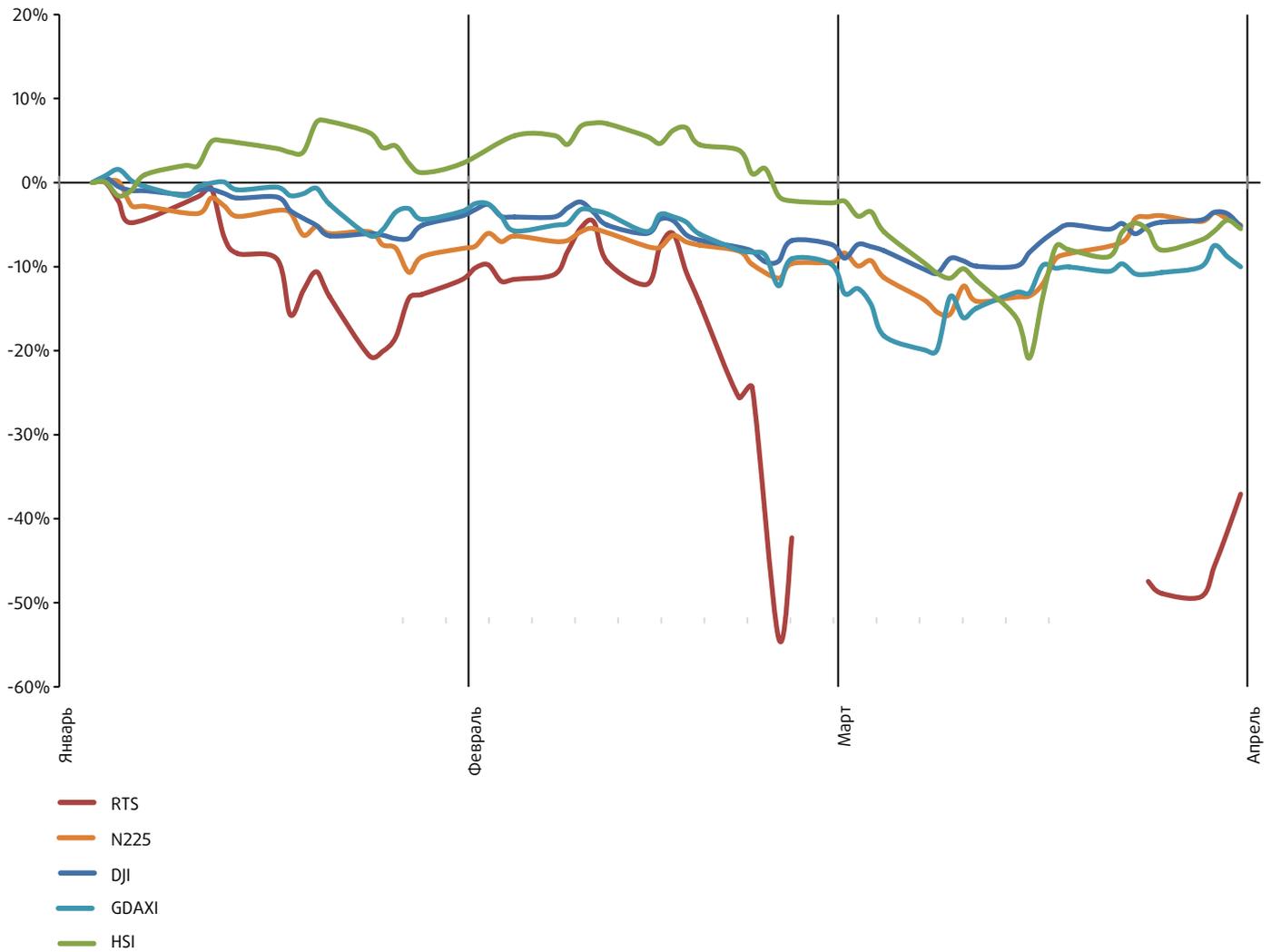
Мировой и локальный рынки

К началу 2022 года мировая экономика подошла не в лучшей форме. Отмечаются замедление темпа роста и повышенная инфляция. По планете все еще ходит коронавирус, уже в версии «Омикрон». Эти

факторы очевидным образом сказываются на состоянии фондовых рынков.

Известные международные индексы показывали в течение первого квартала 2022 года крайне вялую, околонулевую динамику. До определенного момента то же самое можно было сказать и о российском индексе РТС. Однако в третьей декаде февраля он вывалился из общего тренда и резко рухнул вниз: максимальная глубина падения относительно начала года превысила 46%. Банк России приостановил биржевые торги, и более 20 дней этот индекс не рассчитывался; торги возобновились только в конце марта и на низких уровнях. Такое аномальное поведение связано с резким обострением событий на Украине, речь о которых пойдет чуть ниже.

Рис. 1. Динамика изменения индексов RTS, NIKKEI 225, Dow Jones, DAX и Hang Seng в 2022 году



Источники: «Московская биржа», Investfunds.ru
 Данные приведены в нормированном виде относительно 03.01.22

Табл. 1. Доходность фондовых индексов акций², %

Период	RTS	DJI	HSI	GDAXI	N225	IMOEX
YTD18	-12,0	-7,0	-15,9	-19,8	-14,9	12,3
YTD19	44,9	25,8	12,5	27,2	18,2	28,6
YTD20	-11,3	6,9	-4,3	3,8	16,0	6,9
YTD21	12,0	20,2	-14,8	15,7	5,6	13,0
YTD22	-37,1	-5,2	-5,5	-10,0	-5,1	-29,8
1Q22	-37,1	-5,2	-5,5	-10,0	-5,1	-29,8

Источник: расчеты НАУФОР.

Табл. 2. Доходность фондовых индексов облигаций, %

Период	RGBI TR	СBI TR
YTD18	1,65	4,08
YTD19	19,87	14,18
YTD20	8,35	8,04
YTD21	-5,14	-0,42
YTD22	-12,30	-10,10
1Q22	-12,30	-10,10

Источник: расчеты НАУФОР.

Все анализируемые международные фондовые индексы завершили первые три месяца 2022 года с отрицательным результатом: от минус 10,0% (GDAXI, ФРГ) до минус 5,2% (DJI, США). Индекс RTS показал результат, близкий к катастрофическому: минус 37,1%.

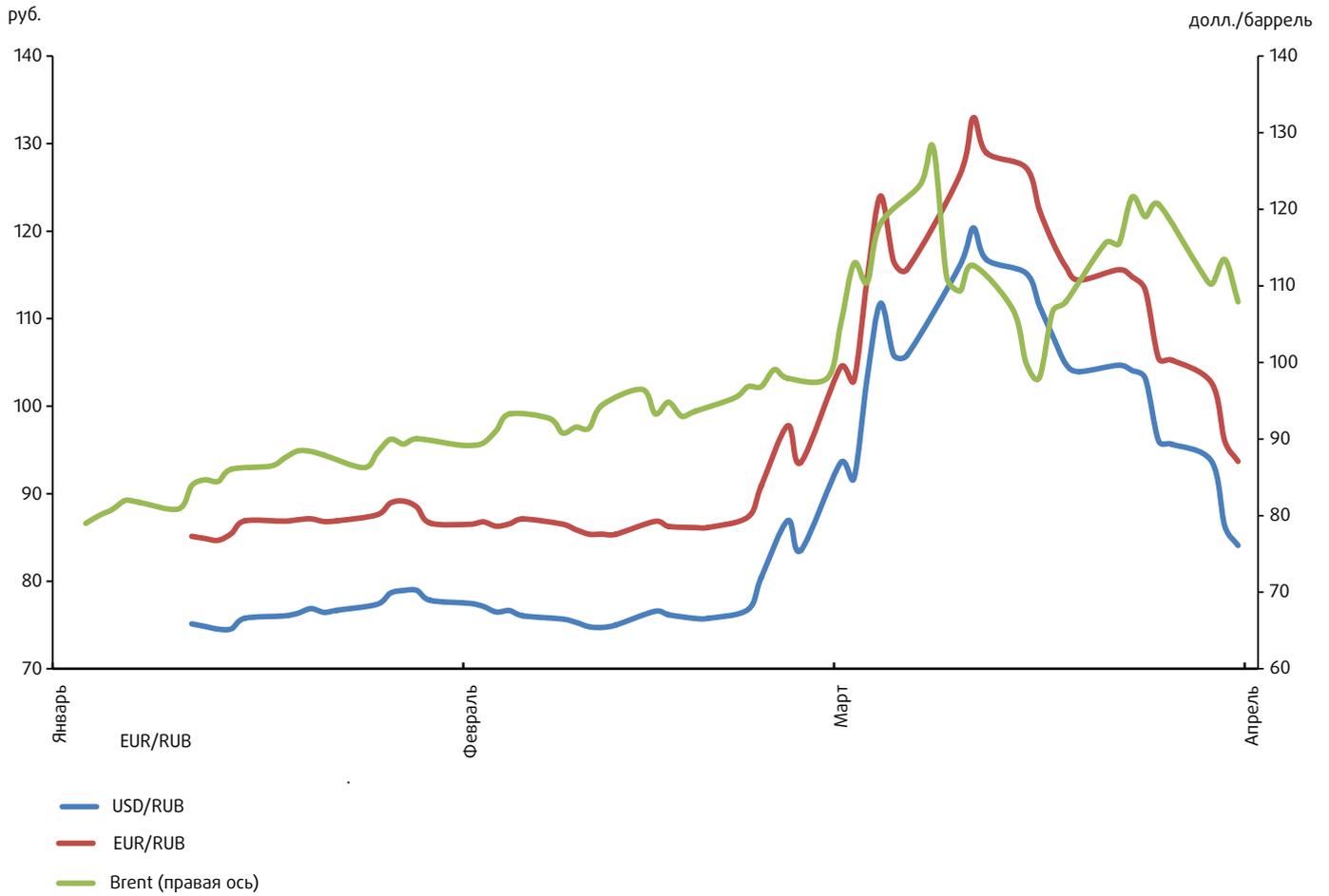
Для отечественного индекса Московской биржи (IMOEX), рассчитываемого в национальной валюте, впечатляющие результаты конца прошлого года, когда он раз за разом пробивал исторические максимумы, остались в прошлом. Этот индекс в то же время и по тем же причинам, что и индекс RTS, обвалился и не рассчитывался. Первый квартал IMOEX завершил в глубоко отрицательной зоне: минус 29,8%.

В течение первых трех месяцев 2022 года Банк России поднимал ключевую ставку дважды. Первый раз — 11 февраля, до 9,50%, и это было восьмое подряд повышение с начала 2021 года. Всего ставка выросла за этот период на 5,00 п.п. Вторая корректировка носила чрезвычайный характер и произошла 28 февраля, когда биржевые рынки были уже закрыты. Тогда ключевая ставка увеличилась сразу до 20,00%.

Как и в случае с индексами акций, индекс корпоративных облигаций (МСХ СBI TR) и индекс государственных облигаций (МСХ RGBI TR) резко снизились 24 и 25 февраля. МСХ СBI TR — на 9%, МСХ RGBI TR — на 22%. Доходность к погашению для обоих индикаторов приблизилась к 15%. С 28 февраля торги облигациями были приостановлены и возобновились 21 марта для государственных облигаций, а через неделю, 28 марта, — для корпоративных. Уровни цен облигаций после возобновления торгов остались без особых изменений.

Если смотреть в целом, доходность за квартал для инвесторов в корпоративные облигации составила минус 10,10%, а для тех, кто вложил в государственные облигации — минус 12,30%. Доходности к погашению после первого квартала — 12,39% и 16,23% соответственно.

Рис. 2. ДИНАМИКА ИЗМЕНЕНИЯ КУРСА ДОЛЛАРА, КУРСА ЕВРО И ЦЕНЫ НА НЕФТЬ МАРКИ BRENT В 2022 ГОДУ



Источники: Банк России, НАУФОР, Investfunds.ru

В течение первого квартала 2022 года динамика цены на нефть оставалась весьма неустойчивой и подверженной внешнему влиянию. Так, с конца февраля начался резкий рост, и максимального значения в 127,9 дол/баррель цена достигла 8 марта. К концу месяца произошел небольшой спад, квартал завершился на уровне 107,9 дол/баррель. Всего с начала года нефть подорожала на 36,6%.

Курсы основных валют также вели себя нестабильно. Доллар США резко пошел в рост и 11 марта достиг 120,4 рублей, но в конце квартала опустился до 83,4 рублей. За квартал американская валюта прибавила 11,9%. Евро в целом повторил динамику доллара: 11 марта курс составлял 132,9 рублей, к концу квартала — 92,5 рублей, изменение за квартал — 10,1%.

Информационный фон в течение первых трех месяцев 2022 года изменился кардинально. На дальний план ушли еще недавно сверхактуальные темы типа экологической или «ковидной». Их место заняла украинская повестка.

В конце прошлого года между РФ, США, ЕС и НАТО происходили активные дипломатические контакты в связи с требованиями российской стороны об отказе от вовлечения в блок НАТО государств, входивших в состав СССР, и о демилитаризации приграничных областей. Но они не вылились в юридически обязывающие договоры. 19 января 2022 года Государственная дума РФ приняла обращение к президенту РФ о признании международной субъектности двух отделившихся регионов Украины — ДНР и ЛНР. 21 февраля глава государства подписал указы о признании ДНР и ЛНР, а также заключил с республиками договоры о дружбе, сотрудничестве и помощи. А утром 24 февраля заявил о начале проведения специальной военной операции на Украине, в связи с ситуацией в Донбассе.

Развернулись полномасштабные военные действия с привлечением тяжелых систем вооружения, авиации, флота и ракетных комплексов. Несмотря на переговоры при посредничестве ино-

странных государств, боевые действия продолжаются и привели к жертвам и разрушениям. Из Украины начался исход беженцев. По имеющимся оценкам, страну уже покинуло около 3,5 млн человек. Около 3 млн ушло на запад, в приграничные страны, порядка 0,5 млн — на восток, в Россию.

Концентрация вооружений и военной техники по обе стороны российско-украинской границы еще с ноября прошлого года была предметом озабоченности политиков и темой переговоров. Но мало кто предполагал, что все это закончится прямым военным столкновением. Для наших финансовых рынков такой поворот событий стал настоящим шоком и спровоцировал обвал котировок российских ценных бумаг, а также взрывной рост курсов иностранных валют относительно рубля. Банк России был вынужден предпринимать экстренные меры по поддержанию финансовой стабильности, в том числе приостановить биржевые торги и резко повысить ключевую ставку.

Заявления западных стран и их объединений, в первую очередь США, Великобритании и ЕС, о том, что в случае военных действий против России будут введены беспрецедентные санкции, оказались не пустой угрозой. Под санкции попал государственный долг, Банк России и его валютные резервы, несколько крупнейших российских банков — как с государственным участием, так и частных. Оказались отключенными системы банковских транзакций и платежных сервисов, появились серьезные ограничения в учете и торговле иностранными ценными бумагами. Российские компании закрывают программы депозитарных расписок и покидают зарубежные биржи. Возникли сложности в сделках с валютой.

Персональные санкции коснулись как высших должностных лиц государства и членов их семей, так и крупных российских предпринимателей, которых почитали близкими к руководству страны. В санкционных списках также оказались некоторые российские журналисты и

руководители СМИ. Россию исключили из Совета Европы, делаются попытки исключить ее из других международных организаций и объединений.

Из нашей страны начали уходить иностранные промышленные и торговые компании, а также предприятия общественного питания. Приостановили деятельность международные аудиторские организации и рейтинговые агентства. Иностранные граждане выходят из органов управления российских компаний, отечественные ценные бумаги исключаются из международных фондовых индексов. В общественном мнении большинства стран Европы и Северной Америки специальная военная операция РФ в отношении Украины не поддерживается. Началась дискриминация российского спорта и культуры, науки и образования, граждане России почувствовали на себе, что такое современная форма остракизма — «культура отмены» (cancel culture). Вместе с тем внутренняя протестная активность оказалась незначительной и ограничивается одиночными или локальными акциями.

Остается проблемой и пандемия: очередной пик заболеваемости COVID-19 пришелся на середину февраля, затем наметился спад. Как следствие, многие ограничения стали отменяться, — в том числе ношение масок в общественных местах, использование QR-кодов и обязательные требования по переводу работников на удаленный режим. Статистика заболевших и ушедших из жизни постоянно растет. В мировом масштабе, по имеющимся оценкам, заболело 495 млн человек, умерло 6,2 млн. В России насчитывается 17,7 млн заболевших и свыше 360 тысяч умерших.

Рост инфляции, зафиксированный в прошлом году, ускорился. По последним официальным данным, в марте 2022 года в месячном выражении она составила 7,61% м/м, а в годовом выражении — 16,69% г/г. Основной вклад в инфляцию внес рост цен на непродовольственные товары при значительном удорожании легковых автомобилей, электротоваров

и других бытовых приборов. На продовольственные товары цены выросли на 6,73% м/м. На этом фоне индексация пенсий и других социальных пособий на 8,6%, осуществленная по итогам 2021 года, уже не представляется значимой.

Первые предварительные прогнозы говорят, что последствиями санкций по итогам года станет падение ВВП страны на 8–10%, инфляция достигнет 20%.

Коллективные инвестиции

События последнего времени серьезно ударили по индустрии коллективных инвестиций. Из-за отсутствия биржевых торгов стало невозможно рассчитывать стоимость чистых активов (СЧА) многих фондов, в первую очередь открытых. По нашим оценкам, уже на следующий рабочий день после «заморозки» российских бирж расчет СЧА прекратился в более чем 85% ОПИФ. Как следствие, управляющие компании вынуждены были приостановить выдачу, обмен и погашение паев этих фондов.

Само собой разумеется, что в конце февраля прекратились и сделки с паями БПИФ. К исходу первого квартала возможность проводить операции появилась лишь в 25 таких фондах (20% от общего числа действующих БПИФ). Сохраняются проблемы с фондами, в активах которых находятся иностранные ценные бумаги.

В связи с этим данные по первому кварталу приводятся на 25 февраля 2022 года.

Стоимость чистых активов ОПИФ составила 750,6 млрд рублей. С начала года она уменьшилась на 170,1 млрд рублей (на 18,5% в относительном исчислении) и вернулась к уровню годичной давности.

Отличия в относительных потерях для разных специализаций фондов незначительны. Поэтому концентрация ОПИФ по стоимости чистых активов практически не изменилась. На долю десяти наиболее крупных фондов пришлось 38,6% от суммарной СЧА (в начале года — 41,9%), в том числе на самый большой фонд — 5,6% (в начале года — 5,8%). Вместе с тем количество крупных фондов (СЧА более 1 млрд

ТАБЛ. 3. **СТОИМОСТЬ ЧИСТЫХ АКТИВОВ ОТКРЫТЫХ ПИФ, МЛН РУБЛЕЙ**

СПЕЦИАЛИЗАЦИЯ	31.03.2021	30.06.2021	30.09.2021	31.12.2021	25.02.2022
Акции (в т.ч. индексные)	209 676,55	257 965,74	301 474,55	338 031,33	279 356,95
Облигации	361 386,14	341 242,77	322 671,68	284 364,69	244 812,32
Смешанный	153 880,02	199 756,67	244 036,62	267 496,51	209 120,58
Денежный	5 638,83	5 327,16	2 205,49	639,96	920,16
Иная/не определена	26 568,28	28 758,06	29 305,73	30 218,21	16 439,28
Всего	757 149,82	833 050,40	899 694,07	920 750,70	750 649,29

Источники: Банк России, НАУФОР, Investfunds.ru

ТАБЛ. 4. ПРИВЛЕЧЕНИЕ СРЕДСТВ ОТКРЫТЫМИ ПИФ, МЛН РУБЛЕЙ

СПЕЦИАЛИЗАЦИЯ	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22
АКЦИИ (В Т.Ч. ИНДЕКСНЫЕ)	29 629,47	38 398,05	32 875,60	43 166,09	10 157,57
ОБЛИГАЦИИ	7 792,41	-18 427,83	-20 358,35	-36 300,84	-17 547,83
СМЕШАННЫЙ	29 701,68	38 268,91	35 710,99	30 930,70	-3 468,88
ДЕНЕЖНЫЙ	-245,07	-351,02	-3 156,86	-1 575,89	261,28
ИНАЯ/НЕ ОПРЕДЕЛЕНА	5 964,58	2 465,97	1 370,35	-408,89	191,89
Всего	72 843,07	60 354,08	46 441,73	35 811,17	-10 405,97

Источники: Банк России, НАУФОР, Investfunds.ru

ТАБЛ. 5. ДОХОДНОСТЬ ОТКРЫТЫХ ПИФ УТД 1Q 22, %

СПЕЦИАЛИЗАЦИЯ	МИН.	МАКС.	МЕДИАНА
АКЦИИ	-48,00	31,19	-24,86
ОБЛИГАЦИИ	-18,24	13,72	-6,99
СМЕШАННЫЙ	-33,76	15,75	-21,31
ДЕНЕЖНЫЙ	-0,12	15,49	1,08

Источники: Банк России, НАУФОР, Investfunds.ru

руб.) снизилось до 95 (37,1% от общего числа). К началу января таких фондов было 99 (38,8% от общего числа).

В первом квартале 2022 года впервые за три года зафиксировано отрицательное сальдо привлечения: минус 10,4 млрд рублей. Наибольший отток — в фондах облигаций.

В сравнении с предыдущим годом отмечается незначительный объем привлечения средств в фонды акций. Итоги привлечения среди сформированных ОПИФ разнятся. 59% фондов показали отрицательный или нулевой результат (кварталом ранее — 30%), а 41%, соответственно, положительный. Более 100 млн рублей привлекли 22 фонда (8,6% от общего числа), кварталом ранее — 41,6%. Среди ПИФ, показавших отрицательное сальдо привлечения, более 100 млн рублей потеряли 42 фонда (16,4%), кварталом ранее — 9,1%. Максимальный объем привлеченных в один фонд средств с начала года составил 3,7 млрд рублей, максимальный объем выведенных — 2,9 млрд рублей.

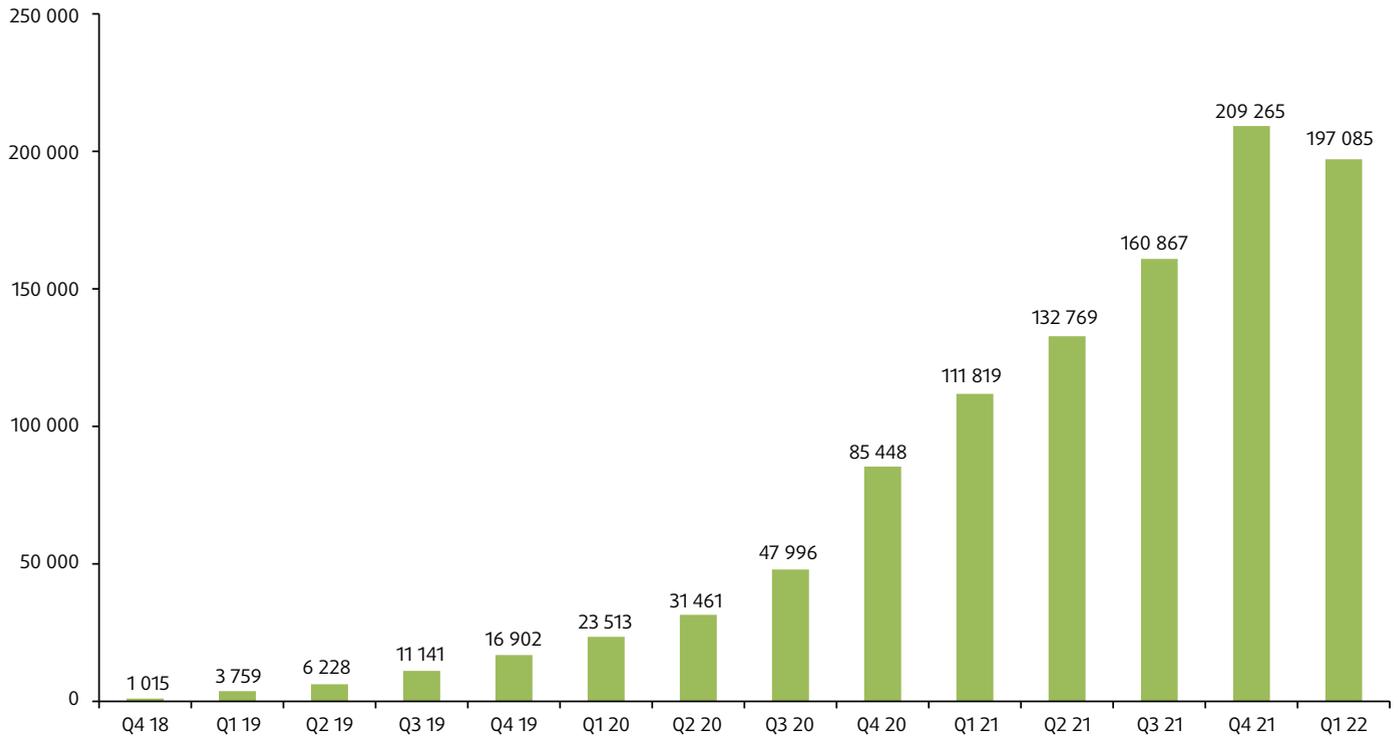
Доходность открытых ПИФ в значительной степени определяется специализацией фонда и подходами к управлению портфелем.

В первом квартале 2022 года впервые за три года доходность ОПИФ акций на медианном уровне оказалась отрицательной: минус 24,9%. Впрочем, выделяются фонды, ориентированные на сырьевые активы и драгметаллы, с доходностью 20–30%. ОПИФ, инвестирующие в нес сырьевые активы, напротив, показали отрицательные результаты.

Не порадовали пайщиков и фонды облигаций: медианное значение доходности составило минус 6,9%. Ощутимые потери понесли фонды, инвестирующие в государственные долговые бумаги.

Фонды денежного рынка — единственная специализация ПИФ, которая практически никогда не приносит инвесторам убытков. И в этот раз в кризисных условиях медианное значение доходности оказалось положительным и составило 1,1%.

Рис. 3. СЧА БПИФ, млн руб.



Источники: Банк России, Investfunds.ru

Табл. 6. Аннулирование лицензий управляющих компаний 1Q 22

	Наименование УК	Основание для аннулирования
1	ООО «УК «Сибиряк»	Заявление об отказе от лицензии
2	ООО «УК «Мои финансы»	Аннулирование лицензии за нарушения
3	АО «УК «МЕРИДИАН»	Заявление об отказе от лицензии

Источники: Банк России

Табл. 7. Выдача лицензий управляющих компаний 1Q 22

	Наименование УК	Регион
1	ООО УК «РусКапитал»	г. Санкт-Петербург
2	ООО УК «БРЕСТ КАПИТАЛ»	г. Москва
3	ООО «УК «Лекс АМ»	г. Санкт-Петербург
4	ООО «Молния»	г. Москва
5	ООО «УК «ПЛАЗА ДЕВЕЛОПМЕНТ»	г. Москва

Источники: Банк России

В 2019–2021 годах отечественные биржевые ПИФ развивались очень интенсивно, квартальный рост СЧА составлял десятки процентов.

По очевидным причинам в первом квартале 2022 года отмечается падение стоимости чистых активов БПИФ на 5,8%, до 197,1 млрд рублей.

Инфраструктура рынка

Согласно данным Банка России на конец марта 2022 года, 261 компания имеет лицензию управляющей компании (в начале года — 259). За первый квартал Банк России аннулировал три лицензии УК: одну из них — за нарушения, две компании сдали лицензию добровольно.

Всего по состоянию на конец марта 2022 года насчитывается 2 027 зарегистрированных ПИФ (1 771 действующих). Из них 264 (256) — открытые, 46 (42) — интервальные, 1 592 (1 350) — закрытые и 125 (123) — биржевые. Рост количества действующих фондов за первый квартал составил 3,7%.

Таким образом, рынок ПИФ в основном (на 76%) представлен закрытыми фондами, и этот показатель стабилен в последние годы. Открытые фонды традиционно составляют около 14% от общего числа. По большей части (в 88% случаев) ЗПИФ предназначены для квалифицированных инвесторов. Такие пропорции остаются практически неизменными уже достаточно давно.

За первый квартал 2022 года зарегистрированы (согласованы) и внесены в реестр Банка России правила доверительного управления 102 фондов, сформировано 83 фонда, прекращено 54. Эта статистика мало отличается от данных предыдущего квартала.

Примечания

¹ Полностью обзор опубликован на сайте НАУФОР

² Здесь и далее доходность определяется по данным от первого до последнего торгового дня периода. □

НАУФОР



КОНФЕРЕНЦИЯ

**ОЧНЫЙ
ФОРМАТ**

КОМПЛАЕНС НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ 2022

Казань

Планируемая дата проведения —
вторая половина 2022 года

В ходе мероприятия планируется обсудить:

- вопросы надзорной практики и правоприменения;
- действующей нормативной базы и новых регулятивных подходов;
- роль СРО в надзорном процессе за участниками финансового рынка;
- типологии недобросовестных практик в области ПНИИИМР;
- типологии нарушений, выявляемых при проверках Банка России и НАУФОР;
- типологии подозрительных операций при совершении сделок с финансовыми инструментами.

**Участие для членов НАУФОР бесплатное.
Регистрация на сайте www.naufor.ru**



Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Удержались

Рынок ОФЗ, упав в первый день после возобновления торгов, восстановился к уровням середины февраля. После возобновления торгов Индекс РТС к концу апреля вырос на 15,4%, а индекс МосБиржи снизился на 1%

Рынок ОФЗ

Рынок облигаций федерального займа (ОФЗ) в течение первых месяцев 2022 года пережил довольно турбулентный период из-за обострения геополитической и санкционной ситуации вокруг России. Однако сектор смог выстоять и избежал массовых распродаж благодаря как рыночным (повышение ключевой ставки до 20% годовых), так и ограничительным мерам Банка России по стабилизации ситуации. Кроме того, поддержку рынку оказала готовность регулятора выкупать гособлигации, что было явно продемонстрировано в первый день торгов после трехнедельного перерыва. При этом уже в первой декаде апреля Банк России объявил

о внеплановом снижении ключевой ставки до 17% годовых, а в конце месяца участники рынка настроились на снижения ставки до 15-16% годовых на плановом заседании 29 апреля.

Последние торги в секторе рублевых гособлигаций перед трехнедельным перерывом прошли 25 февраля, причем в этот день доминировали позитивные коррекционные настроения после обвала предыдущего дня. В последний же день февраля Банк России в связи с принятием западными странами беспрецедентных антироссийских санкций принял решение о повышении ключевой ставки с 9,5% до 20% годовых, а также о временной приостановке торгов в фондовой секции «Московской

биржи». Таким образом, рынок ОФЗ не смог отыграть решение ЦБ о ставке в конце февраля; это произошло спустя три недели, когда на бирже возобновились торги рублевыми гособлигациями.

Пик падения рынка рублевого госдолга пришелся на первый час торгов 21 апреля, когда «Московская биржа» проводила торги в режиме аукциона открытия, в ходе которого были замечены крупные заявки на покупку ОФЗ. По мнению участников рынка, данные заявки выставил Центробанк с целью обозначения минимально допустимых ценовых уровней. По итогам аукциона открытия падение цен ОФЗ-ПД (с постоянной ставкой) составило от 1% до 32%, в то время как некоторые выпуски ОФЗ-ПК (с плавающей ставкой) подорожали.

Благодаря стабилизирующей роли крупных заявок на покупку на аукционе открытия практически с самого начала основных торгов на «Мосбирже» (13:00 МСК) котировки ОФЗ-ПД перешли к коррекционному росту и к концу сессии 21 марта отыграли часть утренних потерь. Таким образом, доходности ОФЗ-ПД перешли к снижению к уровням аукциона открытия, и если еще утром процентные ставки некоторых «коротких» бумаг немного превышали уровень ключевой ставки (20% годовых), то к концу торгов доходности всех

выпусков ОФЗ были уже ниже ставки Центробанка. При этом ОФЗ-ПК, как и инфляционные ОФЗ-ИН, по итогам первого торгового дня умеренно подорожали.

Как сообщила «Московская биржа», основной индикатора рынка гособлигаций — индекс RGBI — при открытии торгов снижался до 98,21 пункта (-9,4% к закрытию предыдущего торгового дня — 25 февраля), но по итогам дня отскочил до 102,45 пункта, сократив потери до 5,53% к закрытию 25 февраля. Совокупный объем торгов ОФЗ составил в этот день 13,8 млрд рублей, в том числе в рамках аукциона открытия — 2,6 млрд рублей. По итогам торгового дня 21 марта доходности ОФЗ со сроками погашения через 3 года составили 15,3% годовых, через 5 лет — 14,6% годовых, через 10 лет — 13,6% годовых.

Вместе с тем уже на следующий день, 22 марта, рынок рублевых гособлигаций продемонстрировал мощный отскок, практически полностью нивелировавший падение предыдущего дня. В этот день котировки большинства выпусков ОФЗ (всех типов) подросли на 0,5-7%. Ценовой индекс гособлигаций RGBI вырос за день на 4,94% — до 107,51 пункта, что было уже менее чем на 1% ниже уровня закрытия 25 февраля. Доходности «длин-

ных» ОФЗ-ПД к концу торговой сессии 22 марта опустились до 12,8-13,3% годовых, «коротких» — до 15-17,2% годовых.

Свою позитивную роль для рынка гособлигаций сыграли также и введенные еще в начале марта ограничения на операции с российскими активами и перечисления средств в пользу нерезидентов. Эти меры были приняты в ответ на объявленные Западом беспрецедентные санкции, включающие в том числе «замораживание» около половины международных резервов России. Иностранцам инвесторам было запрещено продавать ОФЗ и выводить средства из финансовой системы РФ. Сейчас нерезиденты из недружественных стран получают деньги на открытые им счета «С» и фактически не могут воспользоваться средствами. По мнению аналитиков, отмена запрета на продажу нерезидентами ОФЗ может быть синхронизирована с разблокировкой Западом валютных резервов ЦБ.

Справка. Счета типа «С» — это банковские счета, которые открываются в России для иностранных физлиц, юрлиц и банков. На них могут быть зачислены средства только в рублях по сделкам от продажи валюты, а также погашения или реализации ОФЗ и ГКО, ранее купленных нерезидентом. Иностранцы

имеют право перечислить по ним деньги на ограниченный круг операций, например, на покупку ценных бумаг Минфина, уплату налогов по доходам от них и ряд других.

Согласно данным ЦБ РФ, нерезиденты в феврале 2022 года снизили вложения в ОФЗ на 172 млрд рублей (или на 5,8%), до 2,782 трлн рублей. Объем рынка ОФЗ в феврале стал больше на 107 млрд рублей (или на 0,7%), увеличившись до 15,609 трлн рублей с 15,502 трлн рублей. Доля нерезидентов в ОФЗ на 1 марта уменьшилась до 17,8% с 19,1% на 1 февраля. Абсолютный максимум долевого показателя был зафиксирован 1 марта 2020 года — 34,9%. Спустя два года он стал меньше почти в 2 раза.

После четырехнедельного перерыва 28 марта возобновились торги рублевыми корпоративными и региональными облигациями в режиме основных торгов «Мосбиржи». Индекс доходности 30 наиболее ликвидных корпоративных бумаг IFX-Cbonds вырос в этот день до 18% годовых (дюрация — 1,4 года). Премия в доходности корпоративных облигаций к ОФЗ расширилась до 150–300 базисных пунктов для «первого эшелона» и 300–500 базисных пунктов для «второго эшелона» при среднем историческом значении 75 базисных пунктов для «первого эшелона» и 150 пунктов для «второго эшелона».

При этом в секторе ОФЗ в конце марта продолжились покупки, что привело к росту ценового индекса гособлигаций RGBI выше уровня до приостановки торгов. Активизация покупок проходила на фоне устойчивого тренда на укрепление рубля, сформировавшегося еще во второй декаде марта, что должно привести к снижению стоимости импортных товаров. Кроме того, снижение потребительской активности и переход населения к более экономному потреблению в условиях снижения реальных доходов

сформировали у инвесторов ожидания замедления инфляции и снижения ключевой ставки ЦБ РФ.

С целью обезопасить доходы страны от продажи экспортных товаров президент России Владимир Путин подписал указ о переводе расчетов за природный газ с недружественными странами на рубли. Таким образом, Россия с 1 апреля ввела новую систему расчетов за поставляемый в «недружественные страны» природный газ. Ключевая роль в ней отведена Газпромбанку, где покупатели газа будут открывать специальные счета и зачислять на них валюту, которую затем банк продаст на «Московской бирже». При этом указ допускает исключения из новой системы, решения по которым будет принимать правительственная комиссия по иностранным инвестициям.

Усиление восстановительного роста ОФЗ

После бурного роста в конце марта в начале нового месяца котировки рублевых облигаций перешли к коррекционному снижению, чему способствовали в том числе ухудшение новостного фона по Украине, риски объявления новых антироссийских санкций, а также нестабильность мировых долговых рынков. По итогам торгов 4 апреля доходность ОФЗ выросла на 15–70 базисных пунктов, при этом более сильные продажи проходили в среднесрочных и «длинных» бумагах.

Глобальные инвесторы оценивали протокол мартовского заседания Федеральной резервной системы США. Руководители Федрезерва сигнализировали о готовности начать сокращение активов на балансе, достигших 8,9 трлн долларов, на 95 млрд в месяц. При этом в 2017–2019 годах ЦБ продавал бумаги более умеренными темпами — по 50 млрд долларов в месяц. Кроме того, многие члены ФРС полагают, что повышение ставки сразу на 50 базисных пунктов на одном или нескольких пред-

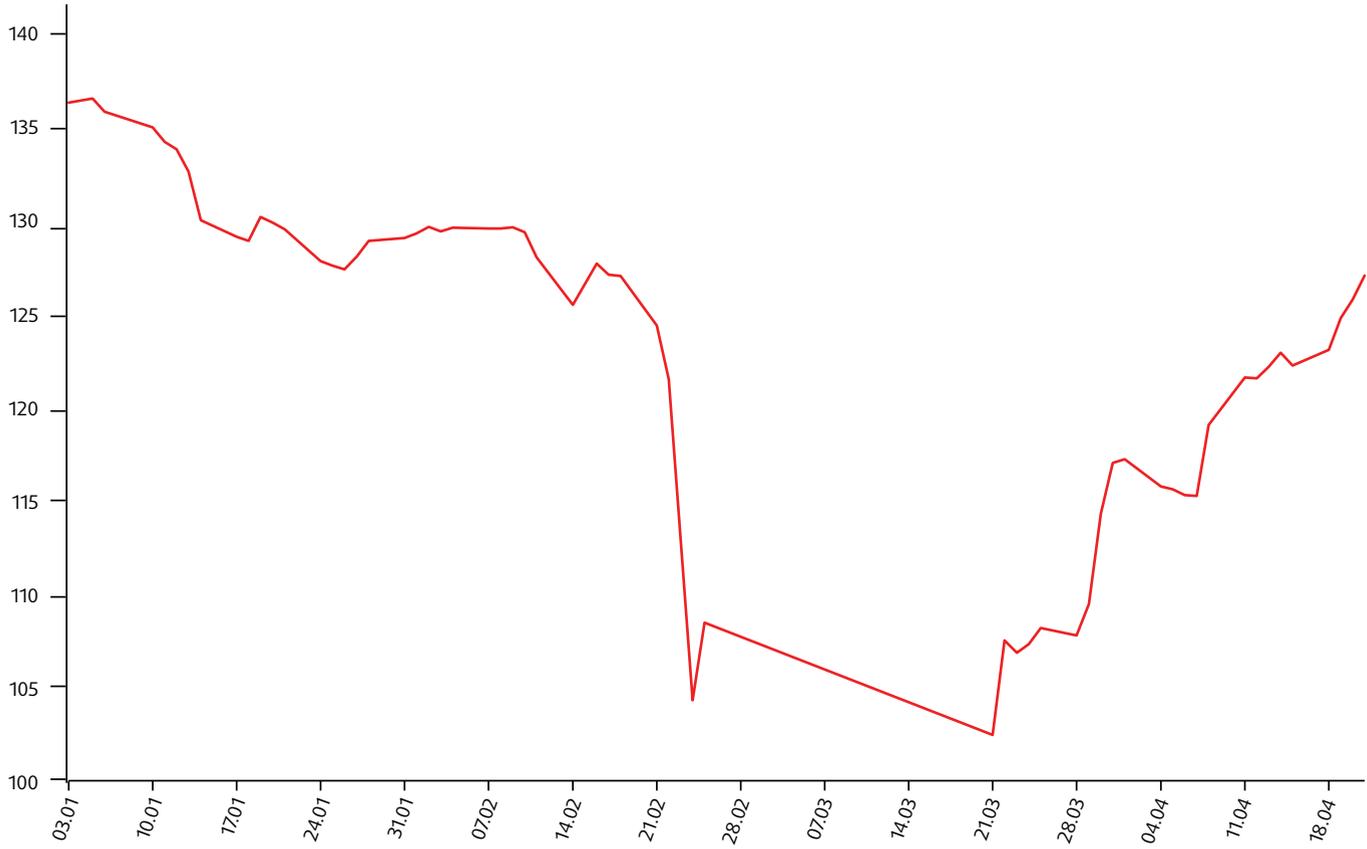
стоящих заседаниях будет оправданным, если инфляция в США не начнет снижаться.

Аналитики Deutsche Bank заявили о возможности рецессии в США в 2023 году из-за увеличения стоимости кредитования. По их мнению, американский ЦБ будет повышать ключевую ставку на 0,5 процентного пункта на трех следующих заседаниях, и к середине 2023 года ее размер превысит 3,5% годовых. Кроме того, к концу следующего года Федрезерв сократит объем активов на своем балансе почти на 2 трлн долларов с текущих 8,9 трлн, прогнозируют эксперты. Для денежно-кредитной политики это эквивалентно еще 3–4 повышению ставки на 0,25 процентного пункта. В Deutsche Bank прогнозируют также, что к лету 2023 года американский фондовый рынок упадет на 20%.

Коррекционное снижение в секторе рублевых гособлигаций было непродолжительным и уже в конце первой декады апреля инициатива на рынке вновь перешла к покупателям. Цены ОФЗ, умеренно подраставшие в начале торгов 8 апреля, усилили рост после решения ЦБ РФ внепланово снизить ключевую ставку сразу на 300 базисных пунктов — до 17% годовых. В результате доходность ОФЗ снизилась за день на 90–130 базисных пунктов, для десятилетних бумаг она опустилась до 10,95% годовых. При этом сформировавшиеся на рынке уровни доходностей (максимальная процентная ставка опустилась до 13,5% годовых) говорили о том, что инвесторы ожидают дальнейшего снижения Банком России ключевой ставки на ближайших заседаниях.

Внешние условия для российской экономики остаются сложными и значительно ограничивают экономическую деятельность, считает регулятор. Риски для финансовой стабильности сохраняются, хотя сейчас и перестали нарастать, в том числе благодаря при-

Рис. 1. Динамика индекса гособлигаций RGBI с начала 2022 года



нятым мерам по контролю за движением капитала. Годовая инфляция продолжит возрастать в силу эффекта базы, полагает ЦБ. При этом он подчеркнул, что последние недельные данные указывают на существенное замедление текущих темпов роста цен, в том числе благодаря динамике обменного курса рубля.

Следующее заседание совета директоров Банка России, на котором будет рассматриваться вопрос об уровне ключевой ставки, запланировано на 29 апреля. Дальнейшие решения по ключевой ставке ЦБ будет принимать, исходя из оценки рисков со стороны внешних и внутренних условий, реакции на них финансовых рынков и с учетом фактической и ожидаемой динамики инфляции относительно цели, развития экономики на прогнозном горизонте. При этом Банк России допускает возможность продолжения снижения ключевой ставки на ближайших заседаниях.

Кроме того, в качестве драйверов роста рынка выступили такие факторы, как улучшение ликвидной позиции банковского сектора и снижение ставок по депозитам в банках. За неделю российские банки сократили задолженность перед ЦБ РФ с 3,9 до 2,3 трлн рублей, при этом сектор вернулся в состояние структурного профицита ликвидности (банки размещают в ЦБ больше средств, чем занимают), который превысил 1 трлн рублей. Учитывая комфортный уровень ликвидности, банки продолжают снижение ставок по депозитам, а это, в свою очередь, будет стимулировать спрос на рублевые облигации как со стороны клиентов, так и самих банков (в силу удешевления ресурсной базы).

В дальнейшем поддержку котировкам ОФЗ оказали заявления главы Минфина РФ Антона Силуанова о том, что ведомство в 2022 году не

планирует выходить как на внешний, так и на внутренний рынок заимствований. «Мы в этом году не планируем выход на внутренний рынок или внешние рынки. Это бессмысленно, потому что стоимость таких заимствований была бы космической», — сказал министр. По словам Силуанова, Минфину сейчас «нет необходимости занимать на рынках». «Мы изменили бюджетную политику, и все доходы, которые поступают в бюджет, включая нефтегазовые и не нефтегазовые, являются источником для наших расходов и ресурсом для погашения обязательств как внутренних, так и внешних», — пояснил он.

Позитивным фактором для рынка ОФЗ стала также хорошая статистика по исполнению федерального бюджета. Федеральный бюджет России за январь-март был исполнен с профицитом 1,15 трлн рублей, в том числе в марте профицит составил 0,6 трлн рублей. Доходы бюджета в I квартале выросли на 35% в годовом выражении, расходы — на 20%. Профицит бюджета позволяет правительству обходиться без внешних и внутренних заимствований. Если во втором полугодии этого года баланс доходов и расходов ухудшится, то для финансирования расходной части бюджета и обслуживания госдолга могут быть использованы ресурсы Фонда национального благосостояния (ФНБ).

Опубликованные 13 апреля данные Росстата подтвердили ожидания ослабления инфляционного импульса. Недельная инфляция в РФ замедлилась до 0,66% (1,0% и 1,2% за две предыдущие недели), годовая инфляция выросла до 17,5%. Данные Росстата от 20 апреля показали, что недельный рост цен составил всего 0,2% по сравнению с 0,66% неделей ранее.

Во второй половине апреля позитивная динамика котировок ОФЗ

сохранилась в ожидании дальнейшего снижения ключевой ставки ЦБ РФ, на что постоянно намекали представители российского регулятора. Так, высказывания главы Центробанка Эльвиры Набиуллиной в ходе выступления в Госдуме относительно инфляции и экономики рынок воспринял как сигнал о намерении проводить стимулирующую денежно-кредитную политику. Чуть позже первый зампред Банка России Владимир Чистюхин повторил сигнал о возможности снижения ставки ЦБ РФ на ближайших заседаниях. В результате, инвесторы повысили ожидания снижения ключевой ставки на заседании 29 апреля до 15% годовых, то есть еще на 200 базисных пунктов (в середине месяца рынок был менее оптимистичен по поводу ставки и прогнозировал ее снижение до 15-16% годовых).

На этом фоне доходность «классических» выпусков ОФЗ резко снизилась, в результате чего почти вся кривая доходности стала приближаться к значению в 10% годовых (исключение составили лишь бумаги с погашением в течение ближайшего года). Также резко сократился отрицательный наклон суверенной кривой благодаря переоценке инвесторами значений процентных ставок в среднесрочной перспективе. При этом индекс гособлигаций RGBI в ходе торгов 21 апреля смог подняться выше отметки 127 пунктов, выйдя тем самым на уровень середины февраля.

Торги акциями

Котировки российских акций после возобновления торгов в конце марта смогли удержаться от сильного падения, несмотря на высокие геополитические и санкционные риски. Индекс РТС за счет заметного укрепления рубля вырос чуть более чем за месяц на 15,4% — до 1081,52 пункта, а индекс МосБиржи снизился на 1%, до 2445,17

пункта. При этом даже динамика рублевого индикатора биржи за март-апрель может считаться вполне успешной, учитывая падение в этот период практически всех мировых фондовых рынков под давлением ожиданий ужесточения денежно-кредитной политики крупнейшими Центробанками, прежде всего ФРС США, для борьбы с инфляцией.

ВОССТАНОВЛЕНИЕ ТОРГОВ С ОГРАНИЧЕНИЯМИ

Торги российскими акциями на «Московской бирже», по решению ЦБ РФ, были возобновлены 24 марта после почти месячного перерыва. При этом в течение первых двух дней торговые операции можно было совершать лишь с 33 самыми ликвидными бумагами 30 эмитентов из расчета индексов МосБиржи и РТС (помимо акций, не входящих в основные индексы, торги не проводились с «индексными» бумагами иностранных эмитентов). А сама торговая сессия проводилась лишь с 9:50 до 13:50 МСК.

Спустя два дня к торгам были допущены все акции российских компаний, затем в список торгуемых инструментов были добавлены 10 иностранных ценных бумаг, входящих в индекс МосБиржи, а еще через день список пополнился ценными бумагами иностранных эмитентов, осуществляющих экономическую деятельность на территории России. Сама же торговая сессия вернулась к привычному времени для основной дневной сессии (с 9:50 до 18:50 МСК) с 31 марта. «Утренние» и «вечерние» торговые сессии, отмененные еще в конце февраля, до сих пор не возобновлены биржей.

С конца февраля Банк России принял ряд шагов для стабилизации финансовой системы страны. Так, например, были введены меры под-

держки банковского сектора (предоставление ликвидности в неограниченном объеме в первые дни после начала военной операции на Украине и в достаточном объеме в последующем), что позволило в том числе избежать паники среди населения. Также ЦБ РФ ввел послабление нормативов для банков, что позволило им высвободить часть капитала, повысил ключевую ставку до 20% годовых, сделав привлекательным размещение средств на депозитах. Также были приняты меры для поддержки реального сектора экономики и шаги по стабилизации ситуации на фондовом рынке (введен запрет на «короткие» продажи, возобновлены торги на рынке ОФЗ, ЦБ также заявил о готовности выкупать гособлигации на рынке для сдерживания падения цен). Были внесены послабления в некоторые акты и законы, позволяющие эмитентам самим выкупать свои акции на рынке для стабилизации ситуации. И наконец, были введены серьезные ограничения на операции с капиталом для нерезидентов.

Таким образом, к моменту возобновления торгов акциями и депозитарными расписками регулятор подготовил почву для того, чтобы избежать обвала, который вполне мог стать реальностью в условиях высоких геополитических рисков и санкционного давления Запада в отношении России из-за военной операции на Украине.

Рынок акций РФ на первых после месячного перерыва торгах 24 марта, вопреки опасениям многих аналитиков и участников рынка, вырос на бумагах сырьевых компаний на фоне благоприятной внешней конъюнктуры (нефть Brent поднималась в район \$122 за баррель). Индекс МосБиржи в начале торгов взлетел выше 2760 пунктов, но к закрытию торговой сессии скорректировался к 2580 пунктам. Лидерами повышения высту-

пили акции «ФосАгро» и «Роснефти». Из-за роста в ходе торгов стоимости отдельных бумаг более чем на 20% «Мосбиржа», согласно установленным правилам, проводила дискретные аукционы. Следующие два торговых дня рынок акций РФ провел под давлением негативных настроений без уверенной поддержки отечественных покупателей и отсутствия нерезидентов; индекс МосБиржи откатился к 2430 пунктам при высокой волатильности отдельных бумаг, при этом раллировали акции производителей удобрений.

В конце марта на российский фондовый рынок вернулись покупки благодаря улучшению внешней сырьевой конъюнктуры (подросли нефть и металлы) и некоторому ослаблению геополитической напряженности после состоявшихся в Стамбуле переговоров представителей России и Украины. Индекс МосБиржи подскочил выше рубежа 2700 пунктов, а индекс РТС превысил 1000 пунктов. На фоне наметившейся стабилизации ситуации на рынке Банк России принял решение отменить запрет на «короткие» продажи для участников клиринга по акциям, но с сохранением этого запрета для клиентов брокеров.

Российская сторона намерена сделать два шага для деэскалации ситуации на Украине, сообщил глава российской делегации Владимир Мединский после переговоров с украинскими коллегами. Мединский также отметил, что состоявшиеся переговоры были конструктивными. Замминистра обороны РФ Александр Фомин заявил, что военная активность на киевском и черниговском направлениях будет сокращена в целях повышения взаимного доверия и создания условий для дальнейшего ведения переговоров. Москва считает, что итоги переговоров с украинской стороной в Стамбуле стали позитивным продвижением вперед, констатирует наличие у Киева понимания того, что вопросы

Крыма и Донбасса закрыты окончательно, заявил глава МИД РФ Сергей Лавров.

Для того, чтобы обезопасить экспортные доходы от различного рода санкций, Россия объявила о введении с 1 апреля новой системы расчетов за поставляемый в «недружественные страны» природный газ. Ключевая роль в ней отведена Газпромбанку, где покупатели газа будут открывать специальные счета и зачислять на них валюту, которую затем банк продаст на МосБирже. Указ о переводе расчетов за природный газ с «недружественными странами» на рубли подписал президент РФ Владимир Путин. При этом указ допускает исключения из новой системы, решения по которым будет принимать правительственная комиссия по иностранным инвестициям.

Пик роста индекса МосБиржи пришелся на начало торгов 4 апреля, когда индикатор локально приближался к отметке 2835 пункта, после чего наметилась коррекция в рамках фиксации прибыли игроками, которую стимулировали ожидания новых антироссийских санкций. Госсекретарь США Энтони Блинкен в интервью телеканалу CNN заявил, что Соединенные Штаты постоянно обсуждают с союзниками дальнейшее ужесточение санкций против РФ и сообщил, что США вместе с союзниками продолжат передачу вооружений Украине.

Белый дом анонсировал включение в SDN List Сбербанка и Альфа-банка, что приведет к заморозке любых их активов, связанных с финансовой системой США, и запретит американским резидентам ведение бизнеса с ними. Также Белый дом объявил о введении президентским указом полного запрета на новые инвестиции в РФ. Великобритания также ввела санкции, в которые попала группа бизнесменов и банков из России (Сбербанк и Московский кредитный банк). Лидеры стран «группы семи» приняли решение

запретить новые инвестиции в «ключевые сферы» российской экономики, в том числе в сферу энергетики, также страны G7 «продолжат отсоединять российские банки от глобальной финансовой системы».

В конце первой декады апреля заметно упали в цене акции «АЛРОСА», негативно отреагировав на включение компании в санкционный список США. Санкции в отношении «АЛРОСА» ввели также Канада, Великобритания, Новая Зеландия и Багамы.

Совет ЕС принял пятый пакет санкций против РФ, предусматривающий запрет на экспорт из Евросоюза высокотехнологичной продукции и импорт ряда товаров из России, включая древесину, цемент, удобрения. Запреты на экспорт и импорт в стоимостном выражении составляют 10 млрд евро и 5,5 млрд евро, соответственно. Эмбарго на поставки угля из РФ в ЕС, предусмотренное пятым пакетом санкций против России, начнет действовать с августа 2022 года.

По сообщению Японии, в рамках новых санкций против РФ будут заморожены активы Сбербанка, Альфа-банка и примерно 550 россиян, также будет введен запрет на новые инвестиции в РФ. Кроме того, Япония планирует со временем отказаться от импорта российского угля.

Банк России 8 апреля неожиданно принял решение снизить ключевую ставку на 300 базисных пунктов — до 17% годовых. По сообщению регулятора, это внеплановое решение «отражает изменение баланса рисков ускорения роста потребительских цен, спада экономической активности и рисков для финансовой стабильности». В свою очередь Госдума РФ приняла закон, который позволяет Минфину на основании отдельных решений правительства приобретать за счет средств Фонда национального благосостояния (ФНБ)

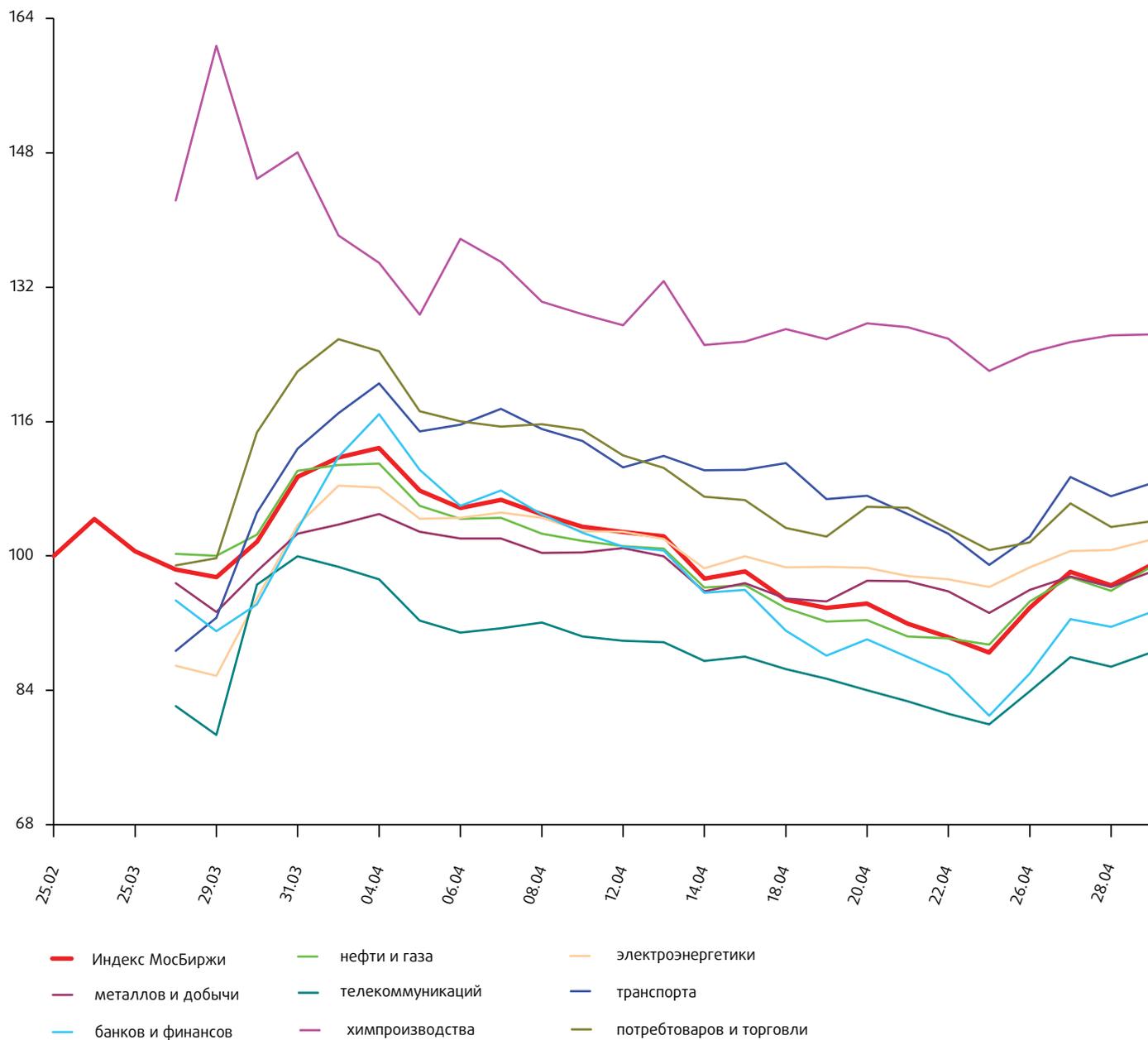
привилегированные акции кредитных организаций.

Также Госдума приняла закон, который запрещает размещать депозитарные расписки на ценные бумаги компаний РФ на иностранных площадках и обязывает провести делистинг уже существующих. При этом законодатели предусмотрели для российских эмитентов шанс остаться на биржах за рубежом, сохранив обращение депозитарных расписок. В частности, эмитенты могут попросить, чтобы законодательную норму в отношении них не применяли. Окончательное решение о принудительном делистинге будет за правительственной подкомиссией по контролю за осуществлением иностранных инвестиций.

Рынок акций РФ ускорил падение 14 апреля на фоне обострения ситуации на российско-украинской границе, а также из-за сохраняющегося санкционного давления на Россию в связи с ее военной операцией на Украине. Индексы МосБиржи и РТС опустились к уровням конца марта — в район 2400 и 940 пунктов, соответственно. ЦБ РФ рекомендовал банкам и некредитным финансовым организациям отказаться в 2022 году от выплаты дивидендов из-за сложной экономической ситуации. Кроме того, ЦБ РФ до конца года разрешил банкам не создавать резервы под активы, заблокированные в связи с санкциями.

В дальнейшем снижение российского фондового рынка продолжилось на ожиданиях введения новых антироссийских санкций Запада; индекс МосБиржи упал к 2340 пунктам и обновил минимум с 24 февраля, когда началась военная операция России на Украине, индекс РТС опустился ниже 930 пунктов. В первой половине торгов 19 апреля рублевый фондовый индикатор «Мосбиржи» локально проваливался под отметку 2220 пунктов, но к концу дня скорректировался в район 2320 пунктов.

Рис. 2 Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов МосБиржи в марте-апреле 2022 года



Президент Франции Эмманюэль Макрон заявил, что его стране не нужен российский газ, и выступил за введение санкций также против других ископаемых энергоресурсов из РФ. Белый дом сообщил, что работает над новыми санкциями в отношении России. Канада ввела санкции против главы российского ЦБ Эльвиры Набиуллиной и ряда бизнесменов, ранее были введены санкции против членов Совета Федерации, оборонных и промышленных структур РФ. Великобритания отозвала у Московской биржи статус «признанной биржи», дав сигнал об отсутствии оснований для новых инвестиций в Россию.

Лидеры западных стран в ходе видеоконференции отметили важность диверсификации поставок энергоносителей, чтобы снизить зависимость от России, высказались за то, чтобы усиливать давление на Кремль, в том числе принимая дополнительные санкции (в разговоре участвовали лидеры США, Италии, Франции, ФРГ, Великобритании, Канады, Японии, Польши, Румынии, ЕС и генсек НАТО). Глава МИД ФРГ заявила, что Германия будет постепенно отказываться от покупки российских энергоносителей: в частности, до конца года полностью откажется от импорта российской нефти. Минфин США в очередной раз расширил санкционный список против России, в него вошли физические и юридические лица (в том числе Транскапиталбанк и Инвестторгбанк). Великобритания внесла в санкционные списки по России еще 26 физических лиц и структур.

В свою очередь, мировые рынки просели на заявлениях председателя Федерации США Джерома Пауэлла, который сигнализировал о большой вероятности повышения процентной ставки сразу на 50 базисных пунктов на заседании регулятора в начале мая. Нефть Brent опустилась ниже \$107 за баррель из-за опасений замедления

роста мировой экономики и спроса на топливо. Всемирный банк понизил прогноз роста глобального ВВП в текущем году до 3,2% (в январе он ожидал повышение на 4,1%).

Пик падения рынка акций РФ пришелся на первую половину торгов 25 апреля, когда индекс МосБиржи опускался ниже отметки 2170 пунктов из-за неопределенности в переговорах по завершению конфликта РФ-Украина, а также ухудшения внешней конъюнктуры на ожиданиях быстрого ужесточения монетарной политики Федерации США и локдаунов в Китае. ЕС начала обсуждать шестой пакет антироссийских санкций, в который могут войти частичный запрет на импорт нефти и отключение ряда банков от SWIFT.

После этого российский рынок акций смог к концу месяца заметно отскочить и практически полностью отыграть предыдущие потери. Индексы МосБиржи и РТС 26 апреля выросли более чем на 6% (максимальный прирост с конца марта), при этом первый превысил 2300 пунктов во главе с бумагами «Газпрома», Сбербанка и «ЛУКОЙЛа», а индекс РТС поднялся к 1000 пунктам. Следующий день также прошел под диктовку покупателей: индекс МосБиржи превысил 2420 пунктов во главе с расписками TCS и бумагами других финансовых компаний, в то время как акции сырьевых экспортеров сбавили темпы подъема. Расписки TCS взлетели после известий, что «Интеррос» выкупит 35%-ный пакет акций у Олега Тинькова. Выросли также расписки Globaltrans на новостях, что годовое собрание акционеров одобрило новую программу buyback в сумме до 10% от капитала.

Вместе с тем ситуация на мировых рынках капитала была далека от идеальной. Давление на мировые рынки оказывали растущие ожидания быстрого ужесточения денежно-кредитной политики ФРС, ухудшающие настрой инвесторов,

и без того обеспокоенных российско-украинским конфликтом, продолжающимся ускорением инфляции и ситуацией с COVID-19 в Китае. Трейдеры все больше опасаются, что начавшийся цикл повышения базовой процентной ставки Федерации США может привести к рецессии в американской экономике, особенно учитывая, что ВВП США уже в I квартале 2022 года неожиданно сократился на 1,4% в пересчете на годовые темпы при прогнозах роста на 1,1%. □