

Поход за ЛИКВИДНОСТЬЮ

В рамках Уральской конференции НАУФОР 12 октября прошла сессия «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК В НОВЫХ УСЛОВИЯХ»

Фотографии Андрей Порубов

Участники: Филипп Габуня (заместитель председателя Банка России); Иван Чебесков (директор департамента финансовой политики Министерства финансов РФ); Сергей Швецов (председатель наблюдательного совета ПАО «Московская биржа»); Роман Горюнов (председатель правления, генеральный директор ПАО «СПБ Биржа»).

Модератор: Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

Алексей Тимофеев. Дорогие друзья, уважаемые коллеги, рады приветствовать вас на очередной конференции НАУФОР здесь, на Урале. Мы, по моему, уже в 15-й раз собираемся для того, чтобы горячо (тут так принято) спорить с регулятором, друг с другом. В таких спорах, как мне кажется, было найдено немало хороших решений, за что это место исключительно ценим. Спасибо большое Екатеринбургу за гостеприимство, мы этим гостеприимством собираемся пользоваться.

Первую сессию я бы хотел посвятить наиболее общим вопросам развития финансового рынка. Начну с презентации, в которой хотел бы обратить

внимание на данные рынка за 2021 год: кажется корректным сравнивать их с данными середины 2023-го года. Сергей Швецов обещал меня дополнить, у него будут более свежие данные по IV кварталу от Московской биржи, а у НАУФОР данные на середину года.

Но также мы решили продемонстрировать данные за последний предкризисный год: 2007 год. И, может быть, сумеем продемонстрировать те очевидные, как нам кажется, достижения и провалы в развитии финансового рынка, которые за этот период случились.

В 2007 году капитализация рынка была равна 33 трлн рублей, и это составляло 99% ВВП. То есть никогда еще российский финансовый рынок не играл такую большую роль в российской экономике, как тогда, в 2007 году. В этом смысле это был пик развития рынка.

Кажется, что отличие капитализации рынка при сравнении 2007 года к середине 2023-го невелико, но если мы переведем это в доллары, то обнаружим, что в 2007 году капитализация рынка составляла 1 трлн 300 млрд долларов, в то время



как сейчас составляет около 560 млрд долларов. И соотношение общего ВВП к ВВП рынка. Разумеется, ВВП рынка увеличивался, но не соответствовал изменениям общего ВВП. Ту роль, которую финансовый рынок мог бы сыграть в экономике Российской Федерации, он отнюдь не играет.

В течение всех этих лет для рынка характерна высокая концентрация. Во-первых, количество финансовых инструментов небольшое, мало меняется за этот период, некоторые компании уходят, их сменяют другие, но общее количество компаний невелико, и кон-

центрация, как я уже сказал, высока. И тогда около 70%, и сейчас около 60% приходится на всего лишь десятку крупнейших по капитализации эмитентов.

Рынок формируется ради IPO, он должен быть источником финансирования экономики. Сейчас трудно в чем-либо упрекать рынок, но даже в 2021 году, когда мы увидели первые признаки серьезного оживления процесса IPO, этот процесс не был масштабным. В 2007 году российские компании привлекли 30 млрд долларов. Понятно, что тогда это делалось одновременно за рубежом и в России, но примерно 45% из этой

суммы привлекалось именно в России. Если сравнить с данными, которые характеризуют IPO в 2021 году, то они несопоставимо малы сравнительно даже с 2007 годом.

Ликвидность — наибольшая из потерь последнего времени. И наиболее драматическая, и наиболее важная для развития финансового рынка, и требующая, наверное, главного внимания в процессе восстановления. В середине этого года падение по сравнению с I полугодием 2021 года составило 38-39%. Ликвидность растет, оборот растет, но больше — не значит много. Я не хотел

бы, чтобы мы, читая в газетах одну за другой статьи о том, что обороты на российских биржах растут, заблуждались на этот счет: это не большие обороты, к моему сожалению. И так же, как и для капитализации, для оборотов на рынке акций характерна высокая концентрация. В 2007 году она была вообще чудовищной: на десятку крупнейших эмитентов приходилось примерно 95% оборота. Но она велика и в настоящее время: составляет 62% оборота.

Важным элементом российской ликвидности был рынок иностранных ценных бумаг, это была общая для российского финансового рынка ликвидность. Здесь потери наиболее драматические. Если складывать ту и другую ликвидность, то общие потери ликвидности на российском финансовом рынке составляют примерно 66%. Опять же, если привести эти данные к долларовому эквиваленту, то мы увидим, что в 2007 году оборот на рынке акций составлял 630 млрд долларов, а в I полугодии этого года — 97 млрд. Ну хорошо, к концу года он удвоится или даже будет чуточку больше, ну достигнет значения 200 млрд, ну 300 млрд. Все равно это будет даже не половина оборота за 2007 год.

Внутренний рынок облигаций. Да, российские компании научились занимать, и этот рынок последовательно развивался. Но для меня было неприятной новостью (может быть, я ошибаюсь на этот счет), что корпоративных заемщиков на рынке облигаций не стало больше. В 2007 году на рынке облигаций занимали 465 компаний, а в I полугодии 2023-го — 386 компаний. Рынок растет в номинале, в объеме средств, которые компании привлекают; при этом меньшее количество заемщиков привлекает большее количество средств. И так уж ли сильно этот рынок, таким образом, изменился? Ответ становится неочевидным.

Оборот. В отношении облигаций это не так драматично, как в случае с акци-

ями, но тем не менее. Объем биржевых сделок в I полугодии 2023 года составил 2 трлн 400 млрд рублей, он увеличивается, а вот на рынке государственных облигаций — падение.

Биржевой срочный рынок тоже отнюдь не на тех же уровнях, если сравнивать с уровнями 2007 года в долларовом эквиваленте. Падение к I полугодью 2021 года составляет 75-76%, это драматическое изменение.

В течение всех этих лет, не покладая рук, российский фондовый рынок работал над привлечением розничных инвесторов. Мы привыкли этим гордиться, гордиться заслуженно. Здорово, что мы эту работу сделали. Что бы было с финансовым рынком, не добейся мы здесь успеха, не добейся интереса к российскому фондовому рынку со стороны розничных инвесторов. Тем не менее, я хотел бы оговориться, что, на наш взгляд, процесс привлечения розничных инвесторов — только в самом начале. Если говорить о зафондированных счетах, то таких инвесторов всего-навсего около 10 млн. А тех, кто предоставил фондовому рынку через брокерские счета более 10 тысяч рублей, и вовсе лишь 4 миллиона.

Среди розничных инвесторов в особую группу выделяются квалифицированные инвесторы. И если мы сегодня считаем розничного инвестора главным инвестором российского фондового рынка, то квалифицированный инвестор — главный розничный инвестор, на него приходится 60% оборота в общей доле розничных инвесторов (по-моему, 78% оборота в июне этого года). Этот инвестор обеспечивает больше половины оборота, во всяком случае, на рынке акций. Может быть, он не так представлен в обороте рынка облигаций, но инвестирует в него значительные средства.

Активы физлиц-клиентов брокеров: мы радуемся тому, что они восстанавливаются после драматического падения

в 2021-м. Но не можем пока никакими усилиями добиться здесь такого же сильного эффекта привлечения средств, как в доверительном управлении (в доверительном управлении сейчас находится 1 трлн 600 млрд рублей розничных инвесторов).

Паевые инвестиционные фонды. Драйвером развития этой индустрии является индустрия закрытых ПИФ, точнее сказать, фондов для квалифицированных инвесторов. Так же, как в случае с оборотом на рынке акций, ключевую роль в развитии индустрии коллективных инвестиций играют квалифицированные инвесторы. Стоимость чистых активов фондов для квалифицированных инвесторов достигла к середине этого года уже 7,5 трлн рублей. Мы видим, что эта индустрия также начала оживать и, может быть, прошла критическую точку, стала для розничных инвесторов привычным и естественным институтом. Мы очень надеемся на то, что еще более убедительными будут показатели развития индустрии открытых паевых инвестиционных фондов для неквалифицированных инвесторов, но пока этого не случилось. Чтобы понять, какую роль индустрия коллективных инвестиций играет в экономике и в ВВП, оценивают открытые UCITS. Пока стоимость чистых активов российских UCITS не составляет и 0,5% к ВВП.

Владельцы инвестиционных паев. Очевидными лидерами интереса являются биржевые паевые инвестиционные фонды. Около 6,5 млн пайщиков на середину этого года выбрали именно биржевые паевые инвестиционные фонды. Но складывать их с розничными инвесторами и клиентами брокеров не следует: это те же самые люди. Это пример того, как две индустрии — брокеры и индустрия коллективных инвестиций — так «поженились» к общему интересу. И это сразу же выразилось

в масштабном, значительном количестве инвесторов, выбравших этот финансовый институт.

Что касается открытых паевых инвестиционных фондов, то там сейчас 2 млн пащиков — это немало. И это, в значительной части, дополнительные к клиентам брокеров розничные инвесторы на российском финансовом рынке.

НПФ. Мы гордимся стабильностью этой индустрии, но стабильность обусловлена тем, что НПФы неактивны на рынке акций. И мы пока не видим решений, которые могли бы увеличить активность этих институтов на рынке акций. А НПФ реально могли бы помочь восстановлению показателей рынка, о которых я говорил ранее.

Уважаемые коллеги, со мной в этой сессии принимают участие Роман Горюнов, который представляет СПББиржу, Филипп Габуня (заместитель председателя Центрального банка), Сергей Швецов (председатель наблюдательного совета Московской биржи), в формате онлайн с нами общается Иван Чебесков (глава департамента Минфина по финансовой политике). Иван, мы тебя приветствуем.

Я бы хотел сначала попросить Сергея сделать презентацию, которая, может быть, будет для него поводом прокомментировать мои выводы. А далее я предложу всем участникам высказаться по поводу того, что, с их точки зрения, будет основой для восстановления и развития российского фондового рынка: какие институты, какие инструменты, какие инвесторы. Кажется, происходит снижение стимулов для операций физических лиц на фондовом рынке, кажется, заговорили о льготах для депозитов.

Я уже говорил о том, что предпринимаются очень большие усилия по стимулированию привлечения средств в негосударственные пенсионные фонды, но мы не видим никаких усилий, которые бы позволили рассчитывать на активизи-

зацию деятельности негосударственных пенсионных фондов на рынке акций.

И об IPO. Можем ли мы рассчитывать на появление IPO в прежних объемах? Условно говоря, можем ли мы зачерпнуть ведром из кружки? Достаточен ли этот рынок для того, чтобы быть источником финансирования, обратят ли на него внимание компании? Об этом Сергею известно, наверное, больше, чем кому бы то ни было еще в этом зале.

Сергей, тебе первое слово.

Сергей Швецов. Спасибо. Коллеги, доброе утро! Спасибо, что в такой ранний час собрались здесь. Москва еще спит, а мы уже работаем.

На последних конференциях очень часто используется фраза «могло быть хуже». Честно говоря, она мне не очень нравится, но в контексте разговора о рынке капитала такой оборот годится. Деньги любят тишину, деньги любят спокойствие. То, что происходит сейчас даже на мировом финансовом рынке, не только в России, те цифры, которые мы имеем, — все это для меня немножко удивительно. Базой российского финансового рынка сегодня является некавалифицированный инвестор. Серьезный разворот к некавалифицированному инвестору был сделан, наверное, после 2014 года, когда стало понятно, что системное привлечение западного капитала столкнулось с геополитическими факторами, которые делают эту систему неустойчивой. Здесь надо отдать должное Минфину и НАУФОР: формат счетов ИИС был создан еще до того, как ЦБ стал мегарегулятором. И, наверное, именно этот разворот к некавалифицированному инвестору, к розничному инвестору позволяет нам сегодня удивляться тем цифрам, которые мы имеем, — удивляться в хорошем смысле.

Правильно ли сравнивать текущее положение с результатами 2007 года? Что такое 2007 год? Это нефть по 150 долларов за баррель, это непрерывный

рост несколько лет, и, самое главное, это восстановление на фондовом рынке справедливых цен после катастрофического падения 1998 года, когда все российские «голубые фишки» упали в пропорции 1:10. Кроме того, цифры 2007 года отражают еще и приватизационные эффекты, потому что значительная часть российского финансового рынка того времени — это приватизационные сделки, а не привлечение средств в экономику.

Что меня серьезно расстраивало и расстраивает? Расстраивают показатели привлечения капитала реальным сектором экономики через рынок акций: имеется в виду IPO, SPO. Даже если не разделять экзиты и реальное привлечение капитала в предприятия, — этих сумм, этих объемов мало в целом. Наш фондовый рынок пока не играет макроэкономической роли в плане трансмиссии сбережений в инвестиции.

Именно эти задачи трансформации экономики актуальны сегодня. И абсолютно справедлив вопрос: можем ли мы запустить IPO?

Но удивительно, что кризис IPO начался не на наших рынках. В рамках диалога с ОЭСР, начиная где-то с 2015 года, западные рынки столкнулись с тем, что делистинг стал достаточно распространенным явлением, а количество IPO резко снизилось. И сейчас ведущие западные площадки удивительным образом снизили планку размещения со 100 млн долларов до 3–20 млн. Биржи, во взаимодействии с инвестиционными домами, на полном серьезе таргетируют эмитентов, которые выходят на IPO, начиная с 3 млн долларов. В принципе, сама идея привлечения публичного капитала в условиях того, что денег напечатано огромное количество, не то что изжила себя, но поставила большой жирный вопрос — а не слишком ли это дорогие деньги по сравнению с той доступностью, которую демонстрировал



рынок fixed income до начала повышения ставок (которое началось полтора года назад).

Поэтому, конечно, для рынка капитала сегодня не самые лучшие условия, особенно для российского рынка капитала. И я хотел бы отметить, что, наверное, это первый глубокий кризис, в течение которого индексы не упали очень сильно. Да, это было сделано методами валютного регулирования. Но заметьте, что мы потеряли 60% free float. И когда вы говорите о сегодняшних оборотах против оборотов 2021 года, нужно помнить, что, например, у Московской биржи 80% фрифлоут оказался за той границей, которую прочертили методы

валютного регулирования. У каких-то эмитентов меньше, у каких-то больше, но, тем не менее, мы потеряли значительную часть инвесторов, значительную часть фрифлоут.

Плюс к этому мы потеряли опцию раскрытия информации, это тоже очень важный фактор. При том, что количество инвесторов (неквалифицированных инвесторов, прежде всего) растет. Действительно потрясающие цифры: только за текущий год эта страта увеличилась на несколько миллионов: по-моему, около 4 млн. Тем не менее в условиях закрытия информации привлекательность рынка капитала не может оставаться такой же, как

в условиях, когда она раскрывалась полностью.

Дальше. Акционерный активизм, о котором мы говорили, — это тоже очень важно. Сегодня степень защиты миноритарного акционера на порядок меньше, чем два года назад. И мое глубокое убеждение состоит в том, что преодоление данного феномена невозможно без регуляторики. Эффективными рынками капитала являются те рынки, где миноритарный акционер достаточно сильно защищен, где действуют все эти законы Sarbanes-Oxley и так далее. Либерализм в плане отношения к миноритарному акционеру ни к чему хорошему привести не может.

На отечественном рынке реализовался очень большой позитив, связанный с тем, что регуляторы помогли российскому инвестору (начиная от физического лица и кончая крупнейшим банком) все-таки сохранить те инвестиции, которые так или иначе были связаны с элементами иностранной инфраструктуры. Да, часть активов заморожена: я думаю, что это тактическая вещь, они будут разморожены. Но в начале 2022 года эмитенты продолжали платить по облигациям, а в «Евроклире» эти суммы замораживались, — вот это был кошмар. 319-й закон, замещающие облигации, другие меры позволили российским инвесторам сохранить российские активы, перетащив их в российскую инфраструктуру.

Осталось, наверное, два класса инвестиций, по которым еще не приняты окончательные решения: 1) это редомициляция крупных квазироссийских эмитентов, учрежденных за границей, но имеющих реальный бизнес в России; и 2) распаковка ЕТФов на российские активы, которые находились в иностранной юрисдикции. Внутри этих ЕТФов лежат российские акции, тем не менее оригинальные ЕТФ — иностранные. Нужно помочь инвесторам распаковать эти ЕТФ и достать оттуда российские акции.

Как пройдет редомициляция — это тоже момент истины. Здесь нужно (как в 319-м законе и регулировании замещающих облигаций), прежде всего, учитывать интересы российских инвесторов, но помнить и об иностранцах. Я считаю, что при редомициляции вполне возможен публичный оффер, что если какие-то иностранцы, прежде всего дружественные, вдруг захотят остаться в российском периметре, то мешать им не надо. Мы не выгоняем из Российской Федерации прямые инвестиции, портфельные тоже выгонять не надо. Поэтому для всех инвесторов вполне может быть сделано такое предложение.

Еще один фактор, из-за которого сегодня мы не видим особой активности крупного капитала на российском рынке, — это арбитраж между ценами на российские активы за рубежом и внутри Российской Федерации. Иностранцы инвесторы, которые решили войти в Россию, конечно, прежде всего, будут приобретать дешевые российские активы за рубежом. Тем более что их законодательством это не запрещено.

Последнее, что я бы хотел сказать, перед тем как покажу презентацию. Нам в текущих условиях понятно, что пайплайн на IPO достаточно большой, но при этом есть вопрос стоимости денег. Доходности по российским облигациям достаточно высокие, инвесторы хотят дисконт по акциям. А акционерные компании, которые сегодня хотят размещаться, не очень хотят этот дисконт предоставлять. Этот феномен существовал всегда, но сегодня гэп еще больше.

Тем не менее мы видим интерес к этому рынку: интерес, в том числе, небольших компаний. Недавно был запущен проект высокодоходных облигаций, в рамках которого облигации выпускали эмитенты с небольшими суммами. Рынок оказался достаточно удачным. Также и сегодня: наверное, крупных размещений (вот как «Озон» делал) мы не увидим. В этом году, наверное, на рынок размещений вообще уже выйдет не очень много компаний. Но в следующем году мы увидим десятки небольших IPO. Что, наверное, является здоровой тенденцией, учитывая то, что я сказал про международный рынок.

И немножко цифр. Динамика растущая. На всех рынках Московской биржи мы видим достаточно уверенный рост оборотов, беря три квартала прошлого года к трем кварталам этого года. Но еще раз: эти обороты не должны нас обманывать. Надо вспомнить, что в марте был период, когда торги не проводились. Тем не менее мы видим позитивную

динамику как в количестве инвесторов, так и в самих оборотах.

В плане структуры, если сравнивать структуру оборотов до спецоперации и текущую, то на рынке акций, облигаций и срочном рынке мы видим резкий рост присутствия физических лиц. В облигациях прирост не очень значительный, но тем не менее физические лица попробовали этот инструмент, сейчас он составляет реальную конкуренцию депозитам. Мы считаем, что на рынке облигаций присутствие физических лиц будет продолжать увеличиваться. В то время как на рынке акций нам бы, конечно, хотелось, чтобы вернулся институциональный инвестор, а физических лиц было несколько меньше. Потому что 81% — это, конечно, очень большая величина.

Денежный и валютный рынок. Ситуация здесь поменялась не сильно, потому что на этих рынках нерезиденты участвовали неактивно. Хотя, еще раз подчеркну, на валютном рынке мы сегодня видим доминирование пары рубль/юань, роль доллара и евро радикально снизилась. И даже Центральный банк на сайте первой строчкой публикует именно курс рубль/юань, а не рубль/доллар, как было много-много лет прежде.

По счетам. Налицо 47 млн счетов, 27,5 млн физических лиц по итогам трех кварталов, активных клиентов — 3,5 миллиона. Я напомним, что активным считается клиент, который совершает хотя бы одну сделку в течение месяца. НАУФОР использует термин «фондируемые счета». Брокеры видят остатки, мы их не видим, поэтому используем термин «активный клиент», исходя из частотности проведения операций.

Мы видим, что очень важным и правильным является финансовое образование физических лиц. Очень хорошо работает Ассоциация финансовой грамотности, где многие из присутствующих

щих являются спонсорами. Московская биржа имеет собственную школу, обучение там прошли около 2 млн граждан; есть и онлайн-курсы, которые можно прослушать. И это дает результаты: осознанность проведения операций растет, даже без участия доверительного управляющего и финансового консультанта, мы видим хорошие результаты по счетам. Если несколько лет назад счета неквалифицированных инвесторов жили несколько месяцев и после этого деньги там кончались, то сейчас вопрос так уже не стоит. Инвестиции начинают приносить плоды, и это очень важно.

Биржа продолжает проводить конкурсы, привлекая таким способом внимание населения, планки по этим конкурсам снижены. Сейчас будет проходить конкурс «Лучший частный инвестор», который достаточно популярен. Работа по привлечению на наш рынок новых физических лиц никуда не делась.

Возвращаясь к IPO: в этом году на площадке Московской Биржи прошло 5 IPO плюс одно SPO против одного SPO в прошлом году (группа «Позитив»). Но удивительно, что в прошлом году вообще что-то происходило. Поэтому я бы эти цифры расценивал как начало большого нового пути, где ориентиром являются собственные внутренние ресурсы. И я очень надеюсь, что в следующем году количество размещений будет описывать двузначная цифра. Не могу, правда, обещать хорошие результаты по абсолютной сумме привлечений. Как я уже сказал, мы сейчас видим маленькие привлечения. И это реальность не только России, но и международных рынков.

Посттрейдинговые процедуры на МосБирже перешли в формат T+1, это тоже очень важно. Рынок становится безопасней, маржа становится меньше: потому что расчеты T+1 менее рискованны. Думаю, это правильная тенденция. В перспективе ближайших пяти лет,

думаю, мы будем говорить о переходе на T0. Но будем смотреть, как к этому относятся международные рынки. По крайней мере, все регуляторы заявляют, что T0 не за горами.

Про облигации. Здесь согласен с вашими выводами. К сожалению, количество эмитентов не растет, но это понятная история: облигация не живет без рейтинга. Рейтингование — достаточно крупный бизнес. Но работают краудфандинговые площадки. Начинает потихонечку работать закон о ЦФА, и я думаю, что ЦФА добавят среднему и мелкому бизнесу возможности альтернативного привлечения денежных средств. Мы считаем, что рынок облигаций пострадал менее всего. Если от чего он и страдает, так от текущих уровней процентных ставок по ОФЗ. Достаточно серьезный дефицит бюджета вкупе с жесткой денежно-кредитной политикой остужает эмитентов привлекать средства через рынок облигаций, но у инвесторов появляется действительно большое количество возможностей по размещению своих средств. И очень важным является рынок замещенных облигаций, они дают варианты диверсификации не только по эмитентам, но и валютную диверсификацию: наши инвесторы могут выбирать из нескольких валют. Хотя расчеты рублевые, но валютными рисками можно управлять с помощью диверсификации.

Наверное, я на этом бы закончил. **Алексей Тимофеев.** Сергей, вернусь к своему вопросу: что будет основой для восстановления рынка? Сейчас я попробую предложить варианты, которые, как мне показалось, следуют из твоих слов. Снятие ограничений, которые сегодня лишают рынок оборота некоторых активов, продолжение привлечения розничных инвесторов, стимулирование IPO. Наверное, о последнем пункте больше могут сказать следующие выступающие. Президент дал такое поручение, по моему, Минфину и Центральному банку,

им виднее, что может быть сделано. Сам я не представляю, что может быть сделано для стимулирования IPO. Что еще?

Сергей Швецов. Решена задача сохранения инфраструктуры. По итогам тяжелого 2022 года рынок не понес существенных потерь на уровне брокеров, депозитариев, управляющих компаний и пенсионных фондов. Это очень важно. Были предпосылки к тому, чтобы у инфраструктуры рынка капитала возникли сложности, огромные предпосылки. Если мы вспомним прошлые кризисы, то в 1998 году рынок потерял 10 крупнейших банков, в 2008 году мы потеряли значительную часть брокеров. Вот в 2022 году задача поддержки и сохранения инфраструктуры была регулятором решена. Это не значит, что инфраструктуре уже хорошо, о ней надо продолжать заботиться, но тем не менее на повестке этого вопроса нет.

Второе. Как я сказал, мы сохранили для российских инвесторов возможность получать доход по иностранным бумагам. Это тоже очень важно. Я уверен, что и редомициляция с распаковкой ETF тоже пройдет нормально.

А впереди, наверное, три главные задачи. Одна частично решена: это раскрытие информации. Чрезвычайно важно, что правительство не продлило срок действия постановления, которое разрешает эмитентам вообще не раскрывать никакие сведения. Но, тем не менее, вопрос с повестки снимать нельзя. И очень важно, чтобы НАУФОР тоже обращала внимание на то, что информация в том виде, в котором она сегодня раскрывается, недостаточна для долгосрочной устойчивой инвестиционной активности.

Вторая задача, которую следует решать, — это, конечно, воссоединение рынков. Сегодня на одни и те же активы существуют две цены. Наши инвесторы за рубежом всегда действуют, исходя из рыночной идеологии, это в значитель-

ной степени комплаенс. Поэтому цены за рубежом нельзя считать рыночными. Хотя фрифлоуты там больше, но они мотивированы не рыночными мотивами. Но соединение рынков, конечно, еще впереди. Это очень сложная задача, которую, безусловно, надо решать.

Третья задача — акционерный активизм. В тех условиях, в которых мы оказались, мы его в значительной степени потеряли. Институты акционерного активизма утрачены, а без них рынок долго жить не будет. Поэтому сообществу, регуляторам, институциональным инвесторам нужно какими-то методами повышать market power миноритарного акционера, возвращаться к Кодексу корпоративного управления. А сейчас мы, к сожалению, даже со стороны правительства видим обратные шаги: правительство вопреки нормам Кодекса напрямую хочет управлять публичными компаниями, в которых имеет участие. Это недопустимо абсолютно, мы разрушаем таким образом доверие, которое накапливали много-много лет.

Вот эти три вещи, я думаю, чрезвычайно важны для того, чтобы восстановить российский фондовый рынок. **Алексей Тимофеев.** Спасибо.

Хотел бы предоставить слово Ивану Чебескову. Иван, был бы признателен, если бы ты сконцентрировался на тех вопросах, которые мы уже подняли. Что происходит с разблокировкой активов, которую ждет значительная часть инвесторов. Что происходит с концепцией ИИС: очень важно, чтобы ты сказал, как оцениваешь ее перспективы и значение для развития финансового рынка. Будет ли концепция направлена на стимулирование долгосрочных сбережений. Что ты сам видишь в качестве основы восстановления и развития российского финансового рынка? Иван, прошу тебя.

Иван Чебесков. Доброе утро, коллеги! Рад участвовать в сегодняшней конференции и поделиться мыслями. Начну

издалека, Алексей, если не возражаешь, но на вопросы отвечу обязательно.

Я внимательно слушал доклады: твой и Сергея Швецова. Конечно, совершенно очевидно, что сравнивать предыдущие кризисы и текущую ситуацию бессмысленно. Ситуация, в которой мы оказались, не возникала никогда прежде. Учебников, в которых можно прочесть, как действовать в таких условиях, не существует; очень сложно спрогнозировать, как события будут развиваться дальше. Мы сейчас как бы в своего рода полете, в котором на приборе смотреть можно, но полностью доверять им нельзя. Нужно действовать по обстановке и, наверное, даже, не побоюсь этого слова, экспериментировать. Но экспериментировать в правильном направлении.

Мы говорим о том, что с рынка ушли западные деньги. Это сильно подорвало доверие к нашему рынку, его ликвидность и так далее. Но мы видим, что и деньги отечественных инвесторов тоже отчасти ушли или уходят. Это связано и с повышенными рисками (что отображается в рыночных ставках), и с недоступностью некоторых инструментов. И, с одной стороны, конечно, очень жалко, что какие-то инструменты становятся недоступны: на них строились бизнес-модели многих участников рынка. Но совершенно очевидно тоже, что на горизонте нескольких лет регуляторы не смогут давать инвесторам возможность инвестировать на нашем рынке во все ценные бумаги, которые были возможны раньше. Инфраструктурные риски инвестиций в те же американские ценные бумаги стали несопоставимо высоки. Поэтому, на мой взгляд, совершенно очевидно, что в течение нескольких лет инвестиции в такие ценные бумаги должны сходить практически на нет, — по крайней мере, в российской инфраструктуре. Это факт, который необходимо просто принять.

Параллельно с этим какая-то часть денег российских инвесторов тоже будет уходить. Мы понимаем, что многие российские резиденты открыли огромное количество иностранных счетов, такое количество, которого никогда прежде не было. Многие это делают для того, чтобы просто совершать туристические поездки за границу: открывают счета в Армении, в Казахстане. Но мы же понимаем, что сейлзы этих банков непременно начинают обрабатывать состоятельных людей и предлагать им различные инвестиционные продукты. Они таким способом, по сути, выманивают клиентов у российских брокеров, у российских управляющих компаний. И эта конкуренция значительно усилилась. Раньше вывести деньги из страны мог себе позволить не каждый: играли роль риски, непонимание чужой среды. А сейчас для многих становится просто это сделать.

Поэтому, с учетом всех ограничений (в инструментах, из-за инфраструктурных рисков), нужно создавать на нашем рынке максимально комфортные условия для работы и профессиональных участников рынка, и бирж, и самих инвесторов. Понятно, что в текущих условиях идеала достичь невозможно. Но добиться максимально комфортных условий — ключевая задача.

Алексей нарисовал довольно пессимистическую картину развития рынка. Но мы, со своей стороны, считаем, что рынки капитала — это основа развития российской экономики. Этот факт принят на всех уровнях государственного управления. Все понимают, что это нужно не только как источник финансирования внутри страны; что фондовый рынок важен также для поддержания конкурентоспособности в мировой экономике. И это осознали не только мы. Наши ближайшие партнеры тоже делают огромный фокус на развитии финансовых центров в своих странах, на

привлечении инвестиций. Все понимают, что национальные рынки капитала — это огромный источник экономической мощи каждой страны.

Что нужно сделать для создания максимально комфортных условий, на мой взгляд? Минфин, Центральный банк и другие регуляторы должны, как говорится, держать себя в руках. Нам, конечно, всегда хочется что-то отрегулировать, усилить контроль, усилить надзор. Но сейчас надо себя в этом плане сдерживать, отложить такие меры до лучших времен. Конечно, какие-то точечные меры необходимо принимать. Но в целом следует чуть-чуть подождать с изменениями, которые приводят к ужесточению условий работы на рынке ценных бумаг.

Сейчас идет большая дискуссия по поводу квалификации инвесторов, и мы стараемся придерживаться в ней как раз такого подхода.

Касательно стимулов. Мы понимаем, что полностью стимулировать или субсидировать любой рынок — неэффективно, это искажает рыночные условия. Мы это видим по рынку ипотеки. На субсидии идут огромные бюджетные деньги, это очень сильно исказило ипотечный рынок, цены уже давно не достигали такого уровня, разница между первичным и вторичным рынком тоже достигла максимумов, как и выдачи ипотечных кредитов. А 80-90% ипотечного рынка — это программы субсидирования. Это, конечно, неправильно.

Поэтому мы анализируем точечные стимулы, которые должны формировать правильное поведение на рынке с точки зрения государства. И мы пришли к тому, что с учетом ограниченных ресурсов надо стимулировать обращение на долгосрочные инвестиции. Собственно, Алексей говорил именно про это: про стимулирование денег, которые вкладываются именно в долгосрочные инструменты, будь то инструменты

брокерского обслуживания, управляющих компаний, пенсионных фондов, страховых компаний. Для минфина это все, в принципе, одинаково. Главное, чтобы эти инвестиции вкладывались на долгий срок.

Если говорить о других приоритетах, то это развитие рынка ЦФА, переход в цифровую среду инвестирования. Сергей Анатольевич говорил про форматы расчетов T+1, T+0. Это показывает, что мы все равно иногда мыслим в терминах старой инфраструктуры, которая очень массивна, очень централизована и местами очень сложна. Но она надежна. Мне кажется, что в будущем мы будем переходить от этой инфраструктуры к чему-то более простому и, скорее всего, децентрализованному. Мы выступаем за то, чтобы и на рынке ЦФА, и на рынке цифровых валют действовать более агрессивно. Экспериментировать в плане объединения рынков ЦФА как между собой, так и с миром децентрализованных финансов, потому что сейчас это, по сути, отдельные площадки, которые никак не связаны. Надо двигаться к тому, чтобы ликвидность на рынке ЦФА была объединена с ликвидностью, которая уже есть у наших граждан в криптомире.

Про новые инструменты здесь тоже уже говорили. Мне кажется, это еще один стимул. Мы долго изучали, что еще нужно для того, чтобы привлекать инвестиции, стимулировать инвестиции. В следующем году должны заработать два совершенно новых инструмента. Это, во-первых, программа долгосрочных сбережений, которая будет делаться на базе НПФ (по крайней мере, пока на базе НПФ). И, во-вторых, доленое страхование жизни. Это новый продукт инвестиционного страхования, который, по сути, должен заменить ИСЖ, которое в свое время очень сильно подорвало доверие к себе. Мы надеемся, что эти два инструмента тоже будут подкреплены стимулами долгосрочных сбережений.

Про доверие, конечно, нельзя говорить мало. Мне кажется, сегодня эти мантры будет повторять каждый спикер. Доверие — это ключевое обстоятельство, необходимое для возможности создать на рынке максимально комфортные условия. И чтобы все понимали: регуляторы работают на то, чтобы это доверие увеличить.

Активно идет работа, которая обеспечила бы компаниям возможность продолжать не раскрывать информацию. Регуляторам говорят: «Ну дайте нам возможность хотя бы годик ничего не раскрывать, нам буквально чуть-чуть надо времени». Мы пока держим оборону, как говорится. Сергей Анатольевич правильно сказал, что нужно больше обсуждать риски закрытия информации. Мы доносим, что ограничение информации приведет и к манипуляциям (точнее, уже приводит), и к тому, что люди не понимают, как оценивать активы, куда инвестировать. В общем, нет возможности снова ограничивать информацию, даже временно. То, как мы сейчас себя поведем, определит то, как инвесторы будут смотреть на рынок в будущем.

Про обменный механизм скажу очень быстро. Я надеюсь, что к концу года будут созданы законодательные условия для возможности обменивать заблокированные активы российских инвесторов-физлиц на активы инвесторов из недружественных стран. Но сам минфин никаких переговоров в этом направлении не ведет, он лишь создает законодательные условия.

В заключение хотел обратить внимание на слова Сергея Швецова об акционерном активизме. Мы очень часто встречаемся [на мероприятиях НАУФОР]. Но среди тех, кто участвует в этой панельной дискуссии, нет людей, которые представляют розничных инвесторов. В то же время уже возникла пара ассоциаций инвесторов. Мне кажется, их нужно больше привлекать, чтобы на-

прямо слышать их мнение. Когда мы слышим мнение розничных инвесторов через призму регулятора или через призму брокеров, это немножко другое. Мне кажется, надо уже напрямую слушать инвесторов (или тех, кто агрегирует их голоса), чтобы реально понимать ситуацию.

Сейчас, когда роль розничных инвесторов настолько высока, они должны иметь прямое влияние на то, что происходит.

Спасибо.

Алексей Тимофеев. Иван, спасибо. Я бы горячо поддержал последний тезис: нам не хватает полноценного представительства розничных инвесторов. НАУФОР и регулятор иногда спорят друг с другом, кто лучше отражает точку зрения инвестора. Во многих дискуссиях мы, наверное, обращаемся к воображаемому розничному инвестору, защищая его интересы каждый по-своему. НАУФОР — защищая доступ этого инвестора к широкому кругу инструментов, право брать на себя риск в расчете на большую доходность, а Центральный банк — стараясь избежать инвестиционных ошибок для неквалифицированных, некомпетентных инвесторов. Да, нам нужна полноценная ассоциация розничных инвесторов, члены которой сидели бы с нами здесь на одной сессии.

Я бы хотел сказать несколько вещей. Мне кажется, во-первых, что мой взгляд не пессимистический, а трезвый. Хотелось бы попытаться избежать эйфории, которая может помешать принять правильное решение. Я вижу, что ситуация достаточно драматическая, а решения государства достаточно противоречивы. Да, нужен розничный инвестор, другого инвестора у нас нет. При этом ИИС-1 и ИИС-2 заменяются на ИИС-3 в надежде на инвестора с инвестиционным горизонтом 5 лет, а для некоторых институтов — с горизонтом 15 лет. Нет такого инвестора в стране,

где 70% с лишним (а может быть, больше) банковских вкладов сделаны на срок меньше 1 года или на год.

Одновременно идет дискуссия о квалифицированных инвесторах, которая еще больше может ограничить доступ розничных инвесторов к финансовым инструментам.

Тема ЦФА (я хотел бы, чтобы следующие участники тоже ее коснулись), на мой взгляд, является знаком паралича финансового инжиниринга на рынке традиционных финансовых инструментов. Феномен ЦФА связан как раз с тем, что возможности финансового инжиниринга в традиционных инструментах (так нужные финансовой индустрии) утрачены. А в ЦФА они есть. Поэтому именно там возможно создание инструментов, которые запрещены (или ограничены в доступе) для разных групп инвесторов на традиционном рынке. И мне кажется, надо не рынок ЦФА развивать. Нужно дерегулировать рынок традиционных финансовых инструментов, потому что ЦФА является доказательством такой необходимости. Нет отдельной сущности ЦФА, это форма того же самого, что давно известно на традиционном рынке финансовых инструментов. Рынку традиционных финансовых инструментов надо дать возможность воспользоваться теми преимуществами финансового инжиниринга, которые сегодня дает рынок ЦФА.

Иван, пару слов в ответ на мои реплики. После этого я, наверное, попрошу выступить Романа.

Иван Чебесков. Хорошо.

Порефлексирую на то, что ты сказал. Касательно стимулов и ИИС логика Минфина была в том, что возможность стимулировать любые меры ограничена. Чтобы стимулирование достигало определенной цели, нужно выбирать цель. Конечно, рынку хочется стимулов для всего: одна мера поможет увеличить доходность, другая мера поможет при-

влекать клиентов и так далее. Но, имея в виду ограниченность ресурсов, нужно делать определенный выбор. И выбор был сделан в сторону именно долгосрочности. Для государства важно, чтобы деньги вкладывались гражданами в долгосрочную перспективу, по двум причинам. В первую очередь, потому что это хорошо для самого гражданина. Потому что в долгосрочной перспективе, в перспективе 10–15 лет, доходность фондового рынка будет существенно выше доходности по депозитам. Несмотря на волатильность, которую рынок сейчас испытывает, несмотря на все шоки и потрясения, 10–15 лет покажут, что доходность будет выше. И это отразится на благосостоянии самих граждан.

Второе (я про это уже говорил): принят тезис, что финансовый рынок должен быть одним из ключевых источников финансирования экономики, как и банковский сектор. Роль финансового рынка в течение следующих 5–10 лет будет только увеличиваться. Это что касается стимулов.

Что касается ЦФА. То, что ты говорил по поводу доступа к ЦФА через биржевую инфраструктуру, — наверное, этот вариант действительно способствует развитию ЦФА. Но, на мой взгляд, это не очень сильно меняет ситуацию. Чтобы рынок ЦФА реально взлетел, нужно использовать все сильные стороны и децентрализованных финансов, и, главное, той ликвидности, которая сейчас есть у граждан в криптомире. Там суммы исчисляются, как мы знаем, триллионами рублей. Поэтому когда мы запускаем ЦФА на биржи, то, по сути, таргетируем тех же инвесторов работать в той же инфраструктуре. Чего-то сильно инновационного здесь нет. А если все-таки попробовать объединить этот рынок с миром децентрализованных финансов, тогда, мне кажется, он будет развиваться и с точки зрения технологий, и с точки зрения получения новых денег.

Что-то еще надо прокомментировать или сказанного достаточно?

Алексей Тимофеев. Да, спасибо, достаточно. Я недавно пришел к выводу, что развитие рынка ЦФА приведет к фрагментации рынка традиционных финансовых инструментов. То есть в неправильном развитии рынка ЦФА существует риск для традиционных рынков. Потому что там нет проблем с интернализацией; обеспечение ликвидности неликвидных сейчас в целом инструментов ЦФА может оказаться более перспективным. Индустрия может оказаться заинтересована в интернализации инструментов ЦФА как способе обеспечения их ликвидности и при этом как инструментов, альтернативных инструментам традиционного рынка.

Иван, спасибо большое.

Следующим выступающим предлагаю стать Роману. Роман, по всем вопросам, о которых сочтешь нужным высказаться. Буду очень признателен, если ты скажешь об основных решениях для восстановления и развития финансового рынка.

Роман Горюнов. Спасибо, Алексей. Приятно быть в начале октября в Екатеринбурге, спасибо тебе, что нас здесь собираешь. С каждым годом нас становится все больше и больше, что радует. Темы при этом остаются те же самые, что тоже радует.

Начну с комментария к словам Ивана. Ну, во-первых, к сожалению, то, что сделано в области законодательства о ЦФА, не приближает к идее объединения с криптомиром, потому что новое регулирование к криптомиру не имеет никакого отношения. Скорее это имеет отношение к попытке построить параллельную финансовую систему со всеми вытекающими последствиями, в том числе и регуляторными. Два мира, две системы. Надо решить: либо мы делаем два мира, либо все-таки делаем единую инфраструктуру и пытаемся там решить

те проблемы, которые в результате возникли в ЦФА. И не только в ЦФА, но и в традиционных инструментах.

Я абсолютно уверен в том, что ЦФА сольются с обычными финансовыми инструментами, как в России, так и в мире — в той или иной временной перспективе. Ну, как тактический шаг давайте уже примем закон про цифровые свидетельства. Как я понимаю, это некоторый разумный компромисс. Поэтому надеюсь, что закон до конца года примут.

Иван, полностью поддерживаю слова «давайте держать себя в руках». Филипп, можно вы будете держать себя в руках? У вас плохо получается, очень плохо. (Смех, аплодисменты) А это реально нужно, потому что...

Филипп Габуня. Как раз хотел несколько послаблений ввести. Но если ты согласишься, Роман, то ладно — сдержусь. (Смех).

Роман Горюнов. Отлично. Системно я бы хотел, наверное, поговорить про две вещи. Во-первых, про слово «риски», которое у нас сейчас стало мейнстримом: создается впечатление, что ничего, кроме рисков, рынок не переживает. И второе — это ликвидность. Они связаны между собой, потому что попытка ограничить риски приводит к уменьшению ликвидности, а уменьшение ликвидности мультиплицирует риски.

По поводу иностранных бумаг. Достаточно интересная история. Если серьезно разобраться, что же именно случилось, то на самом деле реализовался не риск иностранной инфраструктуры, а риск того, что долго и упорно строилась мегацентрализованная инфраструктура здесь. Вот мы считали, что имеем централизованную инфраструктуру, большую и надежную, собрали все риски в одно место — и ровно по этому месту получили. Теперь вместо того, чтобы, получив, понять и начать строить

децентрализованную, распределенную систему, минимизируя риски и ограничивая их, мы запрещаем финансовые инструменты. Риск реализовался, пути его купирования мы ищем под фонарем вместо того, чтобы принять разумное решение...

Иван говорит: «Мы уже спокойно принимаем, что инвесторы открывают счета в иностранной инфраструктуре, ну вот такой выбор они делают, мы к этому спокойно относимся». То есть, вместо того, чтобы, поняв суть риска, правильным образом перестроить инфраструктуру, мы теперь совершенно спокойно относимся к тому, что индустрия переезжает в другие страны. Ну мы же здесь взрослые люди и понимаем, к чему это приведет: к тому, что индустрия переедет туда. Если ключевые клиенты с ключевыми деньгами уедут за пределы Российской Федерации (не физически, а финансово), то туда же уедет и индустрия, ничего другого не будет. (Аплодисменты) Но риторика такая: мы спокойно к этому относимся. Регулятор уже с этим смирился. Давайте теперь зададим вопрос: а что после этого должна делать индустрия?

Другой пример. Вот идет очередная битва за квалов, регулятор пытается ограничить возможности тех жалких 600 тысяч квалов, которые остались на рынке. То ли чтобы зафиксировать, что останется только 600 тысяч, и больше ни один человек не станет квалом. Как бы смириться с тем, что в стране осталось 600 тысяч инвесторов, прошедших все возможные препятствия, но все равно почему-то желающих инвестировать. То ли чтобы их количество уменьшилось, осталось 200 тысяч квалинвесторов, даже 100 тысяч, которые, наверное, не будут заметны.

При этом две недели назад на всех телеграм-лентах публиковалось прекрасное сообщение, что Binance принял решение закрыть офис в России.



У меня по этому поводу вопрос — каким образом офис Binance, в принципе, мог быть открыт в России? И там имелось 10 млн инвесторов или уже 20, не знаю. В РФ криптоиндустрия вроде бы запрещена, но офис Binance существует. И регулятор делает вид, что его не видит. Все кричат, что крипта — зло, но она процветает в полный рост, и все молчат. Параллельно идет непонятная рынку битва за то, чтобы еще больше ужесточить условия для квалов, причем никто не понимает, зачем это делать. Нет ответа на вопрос «зачем». Но продавливание продолжается.

Третья история. К вопросу о рисках и ликвидности. Мы получили рынок

«физиков», гордимся успехами, все замечательно. Но, исходя из того, что сказал Сергей Анатольевич: при уменьшении фрифлоута в 6 раз имеет место рост оборота торгов — мы же понимаем, что это значит, да? Мы понимаем, что возник рынок спекулянтов-физиков. Российский рынок превратился в место гемблинга. Давайте отдавать себе отчет в этом. В условиях закрытой информации, непрозрачности корпоративного управления и прочих проблем, при увеличивающемся объеме торгов — это гемблинг. Мы должны понимать это, когда предпринимает дальнейшие действия.

В плане IPO самое интересное заключается в том, что, скорее всего, действи-

тельно есть шанс получить в ближайшее время какое-то количество IPO. Но меня волнует вопрос, как будет происходить прайсинг на IPO? Потому что «физики» не прайсмейкеры, они не понимают методику оценки компаний. Ключевой вопрос сейчас таков: как будет определяться цена на IPO? Институционалов, способных оценить модели и правильным образом сделать оценку, нет. Иностранных инвесторов тоже нет. А знаете, как будет происходить прайсинг? Я вам расскажу. В телеграм-каналах эмитент сам определит цену, дальше начнется массовая рекламная компания. Та цена, которую определит эмитент, та и будет при размещении. И вопрос

будет лишь в том, насколько жадным окажется тот или иной эмитент. Потому что «физики» купят все в зависимости от масштаба рекламы. Все эмитенты сейчас пойдут по пути рекламы, таргетированной на «физиков». И если регулятор поймет эти риски, то мы придем к тому, про что я вчера пошутил: цену по каждому IPO будем определять внутри Центрального банка, потому что другой разумной оценки просто не может быть сейчас.

Сергей Швецов. Можно вопрос? Господин Турлов при IPO твоей биржи сказал, что в апреле ее акции пойдут на NASDAQ и там будет [очень высокая] цена, поэтому покупайте акции сейчас. Значит, ты сам начал с такого.

Роман Горюнов. Во-первых, все-таки мой акционер и мой участник торгов это не я, поэтому в данной ситуации вопрос надо адресовать Тимуру, а не мне. Во-вторых, это не было таргетированной рекламой эмитента. Как эмитент мы выдерживали и выдерживаем все необходимые корпоративные процедуры, понимаем свою ответственность. Мы как эмитент применили массу усилий для того, чтобы сделать правильное размещение. Чтобы прайс не был завышен, чтобы цена после размещения выросла. Она действительно выросла, и при переподписке мы понизили диапазон, а не повысили. Мы как эмитент сделали все возможное для того, чтобы сделать успешное IPO. Поэтому в данной ситуации не в ту сторону вопрос, Сергей.

Алексей Тимофеев. Ты продолжишь?

Роман Горюнов. Нет, остановлюсь, потому что надо же какое-то время оставить на дискуссию.

Алексей Тимофеев. Хорошо. Добавлю пару реплик к репликам Романа.

ИИСы. Мы ожидаем, что спрос на ИИС-3 будет не больше 200 тысяч, если не иметь в виду конвертацию. Нас введет в заблуждение предоставляемая реформой возможность конвертации

ИИС-1 и ИИС-2 — в ИИС-3. Те, кто готов держать активы больше трех лет, кто не закрывает свои ИИС-1, кто перезаключает договоры и открывает новые ИИС-1 сразу после того, как закрыл прежний, — их около 20% от 1 млн 750 тысяч владельцев зафондированных ИИС. Зафондированы всего лишь 1 млн 750 тысяч индивидуальных инвестиционных счетов. Не 5 миллионов! Это первое.

Второе. Квалифицированные инвесторы. По нашим оценкам, из 617 тысяч инвесторов, уже являющихся квалами, новым правилам соответствует около 300 тысяч инвесторов. Ну 400 тысяч от силы.

Не то чтобы много.

Розничных инвесторов, соответствующих нынешним требованиям для квалифицированных инвесторов, немного. Естественным образом тех, кто будет соответствовать новым требованиям, будет около 900 тысяч в конечном итоге. Нужно, чтобы эти люди сделали выбор в пользу финансового рынка.

Я поддержу Романа: вопрос о том, на каком рынке индустрия предложит открыть счета следующим 300 тысячам инвесторов, решается прямо сейчас. Решается обсуждением критериев для квалифицированных инвесторов. Возможно, следующим 300 тысячам инвесторов будет предложено открыть счета за границей, в том числе для операций в России. Для того чтобы дать нужный им доступ к широкому кругу финансовых инструментов, что для этих инвесторов чрезвычайно важно.

Мы не хотели бы спровоцировать уход российских инвесторов, российской индустрии, российской инфраструктуры за рубеж. Нет. Это часть нашей борьбы за то, чтобы остаться региональным финансовым центром. Мы в настоящее время рискуем уступить эту возможность одной из соседних стран, которые этим должны, на мой взгляд, постарать-

ся воспользоваться. Воспользоваться всеми теми достижениями, которых российская инфраструктура и российская индустрия добились здесь, в России, и хотела бы продолжать делать здесь, в России. Но может оказаться менее в этом заинтересована.

Филипп, тебе, так уж вышло, представляется последнее слово. Надеюсь на твои комментарии по всем вопросам, которые мы подняли.

Филипп Габуня. Добрый день. Спасибо. Соглашусь с Романом, что формат у нас достаточно стабильный: он ругает, я оправдываюсь. (Смех).

Роман Горюнов. Скоро перестану. Устал уже.

Филипп Габуня. В течение года идет несколько конференций, весной — более позитивная, а осенняя отдает хандрой. Я согласен с тем, что не надо впадать в эйфорию, но и с пессимистическим настроением мы тоже далеко не уедем. Все-таки те цифры, которые здесь назывались, говорят, что рынок проделал фантастическую работу. Да, это тезис «могло быть и хуже». Но тем не менее растет количество счетов, растет количество активных счетов, растет активность инвесторов на рынке. Мы очень много сейчас говорим про биржевой рынок, упоминали ЗПИФы. Там сейчас имеет место огромный прирост инвесторов, которые структурируют бизнес, это тоже очень важный элемент финансового рынка с точки зрения финансирования экономики, распределения инвестиций. Я бы это не сбрасывал со счетов.

Я не очень хотел высказываться по поводу квал/неквал, поскольку знаю, что на следующей сессии планируется дискуссия. Но давайте называть вещи своими именами. Во всем том большом количестве послаблений в части неквалов, которое предлагает Центральный банк (Михаил Валерьевич об этом, наверное, подробнее расскажет), центр вопроса — иностранные ценные бумаги.

Вот мы хотим отквалить по имущественному цензу еще 300 тысяч человек, чтобы они могли покупать иностранные ценные бумаги, прежде всего американские акции. Риск того, что инвесторы будут переходить [в другие юрисдикции], конечно, есть. Те, кто хотят покупать американские акции, уже открыли счета за границей. Они понимают, что покупать из российской инфраструктуры — риск, которым Российская Федерация не управляет. И риск может даже не быть связан с какими-то дополнительными санкциями, а просто технически какой-нибудь банк с той стороны решит, что не хочет больше обслуживать российский рынок. Можно провести дискуссию о важности и нужности для нашего инвестора доступа на американский рынок, но этот доступ точно будет более рискованным из РФ.

А самое главное, я категорически не согласен, что если не разрешить покупать иностранные акции, то исчезнет ликвидность российского рынка акций. Это сильно дискуссионный вопрос. Я думаю, наоборот: обеспечивая переток в акции иностранные, мы уменьшаем нашим инвесторам доступ к отечественным акциям или их привлекательность.

По поводу IPO. Здесь волшебной палочки нет. Я отчасти повторю за Сергеем Анатольевичем, потому что он сказал много важного. Проблема даже не в байсайде, а в том, что сами эмитенты по разным причинам (стоимости денег, наличия корпоративных правил) не всегда идут на этот рынок. Это данность, данность во всем мире, надо будет из нее исходить.

Скорее всего, те IPO, которые анонсированы на следующий год, будут разными. Я считаю, что некоторые могут быть достаточно большими. Тем не менее, бумаги этого эшелона не попадут в «голубые фишки» сразу. Мы все эти явления видели: третий эшелон, разгонные бумаги, телеграм-каналы. Московская

биржа предприняла довольно большой набор мер, которые уже сегодня ограничили возможность играть в эту игру. Все-таки биржа — это место, где можно определить нормальную цену товара, а для организации тотализаторов есть другие легальные способы, куда могут пойти желающие этим заняться. И, если предпринятых мер будет недостаточно, мы продолжим усилия, хотя, повторюсь, эффект уже есть. Регулятор продолжит бороться с геймификацией и подобными явлениями, которые дестабилизируют рынок и тем самым делают его менее привлекательным для эмитента. Как можно говорить о привлекательности, если бумага вначале летела на 200%, вверх, потом на столько же вниз. Мы будем пытаться обеспечивать стабильность в этой части.

Второе. Ну, снова повторю Сергея Анатольевича: важно раскрывать информацию. Важно это отстоять, закрепить. Вроде есть консенсус относительно важности раскрытия информации со стороны эмитентов, эта политика будет продолжена.

Конечно, если эмитент выходит на рынок капитала и привлекает деньги, а потом пренебрегает интересами одного из своих владельцев, то так мы далеко не уедем. Работа по ментальному настрою эмитентов в части защиты миноритария не должна потерять темпов. В том числе государство как собственник должно вести себя в этом плане ответственно.

Третье. Если мы говорим про IPO, то нынешние высокие ставки в мире вообще и в нашей стране тоже, в данном случае дестимулируют. Поэтому крайне важна макроэкономическая стабильность, финансовая стабильность, стабильность цен. Здесь Центральный банк продолжит свою политику. Нынешние денежно-кредитные условия позволят выйти на нормальные темпы инфляции, нормальные процентные ставки, которые и создадут дополнительный стимул

для акций, когда цикл жесткой ДКП будет завершен. Я напомним, предыдущий переток из банковской сферы на финансовый рынок произошел именно в момент низких ставок, когда депозиты перестали быть привлекательными для граждан, и они активно пошли на фондовый рынок. Понятно, рынок предпринимал титанические усилия для того, чтобы граждан затянуть, предлагая различные продукты.

Вот Банк России критикуют, что мы везде видим риски. Но если бы мы вели себя в этом плане безответственно, то сегодня получили разрушенную инфраструктуру. Конечно, конкуренция с другими юрисдикциями имеет место. Но мне кажется, в нынешних условиях вряд ли есть стопроцентно комфортные лагуны, куда капитал будет уходить.

Регулятор не хочет закрыть отечественный рынок. В 2022 году мы были вынуждены принимать очень жесткие меры по ограничению движений капитала, прозрачности инвестиций извне. Но мы точно будем работать на обеспечение того, чтобы иностранным инвесторам из дружественных государств было комфортно инвестировать в нашу экономику. Чтобы было удобно, в том числе, нашим гражданам, которые сейчас вернули свой капитал (или его часть) пусть не в Россию, но в какие-то дружественные страны. Эти линки мы будем выстраивать, упрощать, особенно если ситуация будет несколько стабилизироваться.

Теперь я хотел бы сказать пару слов про иные рынки.

Я упоминал ЗПИФы, причем не только фонды для некавалов. Там идет определенная работа. Очень важно создать условия для того, чтобы капитал, который раньше был в трасте, имел теперь возможность нормально, удобно работать в нашей стране. Мы слышим в связи с этим различные предложения. Мы готовы активно двигаться по различным направлениям, которые нам



подсказывает рынок. Мы готовы к точечной донастройке, решающей проблемы инвесторов по инструментарию, который они хотели бы получить для того, чтобы аллоцировать свой капитал здесь. Это и продление сроков жизни ЗПИФа, это и возможность выпускать инвестиционные паи разного класса, и преимущественный выкуп для отдельных пайщиков, чтобы можно было закладывать это в правила доверительного управления. Мы говорим в данном случае о квалифицированных инвесторах, и это не те физические лица, у которых на счету 6 млн рублей, это гораздо более крупные инвестиции. Они сейчас заходят на наш рынок, в том числе через

юридических лиц, и, конечно, им должно быть удобно.

Более того, мы всерьез рассматриваем возможность того, что ЗПИФ может из фонда для квалифицированных инвесторов трансформироваться в ЗПИФ для неквалифицированных инвесторов (естественно, если он соответствует требованиям). Это тоже может дать достаточно большой драйв.

Ну, и ЦФА. Роман, я согласен, что сейчас мы этот рынок заперли. Дело даже не в криптомире. Получился суррогат ценной бумаги, который прибит в одном месте. И, безусловно, мы будем двигаться к тому, чтобы появилась возможность (в том числе у брокеров, у профессио-

нальных участников) дистрибутировать этот инструмент, чтобы до него могло дотянуться физическое лицо. Не думаю, что здесь будет взрывной рост. Да, инструмент будет развиваться. Но ЦФА может дать какие-то дополнительные элементы, которые не может дать классическая ценная бумага, именно в комбинации со смарт-контрактом. Здесь творчество возможно.

А вот насчет креативного финансового инжиниринга, который «гадкий» Центральный банк зарубил, и теперь он будет процветать в ЦФА — тут я, Алексей, извини, не соглашусь. Ну, во-первых, мы не видим там какого-то большого интереса. Все, что я слышу

о ЦФА, является обходом определенных ограничений. А продавать опять дольщикам недостроенное жилье, упаковав его в ЦФА, — ну, подобные новации регулятору будет очень сложно поддерживать.

Возможно, по ходу мы увидим, что где-то пережали с регулированием в части обычных инструментов, потому что эти ограничения когда-то вводились из-за страхов, о которых сейчас уже никто не помнит. Это будет полезное упражнение. Но пока никто мне не смог обозначить вещи, которые очевидно являются пережиманием, реакцией на то, чего сегодня уже нет в повестке. Сейчас снимается довольно большое количество ограничений для неквалифицированных инвесторов в части простых инструментов: скажем, уже ясно, что облигации не обязательно должны иметь сверх-высокий рейтинг, его в ряде случаев можно понизить. Но не буду отнимать хлеб у Михаила Валерьевича, который в следующей сессии на этом подробно остановится.

Поэтому, отвечая на вопрос про драйверы и стимулы: полагаю, здесь будет работать комбинация факторов. Волшебной палочки, которая могла бы приводить к взрывному росту, не существует. Но мне кажется, что рынок продолжит работать теми темпами, которые он уже взял сейчас: работать с розницей, работать с обеспеченными клиентами. Из ЗПИФов, вполне возможно, будут выстраиваться и портфельные инвестиции в публично обращаемые инструменты, в том числе, акции. Продолжится и работа по защите миноритариев в широком смысле: как их прав, так и раскрытия информации. Это все вкупе позволит поступательно двигаться дальше.

Думаю, что в следующем году пройдет вполне себе качественные IPO. С теми рисками, о которых говорил Роман (манипулирование ценой, теле-

грам-каналы), мы уже начали работать. И продолжим. Потому что нелегитимные практики разрушают главное на финансовом рынке: доверие к той цене, которая на этом рынке образуется.

Алексей Тимофеев. Понятно. Я должен и хочу дать Роману и Сергею возможность отреагировать на это выступление. А потом, наверное, дам возможность задать несколько вопросов до завершения сессии. Роман, ты?

Роман Горюнов. Я прокомментирую про квалов. Мне очень не нравится сведение дискуссии к одному аспекту: типа, единственное, за что мы боремся — иностранные бумаги. Это не так. Потому что, во-первых, есть большое количество инструментов для квалов, помимо иностранных бумаг. А во-вторых, что еще более важно, по предписанию Центрального банка в любой момент времени любой инструмент теперь может стать квальным, мы уже проходили это несколько раз. Вот посчитал Центральный банк рискованными для неквалифицированного инвестора акции третьего эшелона, и они теперь разрешены только для квалов. Завтра будет новое предписание — они станут запрещенными и для квалов.

Речь не о борьбе за конкретный инструмент в виде иностранных бумаг. Обсуждается системно неправильный подход, который имеет место. Не надо сводить эту дискуссию исключительно к борьбе за иностранные бумаги.

Сергей Швецов. Тут, как на рафтинге: если человек проходит порог, то должен работать очень активно. Если будет неактивен, то есть шанс разбить голову. Не надо абстрагироваться от тех обстоятельств, в которых мы находимся. А находимся мы в ненормальном, скажем так, режиме функционирования рынка капитала. И пассивность регулятора здесь опаснее, чем избыточная активность. Это мое глубокое убеждение.

Да, определенные ошибки неизбежны, это нормально. Потому что мы не проходили такого рода кризисы, какие-то вещи делаем впервые. Но, с другой стороны, не следует быть дураками, которых не учит собственный опыт.

Вот Роман говорит, что централизованная система порождает ликвидность, а децентрализованная ликвидность их снимает. Теперь зададим вопрос: трудно ли европейцам создать не один декрет о включении НРД в санкционный список, а семь декретов о включении в санкционный список семи российских депозитариев? Я думаю, что стоимость чернил, которые могут быть на это потрачены, составляет, скажем, 1 цент. Инвестиции массового инвестора не спрячешь. Я не уверен, что надо приносить в жертву ликвидность, которая порождается централизацией, в пользу гипотетической неузвимостьности, которая порождается распределенностью.

Сейчас мы будем предлагать создать центральный депозитарий БРИКС на основе распределенного реестра. Посмотрим, как отреагируют коллеги, посмотрим, как эта штука вообще будет работать. Но когда меняются фундаментальные вещи, спешка может быть вредна.

Что касается дискуссии квал/неквал. Мне кажется, мы вообще смотрим не в ту сторону: квалификация — это, прежде всего, знания, а не имущественный ценз. Я бы сосредоточился на системе подготовки и сдачи экзаменов. Это было бы, наверное, наиболее правильное направление. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Я бы хотел дать слово Екатерине Черных.
Екатерина Черных. Филипп Георгиевич, огромное спасибо, что вам откликаются изменения законодательства по ЗПИФ.

По поводу квалификации не могу не поддержать Романа. У нас есть розничный фонд для квалиинвесторов, в нем уже сейчас 15 тысяч клиентов.

Мы приобрели для этого фонда ЦОД «Ростелекома», сделка огромная, на 30 млрд рублей: 10 млрд — недвижимость, 20 млрд — оборудование. «Ростелеком» сейчас будет отчитываться о том, что благодаря такому взаимодействию выполнил досрочно задачу, которую поставило правительство Российской Федерации. Без наших инвестиций это было бы невозможно.

Филипп Габуня. Я не знаю, откуда возникают искажения. Наверное, мы очень невнятно проговариваем определенные вещи, надо будет еще раз повторить. Вот Роман не понял, что происходит с квалами. Во-первых, все сегодняшние квалы (и даже квалы, которые будут оквалены до начала действия новой системы) — они как были, так и останутся квалинвесторами.

Второе, тоже очень важное: корректируется только вопрос имущественного ценза. Все остальные способы квалификации остаются прежними.

Екатерина Черных. Мы помним про эту поправку. Но на самом деле большинство людей квалится все-таки по имущественному цензу. И более того, клиенты, не покупая квалного продукта, не хотят квалифицироваться, они квалифицируются только для того, чтобы что-то купить. Это значит, что за бортом остается огромное количество клиентов, которые могли бы к нам прийти через год, через два, через три, но тогда они уже не пройдут [через новые требования к квалификации инвестора]. А системно, массово сдавать тесты, получать финансовое образование — ну, не работает этот подход. Он влечет огромные издержки. Тогда как имущественный ценз позволяет в электронных системах проквалифицировать клиента за 15 минут.

Филипп Габуня. Вот именно, вот именно.

Роман Горюнов. Просто 90% с лишним управляющих компаний квалифициру-

ют клиентов по имущественному цензу, там никаким образом нельзя квалить по обороту. Ну где у управляющей компании оборот?

Филипп Габуня. Коллеги, квалинвестор — это кто? Это матерый товарищ, который разбирается в фондовом рынке, понимает все риски и так далее. А вы присваиваете конкретному клиенту квалификацию за 15 минут, потому что у него есть 6 млн рублей, которые к тому же еще ваша компания ему и дала в кредит.

Алексей Тимофеев. И почему он не матерый? Этот наш гипотетический клиент — вполне матерый инвестор. Я, кстати, добавлю несколько важных цифр, которые мы подразумеваем в дискуссии. Действительно, брокеры осуществляют присвоение статуса квалифицированного инвестора на основании имущественного критерия в 52% случаев (это больше половины случаев). Что касается доверительных управляющих, то у них окваливание по имущественному критерию осуществляется в 99% случаев.

Екатерина Черных. В 100%.

Алексей Тимофеев. Иностранные ценные бумаги. Да хотя бы и иностранные ценные бумаги. В портфеле квалифицированного инвестора, если я правильно помню цифры, может быть 24% иностранных ценных бумаг из 32% от общего объема инструментов, предназначенных для квалифицированных инвесторов. Это четверть объема совокупного портфеля квалифицированного инвестора: то, чем он дорожит. Квалинвесторы инвестируют на российском фондовом рынке, в том числе, из-за возможности инвестировать здесь также и в иностранные ценные бумаги и иные инструменты, предназначенные для квалифицированных инвесторов. Мы хотим дать инвесторам эту возможность. А связь рынков, на наш взгляд,

очевидна. Мне кажется, как раз спорной является идея, что те люди, которых выдают с одного рынка, перейдут на другой рынок. Отчасти это будет так, отчасти нет: многие инвесторы, которых выдавили, рынок вообще покинут.

Неясно, так ли это произойдет или эдак. Поэтому сейчас не та ситуация, чтобы вводить новую норму. Я вот не буду рад, если окажусь прав. Я как раз доказываю, что выданные инвесторы на новый рынок не придут или рынок вообще покинут. Поэтому я не хочу быть прав. Так давайте не будем с этим экспериментировать, не та ситуация. Действительно, российский рынок проходит сейчас через драматические испытания, и, как сказал Сергей, нормальным не является. Но только мы делаем из этого разные выводы. Я, например, делаю вывод: давайте не будем экспериментировать с тем, что было основой функционирования этого рынка. И более того, раз сейчас ситуация на рынке ненормальная, давайте добавим еще стимулов для того, чтобы усилить его привлекательность.

Как мы поступим?

Может быть, последуют вопросы из зала: кто не может удержаться, спрашивайте.

Владимир Курышев. Спасибо большое за дискуссию. Курышев Владимир, квалифицированный инвестор, аттестат Минфина 1993 года, прожил все кризисы на рынке. *(Аплодисменты)*

У меня вопрос по квалам, коли мы затронули эту тему. Каждый брокер квалифицирует клиента самостоятельно, нет единого реестра квалинвесторов. Мы сейчас говорим о том, что опять вводится новая система квалификации, при этом будут сохраняться как бы старые квалы. Но брокеры меняются, люди переходят от одного брокера к другому, переток клиентов — естественная тема. Давайте будем думать и об этой ситуа-

ции, коли мы говорим про розничных инвесторов.

Я очень благодарен, что сегодня поднимали вопрос розничного инвестора, обсуждали, как биржи работают с розничным инвестором. Алексей правильно затронул, что у нас нет никакой организации, которая бы выражала интересы розничных инвесторов. Это крайне важно. Поэтому вопрос ко всем участникам: что думают по этому поводу и регулятор, и биржи?

Сергей Швецов. Когда принималось законодательство, было, по-моему, поручение создать реестр квалов для того, чтобы, приходя к другому финансовому посреднику, человеку не нужно было пересдавать квалификацию. Мне кажется, прекрасное предложение, чтобы НАУФОР создала эту систему на основе распределенного реестра. А почему нет? Можно, конечно, опять поручить это НРД, но давайте попробуем сделать что-то на распределенной основе...

Алексей Тимофеев. Нет, НРД это поручать не надо. Я до сих пор под впечатлением того, как руководитель центрального депозитария предлагал на Московском финансовом форуме «народные облигации». НРД перегружен функциями. Это не означает, что НАУФОР согласен взять эту функцию...

Сергей Швецов. Давай я про НАУФОР сейчас скажу, что вы тоже перегружены. Предлагаю не открывать эту дискуссию. Представителей НРД здесь нет, поэтому давай из уважения к нашим коллегам не будем объяснять, как им надо работать.

Алексей Тимофеев. Давай не будем.

Филипп Габуня. Так вы реестр-то распределенный сделаете? (Смех). А то мы в сторону НРД начали думать.

Алексей Тимофеев. Ну, во-первых, в зале, по-моему, присутствует представитель Ассоциации розничных инвесторов, и, наверное, ему слышать это очень обидно. Помашите рукой, пожалуйста. Мы не верим в существование

ассоциации, которая именно так называется. Буду рад, если... Представьтесь, пожалуйста.

Илья Херсонцев. Добрый день, уважаемые гости. Херсонцев Илья, исполнительный директор Ассоциации розничных инвесторов. Мы уже присутствовали на конференции Минфина, на Московском финансовом форуме с докладами о нашей деятельности. В принципе, на сайте ари.рф можно ознакомиться с тем, что мы делаем.

Большое спасибо за сегодняшнюю дискуссию. Сказаны очень, с моей точки зрения, важные слова о том, чтобы акционерный активизм пропагандировался и продвигался уже на уровне регуляторов. Нам кажется, в ближайшее время должен пойти закон о дивидендной политике, и дивиденды должны появиться в обязательном порядке у всех эмитентов. Кроме того, при подготовке к собранию акционеров [будет обязателен] документ для розничных инвесторов, обосновывающий, почему выплачивается именно такая сумма дивидендов, независимо от того, совпадает ли она с дивидендной политикой или нет. Такой документ должен появиться, чтобы розничный инвестор мог его открыть, прочитав и понять, что происходит.

Скажу, что я целиком за образование инвесторов, и очень важно, чтобы это явление было достаточно массовым.

Что касается суммы в 6 млн или 24 миллиона рублей. Мы не услышали ни одного обоснования, почему было 6 млн и почему станет 24. Думаю, эту дискуссию продолжат регулятор и профессиональные органы. Мы только пока не видим, какой будет эффект именно с точки зрения защиты инвестора. Может быть, поднятие этого ценза простимулирует инвесторов идти и получать соответствующее образование, я вполне допускаю такую мотивацию. Большое спасибо за предоставленное слово.

Алексей Тимофеев. Спасибо.

И, завершая. Я, честно говоря, не являюсь сторонником идеи реестра квалифицированных инвесторов, потому что это продолжение движения в неправильном направлении. Российская концепция квалифицированных инвесторов изначально неверна. Но, если мы будем продолжать двигаться в этом направлении, то, наверное, будем вынуждены создать и реестр квалифицированных инвесторов. И тогда НАУФОР может сыграть определенную роль, мы от этой работы не отказываемся.

Роман Горюнов. Правильная концепция — это когда инвестор пришел в финансовую компанию, сказал, что он квалифицированный, и ему поверили. Я правильно понимаю? Это и есть правильное решение?

Алексей Тимофеев. Вообще-то в мире каждый брокер оценивает клиента с точки зрения того, является ли он (в нашей интерпретации) квалифицированным или неквалифицированным. Не стоИт нигде в мире вопрос о необходимости формирования и ведения какого-то реестра квалинвесторов, нет никакого экзамена, нет ничего.

Путь, по которому мы пошли, конечно, ложный, тупиковый, и однажды он продемонстрирует все свои недостатки. Но мы сейчас пытаемся найти компромиссы, чтобы не навредить рынку, обсуждаемое решение может стать компенсацией каких-то других недостатков этой концепции. Это решение, условно, лежит на столе среди других вопросов для обсуждения, мы к обсуждению этого вопроса готовы.

Уважаемые коллеги, позвольте от вашего имени поблагодарить наших участников за их выступления, от их имени поблагодарить вас за ваше внимание. На этом мы сессию, с вашего разрешения, завершаем.

Спасибо вам большое. □