

---

# Перезагрузка

## НАУФОР и Московская биржа провели 25 октября 2021 года совместную онлайн-конференцию «Структурные продукты»

В рамках конференции состоялась сессия «Ключевые вопросы регулирования и доступа к сложным финансовым инструментам». Обсуждались регуляторные подходы, посредством которых могло бы регулироваться предложение структурных продуктов; в том числе, для разных категорий инвесторов.

Фотографии Павел Перов

Участники: Эдвард Голосов (заместитель председателя правления по инвестиционному и страховому бизнесу «БКС Мир инвестиций»); Михаил Мамута (руководитель службы Банка России по защите прав потребителей и обеспечению доступности финансовых услуг); Игорь Марич (управляющий директор по продажам и развитию бизнеса, член правления ПАО «Московская Биржа»); Артем Мартиросов (руководитель дирекции структурных облигаций ПАО «Банк ВТБ»); Антон Плясунов (начальник фабрики структурных продуктов АО «Открытие Брокер»); Артем Фетисов (исполнительный директор, соруководитель отдела

торговли структурными ПФИ на акции и облигации АО «Сбербанк КИБ»); Иван Чебесков (директор департамента финансовой политики Министерства финансов РФ).

Модератор — Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

**Алексей Тимофеев.** Дорогие друзья, уважаемые коллеги, мы рады приветствовать вас на совместной конференции «Структурные продукты», проводимой НАУФОР совместно с Московской биржей. Уже не первый год мы в очередной раз собираемся для того, чтобы обсудить проблемы и перспективы этого важного сегмента финансового рынка.

Организаторы

НАУФОР



Информационный партнер

интерфакс

# ОНЛАЙН-КОНФЕРЕНЦИЯ СТРУКТУРНЫЕ ПРОДУКТЫ

25 октября 2021 года



Сегодня участие в сессии принимают представители самой индустрии. Думаю, индустрия больше, чем кто бы то ни было еще, заинтересована в развитии рынка структурных продуктов. И как никто другой может рассуждать о важности и правильности регулирования этого важного сегмента финансового рынка.

Прежде чем я предоставлю слово участнику, позвольте мне сделать короткую презентацию, чтобы поставить наше обсуждение в контекст, позволяющий понять, почему сегодня обсуждение этого рынка особенно важно. Почему структурные продукты заслуживают внимания, почему этот сектор финансового рынка важен.

Структурные продукты дают возможность поучаствовать в росте или снижении стоимости базового актива, ограничивая риски убытков. В этом смысле они являются чрезвычайно важным способом структурирования equity или деривативных элементов с элементами долговыми. Структурные продукты представляют собой форму кастомизации, дают возможность гибкой настройки инструментов для различных групп инвесторов, заинтересованных в разнообразии способов участия в инвестиционном процессе.

Эти продукты (по крайней мере, те из них, которые включают в себя портфель из разных инструментов) дают

возможность диверсификации, — и, таким образом, дополняют долговое обязательство диверсифицированным инвестиционным обязательством. Этот инструмент в комбинации с другими инструментами дает возможность хеджирования. Ну и, наконец, что чрезвычайно важно, он обеспечивает возможность сохранения продуктовой конкуренции. Не все финансовые институты предлагают простые финансовые инструменты. Финансовый инжиниринг является очень важной функцией финансовой индустрии, поэтому он должен быть возможен. Часто финансовый инжиниринг реализуется как раз через создание структурных продуктов — это способ

кастомизации различных финансовых инструментов для различных групп инвесторов.

Рынок структурных продуктов можно условно разделить на несколько групп. Прежде всего, это структурные облигации. Хотя на рынке структурных облигаций активно работают квалифицированные инвесторы, но сегодня его достоинства (которые я только что перечислил) особенно важны инвесторам неквалифицированным. Мы будем говорить о том, к каким из структурных продуктов неквалифицированные инвесторы сегодня доступа не имеют, — но, как нам кажется, могли и даже, более того, должны были бы иметь такой доступ.

Неквалифицированным инвесторам с 2018 года оказались недоступны структурные облигации — когда этот инструмент появился в законе «О рынке ценных бумаг». Просто потому что в соответствии с законом Центральный банк должен был разработать нормативный акт, предусматривающий критерии структурных облигаций, доступных неквалифицированным инвесторам.

В силу адресованных индустрии рекомендаций Центрального банка отказаться от предложения неквалифицированным инвесторам облигаций со структурным доходом — эти инструменты тоже оказались недоступны указанной категории. При этом облигации со структурным доходом являются, наверное, самым массовым сегментом (во всяком случае, были таким до конца 2020 года). Сегодня неквалифицированным инвесторам доступны только «простые» (даже правильнее сказать: самые простые) из облигаций со структурным доходом.

Не менее важный, но менее массовый и менее масштабный сектор рынка структурных продуктов — внебиржевые производные финансовые инструменты.

Они целиком и полностью запрещены до апреля 2022 года.

Сегодня мы будем обсуждать судьбу рынка структурных продуктов в целом, а также каждой из групп этих инструментов после 1 апреля 2022 года.

Мы в НАУФОР вовсе не думаем, что неквалифицированным инвесторам после 1 апреля 2022 года должны быть доступны любые структурные продукты. Некоторое время назад НАУФОР подготовила предложения по поводу того, какие именно инструменты должны быть неквалифицированным инвесторам доступны. Мы считаем, что в отношении облигаций со структурным доходом не следует ограничивать количество и сочетание базовых активов, что следует разрешить любые индексы, которые публикуются биржами, агентствами, профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

На сегодня Центральный банк одобрил только 77 индексов, в отношении которых может быть структурирован доход такой облигации. Лишь 10 или 15 из этих индексов имеют реальную ценность для продуктового инжиниринга. Кроме того, все эти индексы являются индексами широкого рынка, а мы по-прежнему заинтересованы в структурировании продуктов в зависимости также от солидных отраслевых индексов. Конечно, в этот список должны быть включены индексы российских организаторов торговли, и, может быть, на втором этапе также и проприетарные, то есть собственно индексы финансовых организаций (*проприетарный — основанный на частной собственности и на идее коммерческого использования авторских и иных прав. — Прим. ред.*). Наверное, нужно подумать о том, как создание таких индексов следует урегулировать. Но, тем не менее, рано или поздно регулятивный режим должен допустить возможность создания облигаций со структурным доходом в

зависимости также и от проприетарных индексов финансовых организаций.

Мы считаем, что кредитный рейтинг изготовителя, эмитента облигации со структурным доходом следует опустить до уровня трипл В+. Мы согласны с тем, что в паспортах (это касается всех вообще структурных продуктов) должен раскрываться сценарный анализ, должны даваться индикаторы рисков и называться расходы, которые связаны с созданием и поддержанием соответствующих структурных продуктов. Также согласны с тем, что должен быть введен период охлаждения в течение 10 рабочих дней.

Структурные облигации — инструмент более сложный, чем облигации со структурным доходом. Но и он, на наш взгляд, должен быть доступен неквалифицированным инвесторам. Мы согласны, что, помимо тех требований, которые мы предложили предъявлять к облигациям со структурным доходом, структурные облигации также должны быть ограничены плечом, касающимся базового актива. Поскольку эти облигации не имеют полной защиты капитала, то величина потерь должна находиться в пределах максимум 30%. Если говорить более детально, то порог должен составлять 10% для облигаций сроком до 1 года; 20% — если речь об облигациях сроком до 2 лет; 30% — для облигаций сроком 3 года и более.

Как и в случае облигаций со структурным доходом, нужно разрешить широкий круг индексов, к которым могли бы быть привязаны такие облигации. Это чрезвычайно важно, потому что возможность снизить гарантию возврата капитала дает больше возможностей получения более высокого дохода для владельцев таких облигаций. Таким образом, когда речь идет о структурных облигациях, нужно дать возможность привязывать их доходность к более

широкому кругу индексов и базовых активов.

Ну, и наконец, внебиржевые производные финансовые инструменты, целиком и полностью запрещенные в настоящее время для предложения неквалифицированным инвесторам. Как нам кажется, они должны подчиняться тем же самым требованиям. Эти инструменты просто торгуются на неорганизованном рынке, что характерно и для других видов облигаций. Между прочим, облигации со структурным доходом или структурные облигации также могут быть предметом торговли не обязательно на организованном рынке. В отношении внебиржевых производных финансовых инструментов нужно делать те же условия доступа к ним для неквалифицированных инвесторов, что и для облигаций со структурным доходом и структурных облигаций. Возможно, должна предъявляться комбинация требований к облигациям со структурным доходом и к структурным облигациям.

Был бы рад, чтобы в диалог включился Михаил Мамута. Михаил, как вы в Центральном банке видите перспективы развития рынка структурных продуктов? Видите ли возможным поддержать предложения, сформулированные индустрией, и какие именно? Согласны ли с тем, что этот рынок заслуживает развития?

**Михаил Мамута.** Алексей, доброе утро! Спасибо большое, ты очень динамично начал дискуссию, постараюсь поддержать этот формат, насколько смогу. Может быть, стоило бы сначала выслушать участников рынка, но, поскольку я выступаю сейчас, то просил бы о возможности последующего комментария по ходу дальнейшей дискуссии.

Итак, коллеги, про структурные продукты, назовем их пока обобщенно. Регулятору не очень нравится то, что происходило на этом рынке до введения

**От редакции.** Государственная Дума РФ 19 мая 2021 года приняла в окончательном, третьем чтении закон, который запрещает банкам и брокерам предлагать сложные финансовые продукты неквалифицированным инвесторам до начала обязательного тестирования. Документ (N1098730-7) перенес начало тестирования неквалифицированных инвесторов для покупки инструментов более сложных, чем акции, облигации, ОФЗ и так далее, с 1 апреля 2022 года на 1 октября 2021 года. Неквалифицированный инвестор сможет без тестирования приобрести наиболее простые и наименее рискованные инструменты: например, акции, включенные в котировальные списки, государственные ценные бумаги Российской Федерации (ОФЗ), ипотечные облигации и облигации российских эмитентов с определенным уровнем кредитного рейтинга и инвестиционные паи биржевых, открытых и интервальных паевых фондов, а также иностранные ценные бумаги, отвечающие определенным критериям (при условии раскрытия информации). Сложные структурные продукты неквалифицированный инвестор не сможет купить вплоть до 1 апреля 2022 года. Например, таким инвесторам нельзя покупать облигации иностранных эмитентов, по которым не определен срок их погашения, а также субординированные облигации иностранных эмитентов. Однако есть ряд исключений. Так, с октября 2021 года, после успешной сдачи экзамена, неквалифицированные инвесторы могут приобретать структурные облигации, выплата дохода по которым зависит от одного из показателей: уровень инфляции; цена фьючерса на драгметаллы или нефть; цена на акции или облигации, торгуемые

на российской бирже и предназначенные для неквалифицированных инвесторов; курс валюты, установленный Банком России, а также биржевые индексы. После прохождения теста «неквалам» будет доступна маргинальная торговля и неспонсируемые иностранные ETF. Инвесторы, приобретавшие сложные инструменты до 1 января 2020 года, смогут покупать их и дальше без ограничений. Регулятор сможет ограничивать заключение договоров банками или профучастниками на покупку финансовых инструментов, если клиенту — неквалифицированному инвестору была предоставлена неполная или недостоверная информация о продукте и возможных рисках неоднократно в течение года или если сделка требует специальных знаний, опыта работы на финансовом рынке и статуса квалифицированного инвестора. Банк России также получает право возложить на банк или брокера обязанность выкупить за свой счет этот инструмент у клиента - неквалифицированного инвестора и возместить все расходы при заключении соответствующего договора, если банк или брокер неоднократно предоставлял ему недостоверную информацию, а также если действия финансовой организации «создают существенную угрозу правам и законным интересам физических лиц». Также принятый закон допускает на российский рынок иностранные биржевые фонды. Такие ETF должны входить в расчет одного из индексов, перечень которых установлен ЦБ РФ, или иметь маркетмейкера, который будет поддерживать спрос, предложение и цену торгов. Банк России может установить дополнительные требования для обращения таких инструментов в РФ.

известных вам ограничений. Я даже больше скажу: в значительной степени необходимость введения ограничений была связана с происходящим на рынке структурных продуктов — как биржевых, так и внебиржевых. Я сюда отношу в том числе внебиржевые деривативы (потому что это тоже в определенном смысле структурный продукт) и облигации со сложным структурным доходом. На отечественном рынке не было на тот момент настоящих структурных облигаций для некавалиторов с неполной защитой капитала, пока об этой проблеме можно говорить только гипотетически. Однако, если посмотреть на международный опыт последних лет (азиатский опыт, южнокорейский, в частности, а также опыт ряда других стран), то можно увидеть, что структурные облигации с неполной защитой капитала могут быть достаточно опасны для некавалитированных инвесторов. Большинство из них, как показал корейский опыт, не до конца понимали риски, связанные с приобретением структурных продуктов. Когда был зафиксирован убыток (в силу падения европейских индексов), для большинства людей это стало настоящим шоком. Правительство и регулятор были вынуждены вмешаться и достаточно жестко купировать ситуацию.

Поэтому когда мы говорим о рынке структурных продуктов, то задаем себе главный вопрос: а давайте поговорим об их уникальных преимуществах для потребителя, для инвестора в данном случае, в чем они состоят? Чем этот продукт лучше, например, настоящих структурных облигаций (потенциально возможных на нашем рынке), чем он лучше ETF, чем он лучше БПИФ на индекс? В чем его преимущество с точки зрения именно инвестиционной ценности?

В последние годы в мире набирает силу направление product governance, им

пользуются и регуляторы, и рынки, и саморегулируемые организации. В модели product governance (управление продуктом) один из ключевых вопросов — это потребительская (в данном случае инвестиционная) ценность. И я полагаю, что (с учетом опять же предшествующего опыта) имело бы смысл уделить этому вопросу внимание отдельно. Провести определенное, может быть, количество тематических дискуссий, посвященных ответу на этот и ряд других вопросов, о которых сейчас отдельно скажу.

Возвращаясь к прошлому опыту. Хочу напомнить, что регулятор выявлял на рынке продукты со сложным структурным доходом, где использовались так называемые собственные индексы эмитентов (например, индекс на 5–7 ценных бумаг, может быть, чуть больше). Но в условиях обращения было написано, что если цена любой из ценных бумаг, входящих в состав индекса (а он получался очень узким), падает на бирже ниже определенного уровня, то значение индекса становится равным 500. Таким образом, доходность этой бумаги по определению не могла превысить 0,05 годовых. Ну а защита капитала, хотя формально она имела место быть, тем не менее, уменьшалась на величину комиссии управляющей компании, ряд других сборов, которые делали доходность этого продукта отрицательной даже по сравнению с депозитом.

Разобраться во всем этом достаточно сложно. Поэтому первая проблема, о которой, мне кажется, стоит поговорить (или первая задача, которую необходимо решить) — это верификация индексов, которые не являются публичными. И дело не просто в отсутствии публичности, самой по себе публичности мало. Дело в том, что такие индексы могут иметь определенные особенности расчета, непонятные некавалитированному инвестору и позволяющие определен-

ным образом управлять вероятностью извлечения дохода.

Если посмотреть на Европу, то там получила широкое распространение индексная инфраструктура. Администраторы индексов — это независимые организации, которые проверяют индексы такого типа на качество, надежность, полноту, понятность, отсутствие каких-то изъянов (случайных либо, может быть, и намеренных). И выносят свое решение о возможности/невозможности их верификации и выпуска на рынок.

Мне кажется, первый вопрос, о котором имеет смысл поговорить, — это индексная инфраструктура. У Банка России есть совместная рабочая группа с Минфином, которая занимается вопросами индексной инфраструктуры. Плюс есть отдельно мини-группа в самом Центральном банке. Мы начали проводить тематические дискуссии с заинтересованными участниками рынка, и готовы их продолжить, потому что явно потребуются не одна встреча.

Вторая история — прозрачность и понятность ценообразования комиссий. Тут тоже надо глубоко разбираться. Как я уже сказал, интерес индустрии к продукту понятен. Важно понять, почему он интересен и нужен потребителю, инвестору, надо посмотреть на него с другой стороны. Важно понять, как формируется цена на подобные продукты, какова система ценообразования в плане дохода эмитента, дохода всех посредников. К сожалению, были кейсы, где мы видели двойные и даже тройные комиссии, взыскиваемые, по сути, просто за счет сложной упаковки изначальных базовых активов. Причем упаковка делала базовый продукт не более дешевым, а более дорогим, чем, например, БПИФ, в плане обслуживания.

Эта проблема — миспрайсинг — тоже требует отдельного обсуждения, именно



в силу того, что структурные продукты достаточно сложно устроены.

Следующая тема — ликвидность. Если мы говорим о сравнении структурных продуктов, структурных облигаций и, например, тех же ETF или БПИФов, то понимаем, что ETF, БПИФ как торгуемые на бирже инструменты имеют очень понятную, публичную систему определения стоимости, ее раскрытия, у них есть хороший вторичный рынок, есть поддержка, инвестор может в любой момент выйти из этих активов, он хорошо понимает, сколько инструмент стоит в каждый конкретный момент времени.

Исходя из того, что мы видим, по структурным продуктам это не всегда

так. Бывает, что эмитент раскрывает соответствующие особенности, бывает, что не раскрывает, а бывает, что раскрывает, но не все. Эти вещи тоже надо определенным образом отрегулировать.

Большое значение имеет вопрос маркетмейкинга: есть ли поддержка или ее нет, будет кто-то покупать эти продукты в случае досрочных продаж или не будет, каков гэп (имеется в виду, что цена продажи может существенно отличаться от неких условных котировок на данный момент). Совсем в этом смысле неочевиден вопрос со внебиржевыми инструментами, по которым ситуация еще более затруднена.

Имеет значение параметр, который в международной практике называется *sesuitable selling* (насколько эти продукты отвечают инвестиционным целям клиента). Опять же никуда не делся мисселинг пока. Мы очень надеемся, что в связи с введением новых методик — таких, как тестирование, удастся риски снизить. Но нужно какое-то время понаблюдать, как будет работать тестирование на тех инструментах, которые сейчас разрешены к продаже через тестирование, понять, есть ли нарушения, каков их объем, их значимость. Регулятор, конечно, презюмирует, что нарушений не должно быть, потому что мы все вместе долго работали над этим механизмом

и надеемся, что он себя оправдает. Но, безусловно, критерий истины — практика. Поэтому какое-то время регулятору необходимо, чтобы эту практику осмыслить. И надо понять, как регулятор сможет при необходимости пользоваться новыми инструментами воздействия на недобросовестных участников рынка (инструментами, которые связаны с возможностью временного ограничения продаж или обратным выкупом).

Мы рассчитываем, что нам этим инструментом пользоваться не придется или придется крайне редко. Надеюсь, что рынок, так же, как и регулятор, понимает, что продавать продукты нужно честно и вызова для применения регуляторных мер не создавать. Но, тем не менее, мы должны все осознать на материале текущей практики, которую увидим на рынке после 1 октября.

Таким образом, если говорить о позиции Центрального банка, то она примерно следующая. Мы видим несколько направлений обсуждения: 1) все, что связано с индексной инфраструктурой, 2) все, что связано с ценообразованием, 3) все, что связано с ликвидностью соответствующих инструментов, их прозрачностью, понятностью для потребителя. Мы готовы эту дискуссию вести, ни в коем случае не отказываемся от диалога. Мы также не занимаем предопределенную позицию, что структурные продукты не нужны розничному инвестору.

Но мы задаем вопрос, на которые нужно ответить до наступления соответствующих событий.

При этом регулятору кажется достаточно очевидным, что, например, до полноценного формирования индексной инфраструктуры продавать собственно индексы достаточно рискованно. Мы, будучи уверены в большинстве, скажем так, участников рынка и эмитентов, тем не менее не можем исключить появления плохих продуктов, которые будут

не совсем отвечать ожиданиям. И это может традиционно, как ложка дегтя, испортить всю бочку меда. Понятно, что эмитенты разные, кто-то вполне готов демонстрировать начинку индекса, а с кем-то это чуть более сложно. Поэтому нужна независимая индексная инфраструктура. Работа по ее созданию идет.

Я очень рад, что мы проводим сегодняшнюю конференцию, она, я надеюсь, позволит нам лучше услышать друг друга и договориться о дальнейших действиях. Еще раз хочу всех пригласить к участию в нашей рабочей группе. Если это интересно, Алексей, мы можем, не ограничиваясь рамками сегодняшней конференции, провести серию тематических встреч, посвященных тем или иным аспектам затронутых мною вопросов, с теми участниками, для кого эта тема стоит на повестке и кто хотел бы ее продвигать.

Но пока еще раз хотел обратить ваше внимание на то, что, в понимании регулятора, риски достаточно велики. Повторять ошибки прошлого совершенно точно нельзя. Поэтому потребуется достаточно много времени на прохождение процесса. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Михаил, спасибо. Я приветствую подход, который ты предложил, очень рассчитываю на твое выступление ближе к концу нашей сессии. Ты отчетливо сформулировал те озабоченности, которые испытывает регулятор в отношении рынка структурных продуктов. Это даст возможность всем остальным участникам адресовать в своих выступлениях комментарии именно к этим озабоченностям.

Тем не менее, я бы надеялся до 1 апреля найти решение по расширению круга инструментов в той степени, в какой мы найдем общую готовность на этот счет с регулятором. Как мне кажется, следует сфокусироваться на решении этой задачи именно до 1 апреля.

Следующим выступающим будет Иван Чебесков. Иван, опыт проведения рабочей группы Министерства финансов показал, что уступки (или компромиссы), на которые готов пойти рынок, довольно значительны. Например, это показал ход дискуссии насчет раскрытия информации о расходах, связанных со структурными продуктами. Индустрия готова раскрывать в паспортах сложных финансовых инструментов информацию о расходах, которые будет нести клиент, владелец соответствующих структурных продуктов.

Что вы думаете по поводу возможности расширения круга структурных продуктов с 1 апреля следующего года? **Иван Чебесков.** Алексей, спасибо большое за вопрос. Всем коллегам и участникам — доброе утро!

Мы действительно сформировали рабочую группу совместно с Центральным банком и с участниками рынка, чтобы разобраться в вопросе. Но пришли к осознанию, что нужно немножко расширять формат ее работы, поскольку имеет место озабоченность текущей, как мы это называем, архитектурой рынка. Мы не против рынка, а как раз «за», но стараемся смотреть немножко дальше: в перспективе 10 лет, 15 лет. И пытаемся в какой-то степени защитить рынок от самого себя, поскольку в такой перспективе все выглядит немножко по-другому.

Текущая архитектура, повторяюсь, не отображает интересов ни самой индустрии, ни клиентов. В связи с этим и были введены ограничения, которые мы сегодня обсуждаем. Мы, конечно, надеемся, что архитектура может поменяться к 1 апреля. Но вообще нужно осознать, что переход в новый формат, в новую парадигму обычно занимает больше времени.

Что имеется в виду, когда мы говорим про архитектуру рынка в целом?

Прошу прощения, сделаю отступление. Алексей отметил важность структурных продуктов и для инвестора, и для рынка: они дают возможность поучаствовать в росте, возможность гибкой настройки, возможность хеджирования, диверсификации. Но если говорить в долгосрочной перспективе, то станет ли этот продукт массовым? будет ли им массово владеть розничный инвестор? Я здесь пока скептичен. Не знаю, что показывает международный опыт. Но массовый продукт должен соответствовать нескольким критериям, чтобы и государство, и регулятор его поддерживали в качестве правильного инструмента инвестирования.

Первое: инструменты должны быть прозрачны и понятны для клиента. Со структурными продуктами это не всегда так. Это инструмент, скорее всего, пассивного управления. Понимаю, что у нас сейчас очень много «физиков» любят сами торговать, в том числе способствует этому легкий доступ через мобильные приложения. Но есть уже исследования, которые говорят, что эта простота и геймификация иногда заходит уже немножко дальше, чем хотелось бы, она начинает у человека вызывать даже зависимость к торговле. Тут надо быть осторожными.

Далее. Важная компонента долгосрочных инструментов — низкая комиссия. Все понимают, что комиссия — очень большая компонента совокупного дохода инвестора в долгосрочной перспективе. Если вы инвестируете на 20-30 лет и платите каждый год комиссию 2-3%, то совокупно это складывается в довольно большую сумму.

Потребительская ценность этого продукта тоже еще должна себя доказать. Действительно ли структурный продукт может стать массовым продуктом, прозрачным, низкокомиссионным. Или он все-таки будет нишевым

продуктом, нужным для определенной категории инвесторов, у которых уже есть другие продукты, уже сформирован портфель на 70, 80, 90%. А структурный продукт для этих инвесторов является небольшим довеском, который покупают по другим причинам: диверсификация, хеджирование или что-то еще. Пока до конца у меня эта картинка не складывается.

Не складывается картинка и еще в одном отношении. Те меры и ту архитектуру, которую мы с вами обсуждали, мы пока не видим как окончательные. Это, наверное, не удивительно, потому что прошло не так много времени, а обсуждалось достаточно много изменений. В первую очередь это касается, конечно же, КИДов. Возможно, полную цепочку ценообразования нужно обязательно раскрывать а первую очередь в КИДах. Раскрытие конфликта интересов не означает, что самого конфликта не будет, но, по крайней мере, мы информируем клиента об этом. В КИДах для нас важна, конечно, цветовая гамма риска, потенциальная доходность и прогнозный сценарий. Это, наверное, три ключевые вещи.

Механизм тестирования запущен. Мы хотели бы увидеть результаты, посмотреть статистику, проанализировать эффективность этого инструмента.

Далее. Здесь обсуждался биржевой сектор для облигаций со структурным доходом. Может быть, Игорь Марич сможет прокомментировать, насколько можно упростить эмиссию таких продуктов на бирже. В том числе, насколько могут снизиться или упорядочиться тарифы биржи.

Следующий момент — методологическая классификация всех таких продуктов. Международный опыт показывает (мы тоже полагаем это правильным), что продукты такого рода должны быть классифицированы. Грубо

говоря, чтобы было понятно, в какой пакет попадает тот или иной продукт. Чтобы это было понятно, в том числе, для клиента. Чтобы не было необходимости сравнивать какие-то изощренные названия, которые часто бывают у таких продуктов (типа «поучаствуй в супертехнологиях биотеха» и тому подобное). А чтобы было понятно, что этот продукт относится к такой-то категории, а тот — к такой-то.

Очень важная задача (наверное, одна из самых сложных) — система мотивации. Мы все понимаем, что пока не будет радикального изменения системы мотивации, то можно обсуждать что угодно, но коллеги, которые занимаются продажами, все равно будут действовать так, как настроена их система мотивации.

Мы видим в этом плане улучшения, но они вызваны скорее запретами и применением ручного управления, чем кардинальным изменением системы мотивации. Мы видим, что в некоторых банках проводятся эксперименты по изменению системы мотивации продаж инвестиционных продуктов. Пока это в рамках эксперимента делает очень ограниченное число участников. Посмотрим, как пойдет, что получится. Но такие эксперименты проводятся, это очень приятно видеть.

Следующий момент — система квалификации. Сейчас существуют условия квалификации инвесторов. Но давайте говорить честно: если человек имеет 6 миллионов рублей, это не значит, что он все знает про инвестиции. Вы наверняка встречали людей, у которых есть даже и 6 миллиардов, однако они не особо понимают, куда инвестируют. Тут нужно, наверное, исходить не только из того, сколько активов или денег на счете у такого клиента. Нужно, наверное, исходить из того, действительно ли он понимает, во что собирается инвестиро-

вать. Возможно (и, скорее всего) нужно тестирование для определения квалификации, а собственно сумма денег в принципе может быть и ниже, про это мы тоже говорим.

В заключение хотел бы сказать, что мы всегда придерживаемся комплексного подхода. Мы считаем, что единый подход должен быть ко всем структурным продуктам, для всех оболочек, в которых продают структурные продукты — это и ДУ, и брокерские продукты, и ПФИ, и ИСЖ.

Возможно, кто-то из вас видел, что по ИСЖ уже есть законодательная инициатива. Мы всегда слышали от брокерского сообщества, что есть арбитраж в сторону продаж ИСЖ. Так вот, мы законодательно пытаемся этот арбитраж сейчас устранить, вплоть до запрета продаж ИСЖ. То есть страхование жизни с инвестиционным доходом будет теперь продаваться только через новый продукт ИСЖ, который мы пытаемся разработать совместно со страховым сообществом. Такая инициатива есть.

Мы сейчас обсуждаем по преимуществу отечественные продуктовые фабрики. Но хочу обратить внимание, что активно развиваются и фабрики иностранные, которые продают свои продукты российским квалифицированным инвесторам. Нас это тоже беспокоит. Потому что, опять же: инвестор, у которого есть 6 миллионов рублей, не обязательно понимает, что именно покупает, а у иностранных продавцов, к сожалению, все еще менее прозрачно. Клиент видит не всю комиссию. Он не знает, что есть manufacturer (структура, которая изготавливает ноту, обычно она работает где-то в офшоре), которая тоже что-то зарабатывает на продукте. Клиент этого заработка не видит, а потом получает свой продукт, и ему говорят: с вас 2%. Это не очень честно, потому что когда покупатель был еще на пути к тому, что-

бы получить этот продукт и заплатить за него 2%, с него еще несколько раз где-то снималось по несколько процентов, и он этого, к сожалению, не видел. Мне кажется, такая практика несправедлива по отношению к инвестору.

Заключение. Надо постараться наладить эту архитектуру как можно быстрее. Если мы создадим все названные условия, то и для рынка, и для инвесторов структурные продукты могут быть полезны. Спасибо большое.

**Алексей Тимофеев.** Спасибо. Наверное, правильно следующим выступающим пригласить Игоря Марича. Игорь, я буду признателен, если ты будешь говорить не только об организованном рынке, а также прокомментируешь слова выступавших до тебя.

**Игорь Марич.** Спасибо большое, Алексей. Я действительно не буду привязываться только к биржевому рынку. И начну не с биржевых тарифов, потому что, на мой взгляд, это вопрос сугубо технический. Комментировать, отталкиваясь от того, что говорили Михаил и Иван, очень легко. Они подсветили ключевые вопросы развития рынка структурных продуктов в России.

Отечественный рынок довольно молод и невелик относительно тех же европейских стран с более давней историей развития структурных продуктов. Мы примерно на порядок отличаемся по объемам выпущенных облигаций (структурных облигаций, облигаций со структурным доходом), по количеству выпусков — примерно такая же разница. При этом, если посмотреть, какие инструменты у нас выпускались и выпускаются, то преобладают инструменты со структурным доходом. И, в общем, выпускает их небольшое количество участников — крупных банков. Собственно, основные участники этого рынка представлены сейчас на нашей

конференции участниками текущей дискуссии.

Понятно, что общий приток розничных клиентов на фондовый рынок (в том числе в облигации) не мог пройти мимо сегмента структурных облигаций. Банки активно продавали их разным клиентам, в основном (по количеству, да и по объемам) неквалифицированным инвесторам. И в основном, повторюсь, продавали относительно малорисковые облигации со структурным доходом. За последнее время, фактически с начала года, все это поменялось, как мы все прекрасно понимаем. Сейчас примерно в 5 раз уменьшились объемы облигаций со структурным доходом и где-то в 10 раз — количество инвесторов, которые покупают эти облигации. Остались только квалифицированные инвесторы. Вот, собственно говоря, картина рынка сейчас примерно такая.

Наверное, ни у кого из нас все же нет сомнений, что структурные облигации, облигации со структурным доходом — это те инструменты, которые должны быть в ассортименте и участников рынка, и инвесторов. Вопрос — действительно в тех рисках, которые возникают при работе с этими инструментами. Вопросы, которые поднимал Михаил Мамута, тоже абсолютно понятны. Индексы, которые заложены в эти структурные продукты; информация, которая доступна инвесторам, приобретающим эти продукты; соответствие инвесторов требованиям в плане понимания продукта, — это, безусловно, вопросы, на которые необходимо ответить для того, чтобы рынок мог активно развиваться дальше. Естественно, сказанное распространяется на вопросы прозрачности, справедливости ценообразования и ликвидности.

Это довольно сложные комплексные вопросы. На мой взгляд, было бы очень хорошо, если бы их не пытались решить



сразу в некотором, скажем так, идеальном виде. А находили бы ответы постепенно с учетом того, что уже работает на российском рынке и может быть довольно оперативно доработано. И по мере нахождения ответов на эти вопросы происходила бы некая либерализация регулирования и подходов к тому, какие именно облигации со структурным доходом могут быть доступны инвесторам.

Все же кажется, что можно было бы предлагать не только самые простые облигации со структурным доходом, но и какие-то иные инструменты. Чтобы они были доступны даже не то что не квалам: я здесь согласен с Иваном, надо привязываться скорее к тому, насколько

выполняются требования по индексам, по раскрытию информации и, главное, по обеспечению у инвестора понимания тех продуктов, которые он покупает.

Переходя к бирже, хотел сказать, что на отечественном рынке действительно сейчас нет системы регулирования индексной деятельности. Но уже есть довольно развитые институты, которые довольно давно обеспечивают расчет довольно большого количества индексов (я, естественно, говорю про биржи). Московская биржа, например, проходит аудит IOSCO, у нас есть индикаторы, аккредитованные Банком России как раз в плане качества их расчета. Фактически это требования, которые предъявляются

к администратору индексов и соответствуют международным требованиям.

Важно, чтобы эта система развивалась. Чтобы те индексы, которые используются в структурных облигациях, не были индексами из закрытого списка, который утверждается Банком России и изменения в котором должны проходить через довольно сложную процедуру принятия решения в Банке России.

Кажется, что все же здесь должны быть несколько другие требования. Может быть, имело бы смысл отталкиваться от тех практик, которые уже существуют: например, от биржевых индексов, пока не появились другие индекс-провайдеры уже в рамках но-

вой системы регулирования индексной деятельности. Я в данном случае не пытаюсь навязывать биржевые сервисы. Это, скорее, то, что Московская биржа могла бы делать как инфраструктурная рыночная структура, для содействия более плавному движению рынка к либерализации и соответственно тем требованиям, которые должны к нему предъявляться.

Аналогичная, в принципе, история в плане прозрачности цены и ликвидности. Это тоже достигается через биржевые торги. Либо, если мы говорим про цену, то существуют, например, ценовые центры, которые обеспечивают расчет прозрачной и справедливой цены. Кстати, по методикам, которые формируются вместе с участниками рынка.

Ну, и раскрытие информации. Понятно, что это общая наша задача. Московская биржа в части биржевых продуктов очень большое внимание этому уделяет. Как и повышению осведомленности клиентов о финансовом рынке и различных его инструментах. Мы общими усилиями могли бы предложить какие-то возможности для того, чтобы повышать информационную прозрачность структурных облигаций.

Переходя к вопросу биржевых тарифов. На мой взгляд, такого вопроса, в принципе, нет. На российском рынке не существует ни юридической монополии на биржевую деятельность, ни обязанности делать какие-либо операции именно на бирже, если мы говорим о структурных облигациях. Это в чистом виде вопрос договорных отношений с участниками. И Московская биржа всегда подходит к вопросам тарифов максимально гибко. Если это поможет развитию рынка, то мы готовы их даже обнулить на какой-то период времени, как мы зачастую делаем в других сегментах по другим инструментам. Повторюсь, это вопрос именно того,

как выглядит рынок, каким мы его, собственно говоря, ожидаем увидеть, в том числе по объемам, по количеству инструментов. Какие сервисы, какое value клиенты хотели бы получать от биржи. Если value есть, то вопрос тарифов не будет особенно возникать. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Кое-что, о чем говорили наши коллеги из Центрального банка, из Министерства финансов, кое-что, о чем говорил ты, Игорь, уже сделано или почти сделано. Тестирование введено, паспорта мы сделали, причем предусмотрели в этих паспортах и сценарный прогноз, и расходы, и индикацию рисков. У Центрального банка имеются беспрецедентные полномочия по возврату положения, существовавшего ранее, в случае фиксации серьезных нарушений правил предложения финансовых инструментов.

Что касается исключения практики манипулирования индексами. Мы предложили примерно 280 серьезных индексов от индексных домов (и широкого рынка и отраслевых), которые бы вполне устроили рынок, которые отличаются низким риском манипулирования. И, конечно же, в круг тех индексных провайдеров, на продукты которых структурные продукты могли бы делаться, должны входить российские организаторы торговли. Мы предложили и ограничение рисков по структурным облигациям — ограничение плеча, ограничение размера потерь уровнем 30%. Я говорил о них.

С этого можно было бы начать: перезапустить рынок 1 апреля и посмотреть, как работают все эти нововведения — и тестирование, и паспорта. И как складываются реальные практики предложения соответствующих финансовых инструментов.

Игорь, спасибо за выступление. Следующим выступающим я вижу Артема Мартиросова. Артем, чем даль-

ше, тем легче моим спикерам, как мне кажется, выступать. Потому что чем дальше, тем яснее позиция участников конференции. Артем, твое мнение по поводу рынка структурных продуктов: что можно сделать, каким он должен быть с 1 апреля следующего года?

**Артем Мартиросов.** Добрый день, коллеги! Спасибо большое за возможность выступить.

Я бы начал, наверное, даже не с того, каким будет рынок в апреле 2022, а с того, какой он сейчас. Если позволите, я бы немножко покритиковал текущую ситуацию. Несмотря на то, что закон принят, и с 1 октября на отечественном рынке вроде как доступны какие-то структурные продукты, на самом деле никаких продуктов по факту нет. Нет их, в том числе, из-за позиции Центрального банка, согласно которой, например, платежи должны отстоять на три месяца от даты фиксации выплаты или что структурный доход должен выплачиваться ежегодно. Хотя можно поспорить, написано ли это в законе напрямую.

Непонятно, какую цель мы преследовали, когда принимали этот закон. И непонятно, получили ли мы желаемое или нет. Вроде как идея была — дать некалифицированным инвесторам простой и надежный продукт, который может решать определенные инвестиционные задачи. Но по факту такого продукта нет. И непонятно, было ли это реальной целью — или все-таки хочется, чтобы такой продукт был.

Структурные облигации и облигации со структурным доходом — это два разных инструмента, но решают они две общие простые задачи.

Во-первых, они обеспечивают людям защиту номинала, либо частичную, либо полную. Полную защиту от убытков в случае облигаций со структурным доходом, либо частичную защиту при определенном снижении рынка, если мы

говорим про структурные облигации. Это основное качество, которое выгодно их отличает от других инструментов.

Второе важное качество (своей особенностью, скорее, структурным облигациям) — регулярный доход. Это то, что людям интересно и именно поэтому они покупают этот инструмент. Наверное, не надо гадать, займет ли этот инструмент большую долю рынка или нет, станет ли он доминантным. Это можно оставить решать инвестору. Мы не против, если это будет нишевый продукт, который будет занимать в портфеле инвестора 10-15%. Мы не стремимся к тому, чтобы структурные продукты конкурировали в портфелях инвесторов с ETF и БПИФами, или акциями/облигациями. Эти продукты решают определенную задачу и существуют именно ради этой задачи. Именно поэтому они существуют уже много лет, на западных рынках нормально прошли через несколько кризисов. Они имеют право на жизнь.

Мы давно ведем эту дискуссию, причем ведем ее, можно сказать, на повышенных тонах, — по крайней мере, со стороны регулятора. Нам бы хотелось, чтобы все-таки работал минимальный набор опций, которые мы хотим дать инвестору. Чтобы участники рынка могли сейчас выпустить продукт, привязанный к индексу Мосбиржи, и продать его неквалифицированным инвесторам. Сейчас это по факту невозможно. Хотелось бы такую возможность иметь.

Хотелось бы отдельно сказать про индексы. Сейчас на российском рынке работают три индексных провайдера: Московская биржа, ВТБ и Сбербанк. При всей сложности вопроса, при необходимости наличия сторонних администраторов, отрегулировать двух дополнительных (помимо Московской биржи) участников рынка, мне кажется, можно.

Учитывая, что эти два участника рынка являются по совместительству крупнейшими банками страны.

В европейском регулировании, о котором сегодня коллеги упоминали, всегда применяется принцип соразмерности. В индексы ВТБ и Сбербанка не миллиарды долларов вложены — так что и регулировать их нужно соответственно. Требования к Индексу Мосбиржи, безусловно, должны быть на порядок выше, чем требования к индексам ВТБ и Сбербанка. Тем не менее по факту делать индексы нам запрещают, никакого диалога на эту тему с нами не ведется. Хотя мы как раз рады рассказать про то, что делаем, и надеемся, что регулятор нас услышит.

В отношении прозрачности и ценообразования полностью согласен с коллегами. Более того, мы еще весной поддержали все инициативы, связанные и с предоставлением достаточного количества информации, и с КИДами, и с бэк-тестами, и со сценариями, и с раскрытием полной цепочки ценности. Полностью согласны, готовы все это имплементировать. Но, к сожалению, не видим пока никакой положительной динамики, все еще не можем продавать большую часть своих продуктов. Наши операции, как Игорь справедливо заметил, сильно упали и в объемах, и в доходах. Это ограничивает возможности инвестировать в дальнейшее развитие бизнеса, в повышение информационной прозрачности, в качество продукта.

И, несмотря на то, что мы готовы раскрываться, готовы давать новую информацию, повышать прозрачность и понятность продуктов для клиента, никакой динамики нет. Для нас важно понимать все-таки правила игры. Потому что любые требования, которые предъявляет регулятор, требуют от участников рынка действий и инвестиций. И, разумеется, времени. Хотелось

**От редакции.** Московская Биржа проходит ежегодный аудит финансовых индикаторов на соответствие Принципам IOSCO, по итогам которого формируется отчет независимого аудитора, подтверждающий соответствие финансовых индикаторов заявленным принципам.

Фиксинг Московской Биржи MOEX USD/RUB FX FIXING был аккредитован Банком России 14 июля 2016 года, при этом качество формирования индикатора было признано удовлетворительным, а качество функционирования Московской Биржи как администратора индикатора отвечающим требованиям Банка России. Семейство финансовых индикаторов Московской Биржи RUSFAR (Russian Secured Funding Average Rate) было аккредитовано Банком России 9 июля 2020 года, при этом качество формирования индикаторов, а также качество функционирования Московской Биржи как администратора индикаторов было признано удовлетворительным.

18 июля 2016 года ассоциация трейдеров развивающихся рынков - EMTA (Emerging Markets Traders Association) рекомендовала своим участникам использовать фиксинг Московской Биржи MOEX USD/RUB FX FIXING в качестве основного расчетного курса при исполнении внебиржевых сделок с валютными производными инструментами на российский рубль (беспоставочными форвардами и беспоставочными опционами).



бы иметь возможность какие-то продукты продавать уже сейчас. Мы делаем бизнес, поэтому возможности ждать, пока появится новая архитектура рынка на горизонте, допустим, 10 лет, просто нет.

Что хотелось бы еще сказать по поводу ликвидности и ценообразования? Структурные продукты традиционно обращаются вне биржи, за редким исключением. Если посмотреть, как складывается российский рынок, то на нем продукты с защитой капитала (то есть продукты со структурным доходом) — это биржевые инструменты, а продукты без защиты капитала — инструменты внебиржевые.

В плане ликвидности для инвестора это не играет большой роли. Участники рынка все равно предоставляют этот сервис, просто потому, что это для нас способ дать клиенту хороший продукт, а значит, получить его как клиента еще раз. Мы используем биржевую инфраструктуру, потому что в продукты с защитой капитала зашло больше инвесторов, и логистически гораздо удобнее это делать на бирже, не нужно создавать собственную инфраструктуру, есть уже готовая биржевая.

Инструменты без защиты капитала — это все-таки продукты для меньшего количества инвесторов. Поэтому вполне можно делать их вне биржи, эко-

номя на расходах и создавая, таким образом, более дешевый продукт. Но опять же подчеркну, на ликвидности инструмента это не будет сказываться, потому что для нас предоставление ликвидности — это вопрос конкуренции с другими продуктами, которые присутствуют на рынке. И если есть возможность дать клиенту ликвидность, это всегда плюс для нас. Есть простой экономический резон, почему это надо делать.

Но хочу отметить, что ликвидность в этом продукте не должна играть роль более значительную, чем в других инструментах. На рынке обращается большое количество инструментов (в том числе облигаций, в том числе

выпущенных крайне качественными и надежными эмитентами), которые обладают гораздо меньшей ликвидностью, чем структурные продукты, которые мы выпускаем. Это рынок, это нормально, такое бывает. Поэтому тот факт, что наш продукт покупает неквалифицированный инвестор, не означает, что этот продукт должен быть самым замечательным, самым дешевым и классным продуктом на свете. У продукта есть свои параметры, его преимущество — та же защита капитала. Он может быть менее выгодным или менее интересным, чем другие инструменты. Если мы информируем об этом клиента, если клиент может в доступном и понятном формате увидеть недостатки и/или преимущества продукта, это нормально.

То же самое касается стоимости. Мы бы тоже хотели, чтобы этот продукт был максимально дешевым для клиента. Но сделать его дешевым можно, если продавать в больших объемах. Сделать такой продукт сложно, это не бонд, это не акция. Чтобы создать структурный продукт, требуются достаточно большие инвестиции в инфраструктуру, в ИТ, в финансово-математический аппарат. Это достаточно сложный бизнес, который требует денег. Если мы делаем этот продукт массово, если возникает большой рынок, то можно сделать его дешевле, работает экономия на масштабах. Если мы ограничиваемся небольшим количеством выпусков, то, естественно, продукт дорожает.

В этом плане хотелось бы иметь поддержку, в том числе со стороны регулятора. Чтобы мы могли этот рынок развить локально так, чтобы он был подотчетен регулятору, был прозрачен для регулятора, но при этом у профучастников была достаточная экономия на масштабе. Чтобы мы конкурировали с коллегами по марже и делали этот

продукт более дешевым и доступным клиентам. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Перефразируя Артема, я бы сказал так: для того чтобы судить о том, насколько хорошо пловцы умеют плавать, хотелось бы, чтобы бассейн был наполнен хотя до половины. В противном случае мы никогда не сможем этого узнать. Пытаясь убедиться в том, что участники процесса хорошо бегают, нельзя убедиться в том, что они и плавают тоже неплохо.

Артем Фетисов из «Сбер КИБ», прошу продолжить дискуссию своими комментариями.

**Артем Фетисов.** Добрый день! Постараюсь не повторяться, поскольку много важного коллегами уже сказано. В принципе, за последнее время на рынок вышло много разнообразных продуктов и появилось много новых инвесторов. Сейчас выбор различных инвестиционных возможностей практически не ограничен. Появились российские акции, иностранные акции, появились ПИФы, в том числе закрытые ПИФы, появились различные структурные продукты, всякие нестандартные инвестиции, которые могут быть недоступны на биржах, но все равно активно предлагаются инвесторам.

Мы здесь говорим, в первую очередь, про структурные продукты, которые выпускают российские участники. Нет задачи сказать, что российские продукты лучше, чем у конкурентов. Но точно можно сказать, что иногда они позволяют создать для клиента уникальные характеристики риск-доходности.

Например, буквально недавно случился своего рода юбилей: пять лет назад мы запускали первые биржевые структурные облигации. Первые индексные структурные облигации мы запускали примерно три года назад. И, собственно, уже можно посмотреть, кто как умеет плавать. Потому что, например, у нас в

следующем году будет довольно большое количество погашений именно биржевых инструментов. Их базовые активы сильно выросли, и мы ожидаем, что клиенты получают хорошие цифры доходности, в абсолютном выражении около 10%.

Продукты с защитой капитала — это то, с чего стоит пробовать рынок самым начинающим инвесторам. Потому что у этого инструмента нет риска потерять вложенные средства. Да, есть риск недозаработать, но риска потерять вложенные средства — нет. И результаты подтверждают этот тезис. Они могут быть лучше или хуже, но клиентов, которые бы на этих продуктах потеряли деньги, в принципе нет.

При этом важно думать о том, куда движется российский рынок. Я, в принципе, согласен с коллегами (в том числе из Центробанка), которые говорили, что будущее — за развитием пассивного инвестирования. Тут важно отметить, что российские индексы именно и позволяют клиентам участвовать в трендах на пассивные инвестиции. По сути, клиенту достаточно просто посмотреть описание торговой стратегии, которая опубликована на сайте (будь то сайт Сбербанка, сайт ВТБ или какого-то другого участника), выбрать нужную стратегию, инвестировать в продукт. Потом можно просто отслеживать перфоманс. Не требуется ежедневно участвовать в фондовом рынке, что важно, поскольку позволяет клиентам нивелировать эмоциональные реакции, которые возникают, когда активно следишь за рынком, постоянно покупаешь/продаешь бумаги.

Очевидно, что на российском рынке есть примеры неправильного использования этих инструментов, когда видимостью инвестиционных индексов маскируются другие стратегии, имеющие целью продать в оболочке индексного продукта что-то иное, что может не под-

ходить инвестору. Мы всячески готовы участвовать в рабочих группах, чтобы отделить правильное от неправильного.

Мы, наверное, одними из первых на рынке внедрили паспорта финансовых продуктов (так называемые КИДы), при продаже продуктов используем риск-рейтингование. Рады слышать, что прорабатываются моменты, которые позволят сделать подход единым для всех типов инструментов, что не будет классификации по оболочке, а регулятор будет смотреть именно на суть продукта. Потому что сейчас клиент может купить иностранный ETF (например, на Московской бирже), где нет ограничений по начинке, в то же время к индексному продукту российского эмитента будут применяться ограничения.

Здесь уже говорили про ликвидность и ценообразование. Важно понимать, что ликвидность (в том числе, в самых известных иностранных ETFax) не появилась мгновенно. Это результат многолетней эволюции рынка. Инструменты, которые торгуются на сотни миллионов долларов в день, — это результат многолетней эволюции.

Российский рынок начал развиваться очень бурно, за несколько лет прошел этап становления и развития. Возможно, если бы ему дали возможность развиваться дальше, то начала бы и расти ликвидность, и сужаться спреды. Потому что чем больше инвесторов, тем лучше они понимают и процесс ценообразования, и где что торгуется. И сам механизм справедливого ценообразования проще сделать, когда справедливую цену определяет именно рынок. Возможно, какие-то ограничения [введенные на российском рынке] и призванные повысить прозрачность, в реальности немного притормозили вот этот самый процесс, когда рынок сам учится определять справедливую цену. Когда банк-эмитент выпускает долгосрочный продукт (ска-

жем, на пять лет), он очевидно берет на себя риски. Соответственно, если бы клиентов, уже купивших эти продукты, было много, то возникала возможность совмещать ликвидность от старых клиентов с ликвидностью от новых клиентов. Это опять же позволило бы снизить спреды, улучшить механизмы ценообразования.

Повторюсь, мы инициативы регулятора поддерживаем, готовы участвовать в различных процессах. Но не надо оценивать продукт по оболочке, нужно смотреть на профиль риск-доходности, который он предлагает. Механизмы, которые кажутся сложными, могут оказываться, наоборот, довольно простыми, понятными. И наоборот. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Артем, спасибо. Следующим выступающим я приглашаю стать Эдварда Голосова. Эдвард, поделись своими соображениями. **Эдвард Голосов.** Здравствуйте, коллеги! Большое спасибо организаторам за возможность наконец-то встретиться и после большого перерыва поговорить.

Я подготовил несколько слайдов. Организаторы, надеюсь, дадут возможность всем их видеть. Хотел просуммировать ряд перекликающихся тем. Есть мотивы, которые постоянно повторяются, я их назвал так: «Преимущества и мнимые недостатки».

Свое выступление я хотел начать с преимуществ структурных продуктов, причем, не побоюсь этого слова, уникальных преимуществ. Делаю такое сильное утверждение и думаю, что коллеги по цеху меня здесь поддержат. Преимущества, которые я суммировал на слайде, действительно уникальны и присущи именно структурным продуктам. Ни один другой инструмент на рынке таких преимуществ в такой комбинации не дает.

Что это за преимущества?

Во-первых, возможность защиты от разного рода рисков, в частности, рыночного и кредитного. Структурные продукты дают возможность защищать инвестора от рисков и делать различные уровни защиты — от нуля до 100%. Более того, возможны варианты с гарантированными выплатами. Ни один другой продукт, кроме структурного, не дает возможность это делать. Важно помнить, что у медали всегда две стороны: чем выше гарантия, чем ниже риск, тем, соответственно, ниже потенциальная доходность.

Во-вторых, диверсификация. Чтобы заработать в структурных продуктах, рост рынка не обязателен, это второе очень важное преимущество. По тем же самым автоколамам, как в России сокращенно их называют, платятся купоны, если базовые активы не падают ниже определенного уровня. То есть, рост рынка вовсе не обязателен для того, чтобы клиенты реализовывали хорошие, приемлемые и даже большие (и 15, и 20, и 25 и более) доходности.

По продуктам, которые называются range-accruals, платят купоны при условии, что базовый актив (или базовые активы) находятся в определенном коридоре. И для того, чтобы клиенту заработать, точно так же не обязательно, чтобы рынок рос.

Мы иногда про это забываем, смотрим на результаты последних лет, но последние несколько лет — это беспрецедентное стимулирование национальных экономик регуляторами во всем мире. Это вливание кэша, в конце концов, как мы сейчас видим, начало приводить к инфляции практически во всех экономиках. И сейчас многие аналитики говорят, что это, возможно, станет постоянным, что инфляцию не так просто будет победить. Период стимулирования в основном уже прошел, период бурного роста рынка может не

повториться, а нам необходимо предложить инвесторам инструменты, в которых они бы зарабатывали. Возможность зарабатывать даже при условии, что рынок не постоянно растет, а, например, находится в каком-то диапазоне, — это тоже уникальное преимущество, которое дает только структурный продукт.

Многие могут сказать, что защита есть и в других продуктах: например, в ИСЖ, в каких-то ETF могут быть очень нестандартные условия выплат. Но, коллеги, мы же понимаем, что, хотя по форме это другие продукты, но по сути это тоже структурные продукты. Поэтому я предлагаю все продукты делить не по названию, а по существу. По существу, те же самые ИСЖ, которые дают разные степени защиты, — это тоже структурный продукт, продукт со встроенными свойствами. То же самое относится к ETF. Свойства, которые я здесь перечислил, доступны только продуктам, структурным по существу, а формы могут быть разные.

Дальше я суммировал стандартные сомнения по поводу структурных продуктов, по поводу их нужности. Я решил упорядочить недостатки, которые постоянно упоминаются, и посмотреть немножко глубже: действительно ли это недостатки.

Говорят, что структурные продукты непонятны, непрозрачны. Что обычно имеют в виду? Что инвестор купил СП, но не знает, сколько и когда заработает. Но давайте посмотрим на контрпример. Вот купил я пару акций: например, «Газпром» и «ЛУКОЙЛ». И что, я действительно знаю, сколько заработаю и на каком промежутке? Нет, не знаю. Я только знаю, что смогу заработать, если эти бумаги вырастут. Когда они вырастут и насколько, ни один инвестор не знает и не может знать. Горизонт и величина заработка в обыкновенных незащищенных акциях зависят от тысячи факторов.

Теперь представим себе структурный продукт, скажем, автоколлы, купонные продукты, которые, по-моему, Михаил также упомянул в своем выступлении. Принцип очень простой: по такой бумаге платится купон 10% годовых, если ни одна из двух базовых акций не упадет ниже 80%, например, от начальной цены. Всё. По сути, я описал этот сложный структурный продукт одной фразой. И этот продукт может быть с полной защитой капитала, без проблем. Я могу просто две акции купить и держать, и никогда не буду знать, сколько и когда я заработаю. Либо я могу купить автоколл и знать, что заработаю 10% годовых в течение срока действия продукта (например, пять лет), если ни одна из двух базовых акций не упадет ниже четкого уровня — 80% от начальной цены.

Что в этом фундаментально непонятного и непрозрачного? Зависимость та же самая — рыночная, действуют те же самые мириады факторов, которые определяют цену акций, если держать эти акции напрямую. Но, по крайней мере, здесь я точно знаю, в какой срок и сколько заработаю.

Говорят, кроме того, что структурные продукты подвержены мисселлингу. Обычно имеется в виду, что их могут продавать как другие продукты, прежде всего, депозиты. Но, во-первых, любые продукты можно продавать неправильно, мисселить. Все прекрасно знают случаи, когда и обыкновенные рыночные инструменты, и ПИФы продавали практически как депозиты.

Какие здесь есть очевидные контрмеры, о которых мы говорим из месяца в месяц, из года в год? Я тут присоединяюсь к тому, что сказал Артем. Контрмерой является раскрытие информации через паспорт продукта. Паспорта мы уже запустили. Тестирование запущено. Очень хорошей практикой являются колл-бэки, в БКС такая практика

уже несколько лет существует. Это когда после продажи продукта клиенту звонят и задают несколько вопросов, чтобы понять, насколько клиент все понял. Это все возможно сделать для того, чтобы минимизировать мисселлинг, которому — опять же — подвержены любые инструменты.

Следующий контрдовод: структурные продукты подвержены мисспрайсингу. Под мисспрайсингом имеется в виду так называемая маржа эмитента. Простыми словами, кому и сколько пошло денег, когда некавал инвестор купил структурный продукт. Ну, вот некавал купил акцию второго эшелона, например, на американском рынке. Что мы знаем о том, сколько и кому при этом денег пошло? Есть какая-то нерегулируемая компания, с листингом акций, с минимальным раскрытием информации, гораздо меньшим, чем то, которое требуется сейчас по паспортам структурных продуктов. Я считаю, что считать такой прайсинг правильным — немножко не последовательно.

Очевидно, что механизмы регулирования структурных продуктов есть: это и раскрытие информации через паспорта продуктов, это и регулирование посредников (банков, которые эти продукты продают), и регулирование эмитентов. Если сейчас мы говорим о российских эмитентах структурных продуктов, то каждый из нас под лупой регулятора, каждый из нас раскрывает и будет раскрывать всю информацию, которая необходима. Неужели здесь есть проблема с регулированием маржи?

Есть еще один аргумент. Он обычно произносится очень-очень эмоционально: структурные продукты — оружие массового поражения. Это цитата из Уоррена Баффета, и слова эти были им сказаны не по поводу структурных продуктов, а по поводу деривативов вообще. Причем сказано это в 2002 году и



конкретно насчет покупки деривативов «с плечом», то есть на заемные средства. Это совершенно не те структурные продукты, о которых говорим мы, где возможные потери неквалифицированного инвестора фактически ограничены либо доходом по продукту, либо (в случае незащищенного продукта) просто телом продукта.

Когда инвестор покупает актив «с плечом», его потери могут превышать первоначально размещенные средства. Насколько я знаю, никто из присутствующих не предлагает бросаться в продажи структурных продуктов «с плечом». Кстати, Михаил тут привел пример южнокорейских событий. То, что там про-

исходило пару лет назад, происходило как раз из-за того, что инвесторы покупали продукты «с плечом», и у них были так называемые маржин коллы. Тут есть решение: если мы просто ограничим, какую бумагу, кому, с каким «плечом» можно покупать («встроенное плечо» можно даже регулировать), то проблем такого рода не будет.

Вот все, что хотел сказать. Мне кажется, очень важно все-таки сдвинуться с мертвой точки, перестать постоянно возвращаться к вопросу, нужны ли структурные продукты, есть ли у них преимущества, не слишком ли много у них недостатков. Если копнуть поглубже, то эти продукты никаким образом не

хуже, чем те, которые доступны неквалифицированным инвесторам. Я радую за то, чтобы мы наконец эту точку прошли и занялись позитивной частью. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Эдвард, спасибо большое. Антон Плясунов, могу ли пригласить тебя продолжить?

**Антон Плясунов.** Спасибо большое, Алексей. Коллеги, спасибо за возможность пообщаться. Очень согласен со всем, что говорил Эдвард, и с тем, что говорили Артем Мартыросов и Артем Фетисов. Просто попробую акцентировать какие-то моменты.

Мы совершенно точно согласны с тем, что рынок структурных продуктов

нужно регулировать. В этом смысле подход и общая тенденция того, что делает регулятор, мне кажется крайне позитивной и верной. Вопрос здесь, по большому счету, в деталях.

С одной стороны, раскрытие информации — это крайне важно, это европейский путь. По этой причине у нас уже достаточно давно имеются КИДы. И мы за то, чтобы их еще более стандартизировать и максимально приблизить к европейской модели: чтобы инвестор максимально ясно видел начинку того продукта, который приобретает: и маржинальность, и все остальное.

Одновременно сейчас сложилась не очень комфортная ситуация: текущий запрет регулятора по факту привел к тому, что неквалинвесторам, по сути, продавать нельзя ничего. При этом риски, о которых говорит Михаил Мамута, связаны с продуктами «с плечом», которых, давайте говорить по-честному, просто нет. Мы их не продаем ни квалам, ни неквалам, их просто не существует. Они теоретически возможны, но на практике их нет. Это раз.

Два. Мы продавали неквалам (и хотели бы продолжать продавать неквалам) продукты с полной защитой, которые мы делаем в оболочке инвестиционных облигаций (сейчас стали их называть облигациями со структурной начинкой). Они не могут нанести инвестору ущерб в виде убытка. Совершенно неважно, случится ли завтра новый 2008 год, или азиатский кризис, или что-то еще: эти бумаги по определению имеют полную защиту. При этом купонные продукты дают то преимущество, о котором подробно говорил Эдвард: они позволяют инвестору зарабатывать в ситуациях, когда рынок не растет. Это принципиальное преимущество.

Достигнуть сравнимого результата можно лишь активными спекуляциями,

которые, кстати говоря, неквалу (что странно) разрешены. И которые несут риск. Мы же говорим про продукты с полной защитой. Моя позиция состоит в том, что продукты с полной защитой (инвестиционные облигации и облигации со структурной начинкой) должны быть доступны неквалам по умолчанию. Могут быть какие-то ограничения на сверхсложные конструкции. Но те конструкции, которые зашиваются в обычные облигации, сложными не бывают, туда особо сложного ничего не зашьешь. Для сложного есть структурные облигации и структурные ноты, но они по базе доступны только квалам, здесь особых проблем нет.

Поэтому во что мы по факту уперлись? Есть закон, идеология которого мне кажется крайне верной, но реализация деталей этого закона приводит к тому, что рынок, по сути, закрывается. Сейчас неквалу продать нельзя ничего. Мы сейчас не можем выпустить инвестиционную облигацию, которая будет доступна неквалу. Если выпускать такую облигацию, по которой будут платить каждый год, то продукт получится настолько плохим, что я и сам бы его не купил, и продавать никому не стал. Поэтому по факту мы выпустим эту облигацию в том же формате, как и раньше, просто она будет доступна только квалам. Почему сделано именно так? Почему нельзя поправить закон так, чтобы достигалась цель обезопасить неквала, но дать ему инструмент? Аналогичная ситуация — со списками базовых активов, когда мы говорим про индексы.

Вылилось это в то, что структурные продукты для неквалов можно делать исключительно теоретически. Но практически — нет. Получается, что мы, преследуя теоретически крайне положительную цель, рубим все. Я вижу минус только в этом.

Надо подрихтовать эти моменты: чтобы были доступные, удобные, понятные и прозрачные базовые активы, чтобы неквалам были доступны продукты с полной защитой. И надо посмотреть, как работает тестирование. Мы полностью за тестирование, я считаю, что это совершенно нормальный подход. Сочетание тестирования и доступности неквалам простых профилей с полной защитой, мне кажется, вполне решает поставленную задачу.

Но есть нюанс. Мы говорим, что до 1 апреля регулятор будет смотреть, что происходит с тестированием. Но есть риск, что до 1 апреля никаких продуктов для неквалов на рынке не появится, так что и смотреть-то будет нечего. Вот в чем проблема.

С самим подходом к регулированию, повторюсь, я согласен. Но детали надо корректировать под реальность. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Антон, спасибо. Я сейчас рассчитываю на выступление Михаила, который, думаю, мог услышать в дискуссии немало важного. Вообще говоря, я отношусь к этой конференции (и ко всем вообще нашим конференциям), как к части деятельности НАУФОР по определению наиболее эффективных регулятивных условий, работающих на финансовом рынке. Это публичная часть обычно непубличных консультаций, которые у нас идут в том или ином составе (обычно гораздо более широком) с регулятором. Я очень признателен за возможность вести такие консультации и в непубличной, и в публичной форме также.

На что я хотел бы, чтобы ты обратил внимание, когда будешь комментировать. Первое, когда я говорил, что хорошо бы наполнить бассейн хотя до половины, что я имел в виду? Я думаю, что сейчас этот бассейн наполнен по щиколотку. Неквалифицированным ин-

весторам доступны лишь очень простые облигации со структурным доходом. Это, во-первых, само по себе маленькое предложение, а, во-вторых, некоторые разъяснения Центрального банка в части выплаты дохода делают объем этого предложения (воды в бассейне) еще более незначительным. Неинтересным для того, чтобы кто-то в этот бассейн вообще спускался.

Думаю, прежде, чем мы наполним его до краев, нужно будет его наполнить до середины и посмотреть, как это работает. И мне кажется, что мы немало чего уже сделали для того, чтобы позволить себе наполнить этот бассейн до середины. Мы уже ввели тестирование, мы ввели (еще раз повторюсь, на уровне внутренних стандартов НАУФОР) паспорта, которые предусматривают и раскрытие информации о расходах, и сценарные прогнозы, и индикацию рисков. И уже есть смысл взглянуть, как все это работает.

Предусмотрена судебная защита для клиентов, приобретающих внебиржевые производные финансовые инструменты. Банку России предоставлена возможность в случае нарушения правил продаж требовать выкупа. Предусмотрены требования к транспарентности изменений базовых активов.

Что мы имеем в виду, говоря, что бассейн можно наполнить до половины? Давайте к 77 предусмотренным сегодня индексам добавим индексы российских организаторов торговли плюс еще 280 примерно индексов солидных индексных домов. Давайте, может быть, разработаем простую формулу для проприетарных индексов, для первого периода сразу после 1 апреля, которая бы не вызывала ни у кого сомнений в плане уязвимости этих индексов от манипулирования.

Я бы предложил также сделать первый шаг в сторону структурных облигаций, ограничив риски уровнем

30% и ограничив «плечо» по ним. Распространить все это не внебиржевые деривативы. И вот тогда бы мы посмотрели в течение года (или двух, может быть, лет) после 1 апреля, как это работает. Это дало бы рынку основание спуститься в бассейн и начать плавать, изо всех сил стараясь убедить регулятора в том, что он, рынок, плавает хорошо. А регулятору — повод взглянуть на процесс, принять окончательное решение о том, стоит ли бассейн еще больше наполнить водой или нет.

**Михаил Мамута.** Алексей, извини, такая длинная эмоциональная тирада, что немного потерялся контекст. Но давайте так, коллеги. Во-первых, Алексей, ты абсолютно правильно сказал, что дискуссия публичная. В рамках публичной дискуссии, как все хорошо знают, регулятор не раскрывает (и не может раскрывать) конкретные факты, которые нас сильно смущают и о которых я обобщенно говорил в рамках своего выступления.

Но ты также хорошо знаешь, что в рамках надзорного взаимодействия, которое сейчас происходит по линии СРО, мы раскрываем намного больше чувствительных деталей, которые заставляют нас относиться к происходящему настороженно, коллеги. Поскольку тут все-таки профессиональная дискуссия, вы уж услышите меня, пожалуйста. Я понимаю, что хочется вывести на рынок новые продукты, новые интересные для продавцов (и теоретически для покупателей) предложения. Но следует балансировать этот процесс таким образом, чтобы не создать вместо одной проблемы другую, вместо другой третью и так далее.

Есть вопросы. Что касается нашей готовности их обсуждать, я уже сказал, что регулятор начал это делать. И я подтверждаю, что мы готовы это делать во всех возможных форматах, индивидуально встречаясь с теми

участниками рынка, кому это интересно. С рядом из них Банк России уже эту коммуникацию ведет. Мы абсолютно открыты и в рамках рабочей группы, и в рамках взаимодействия с СРО. Я думаю, никто не может быть недовольным коммуникацией, если заявил, что она необходима. Просто, может быть, не все участники пока сказали, что хотят эти вопросы обсуждать. Но с нашей стороны мы не видим никаких проблем расширить и состав участников, и глубину коммуникации.

Но, тем не менее, поверьте пока, коллеги, на слово, есть различные надзорные факты, которые подтверждают: не все так гладко. Рынок так устроен, что мы не можем осуществлять регулирование с точностью до конкретного эмитента. Это я реагирую на комментарий, что сейчас на рынке есть только два эмитента проприетарных индексов. Это правда, но завтра эмитентов может быть пять, послезавтра десять. Мы никак это не регулируем, сам рынок регулирует потребность в подобного рода продуктах и, соответственно, их выпуски.

В этом смысле наша задача — создать индустрию инфраструктурных компаний. Я не говорил, что это должен делать Банк России, Банк России вовсе не ставит своей целью регистрировать все конкретные индексы такого рода. Это и не нужно, и, наверное, невозможно. Речь идет о появлении независимой, но качественной профессиональной инфраструктуры, которая могла бы это делать.

В отношении того, что было сделано за последнее время. Тут несколько раз делали отсылки к принятым законам, их полномочиям. Коллеги, если у вас есть к закону вопросы, связанные со сроками вступления в силу отдельных положений, то их нужно адресовать законодателю. Мы, со своей стороны, эту проблему слышим, обсуждали внутри, получали соответствующий запрос.

Пока позиция наших юристов состоит в том, что лучше норму (о которой идет речь) поправить в самом законе. Мы не возражаем. Это понятная норма, ее имеет смысл поправить. Просто, видимо, когда участники рынка читали законопроект, еще никто из них до конца не осознал, каковы сроки реализации конкретных моментов. Поправки можно сделать, как мне кажется, достаточно оперативно. Просто надо обратиться к соответствующему субъекту законодательной инициативы, обозначить проблему, а мы готовы оперативно это со своей стороны обсудить. Проблем здесь мы не видим.

Дальше. Действительно есть большая разница между структурными продуктами с защитой капитала и структурными продуктами без или с неполной защитой капитала. Естественно, и связанные с ними угрозы и преимущества, назовем это так, тоже отличаются. Наверное, имеет смысл разделить дискуссию на две части: одна часть — по продуктам с полной защитой капитала, это облигации со сложным структурным доходом, вторая часть — облигации с неполной защитой капитала со структурным доходом.

Не хочу второй раз возвращаться в начало дискуссии, скажу следующее. Мы слышим все аргументы участников рынка. Мы точно так же, как и вы, заинтересованы в том, чтобы рынок был наполнен понятными, прозрачными, полезными для потребителя продуктами, в которых нет нечестного ценообразования, нечестных продаж и нет мутности в плане структуры. Я уверен, что значительная, может быть, подавляющая часть рынка смотрит на происходящее так же, как и мы. Но регулятору надо быть уверенными в том, что так смотрят все. Потому что есть проблема ложки дегтя в бочке меда, хорошо всем известная.

У нас есть время, коллеги. Никто нам не запрещает работать интенсивно, нао-

борот, давайте начнем процесс. У Банка России есть специальная рабочая группа, в которую входят представители многих департаментов, люди с большим аналитическим бэкграундом, с опытом, глубоко понимающие природу вопроса, готовые все обсудить.

Поэтому хочу закончить, как и начинал, на позитиве. С учетом всех высказанных позиций, приглашаю продолжить дискуссию. Надо сформировать перечень вопросов, которые мы обсуждали устно, а далее НАУФОР как СРО направит их Банку России. Можно сразу учесть там все замечания, предложения, комментарии участников рынка, которые здесь прозвучали. Я, со своей стороны, готов организовать процесс наиболее оперативно. Сколько времени пройдет до принятия решения, до появления качественной инфраструктуры, зависит в конечном итоге от нас с вами. Это явно не неделя, и, скорее всего, не месяц, но дорогу осилит идущий. Будем решать задачу по мере возможностей и по мере, скажем так, оценки потребности инвесторов.

Хотел бы еще раз в завершение сказать, что для регулятора принципиально важно такое свойство, как полезность продукта. Давайте спросим самих инвесторов, давайте проведем с ними фокус-группы, отдельные дискуссии, чтобы понять, что им нужно. Мы в рамках курса на лучшего розничного инвестора, который проводит Московская биржа, проводили несколько поведенческих экспертиз. И надо сказать, что по ряду инструментов инвесторы не выражали высокой заинтересованности. Вопрос, кому такие продукты интереснее, продавцу или инвестору — непрос. Вполне возможно, что появятся такие структурные продукты, которые будут интересны и полезны всем.

Предлагаю все технические вопросы решать максимально быстро.

Связанные, в том числе, с совершенствованием закона в части, которую мы обсудили. Создавать какие-либо технические препятствия мы совершенно точно не заинтересованы и не создаем, поверьте.

Очень интересная дискуссия, спасибо всем за выступления. Надеюсь, что этот обмен мнениями был всем полезен, и дальше мы постараемся выработать общие подходы к продвижению по теме структурных продуктов. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Михаил, спасибо. Вот как мы поступим. Большинство предложений НАУФОР уже направляла в Банк России. В ближайшее время мы направим их еще раз, может быть, ограничив несколькими наиболее принципиальными, дающими удовлетворительное решение на период сразу после 1 апреля. Как нам кажется (мы здесь искренни), закон позволяет прочитать его новеллы по-разному. И даже сам Центральный банк читал по-разному одни и те же положения закона, так что давайте это уточним.

Уважаемые коллеги! На этом завершим нашу сессию. Я очень признателен вам за ваши выступления. Спасибо большое. Мы в вашем распоряжении. Спасибо за ваше участие, до свидания. ▣

---

# Обошлось без шока

В рамках совместную онлайн-конференции НАУФОР и Московской биржи «Структурные продукты» состоялась сессия «Имплементация новых регулятивных требований по защите розничного инвестора». Участники обсудили, что происходило в момент имплементации нового регулирования.

Фотографии Павел Перов

Участники: Владимир Курляндчик (директор по развитию компании «ARQA Technologies»); Анатолий Чернов (директор по развитию платформы RU Data, Группа «Интерфакс»).

Модератор — Глеб Шевеленков (директор департамента долгового рынка ПАО «Московская Биржа»).

**Глеб Шевеленков.** Добрый день! Мы продолжаем нашу конференцию, посвященную структурным продуктам на российском рынке. Во второй панели предполагаем рассказать о том, какие практические решения мы с коллегами нашли для того, чтобы адаптировать новое регулирова-

ние по защите розничного инвестора к практике, дать возможность профессиональным участникам рынка ценных бумаг максимальным образом облегчить работу с этим новым явлением. Мы коротко поговорим о том, каким образом новое регулирование отобразилось на продуктовом ряде, каким образом инструменты теперь стратифицируются: на те, которые 1) доступны для всех инвесторов без ограничений, 2) также для всех инвесторов, но с ограничениями, 3) для неквалифицированных инвесторов, которые смогли пройти процедуру тестирования.

В сегодняшней панели принимают участие мои коллеги: директор по развитию компа-



нии «ARQA Technologies» Владимир Курляндчик, директор по развитию платформы RU Data Анатолий Чернов. В продолжение тем, которые обсуждались на первой панели, мы предполагаем дать участникам материал, который бы отобразил, в том числе, что профиль рынка в связи с введением в действие нового регулирования определенным образом изменился. А также постараемся показать, каким образом решения, предлагаемые ARQA Technologies, позволят брокерам упростить работу по обслуживанию поручений розничных инвесторов. Со стороны Группы «Интерфакс» RU Data Анатолий Чернов расскажет о том,

насколько непросто оказалось издать эмиссионные документы, желая должным образом проверить представленные на рынке инструменты на соответствие требованиям нового регулирования.

Предлагаю начать со слайдов, которые подготовлены на Московской бирже. Некоторые оценки влияния нового регулирования на рынок сегодня уже прозвучали. Традиционно показываем нашу любимую статистику, которая отображает приход розничного инвестора на фондовый рынок. Цифры, безусловно, впечатляют практически всех, кто так или иначе работает с розничными инвесторами. 14,5 млн новых

счетов — это непрерывно обновляемый рекорд. Посмотрим, что будет к концу года.

Тем не менее, хотел бы обратить ваше внимание на более консервативные цифры, которые отображают реальное участие приходящих инвесторов в практических операциях на рынке. Диаграмма справа показывает, что в этом году к рынку присоединились 2,1 млн розничных инвесторов. И вот обратите внимание: 2,1 млн новых инвесторов — пришли на рынок акций, это наиболее «посещаемый» сегмент рынка, на втором месте находится валютный рынок, на третьем месте — долговой рынок. В структуре

Московской биржи продукты, о которых речь идет на сегодняшней конференции, аллоцированы в сегменте долгового рынка. На этом рынке работают, в том числе, ранее пришедшие инвесторы. Таким образом мы видим, что среднее количество инвесторов, регулярно совершающих сделки на рынке облигаций, — 1 млн человек.

Ну, а снизу мы показываем, какова доля участия этих инвесторов в рынке. Обратите внимание: четверть объемов размещений на рынке корпоративных облигаций выкупается розничными инвесторами. Безусловно, речь в данном случае идет преимущественно о предложениях банковских групп, эти предложения изначально ориентированы на розничных инвесторов. Не все они, безусловно, являются продуктами со структурным доходом и тем более структурными облигациями, это все-таки, как говорилось на первой панели, продукт нишевый. Но, тем не менее, даже ванильные инструменты, ориентированные на розничного инвестора, представляют собой значительный сегмент рынка. Невозможно уже не учитывать столь значимое присутствие розничных инвесторов на фондовом рынке. И развитие регулирования, развитие бизнес-практик, методы обслуживания населения в данном случае определяют, будет ли этот инвестор удовлетворен результатами своего инвестирования и качеством услуг, оказанных всей инфраструктурой российского фондового рынка, включая брокеров. Чтобы, в конечном счете, инвестор продолжал присутствовать на рынке, а не снижал свое присутствие, как это бывало в прежние годы, особенно после прохождения рынка через зону турбулентности.

Отдельно хотим показать цифры, связанные со структурными облигациями. Сами структурные облигации, о которых сегодня говорилось довольно много, представлены на

российском биржевом рынке в ограниченном объеме. Тем не менее, могу сказать, что в этом зарождающемся сегменте есть очень интересные выпуски, есть даже инструменты, включенные в Сектор устойчивого развития. То есть это продукты, которые сочетают в себе специфику структурной облигации и довольно актуальные для сегодняшней повестки качества: ориентацию на финансирование проектов, снижающих экологическую опасность, повышающих экологическую устойчивость, или социально-значимых проектов.

Что касается инструментов со структурным доходом. В левой части слайда представлена динамика за несколько лет, здесь вы можете при внимательном рассмотрении (напомню, материалы после конференции будут доступны на сайтах Московской биржи и НАУФОР) увидеть, какую долю рынка какой из провайдеров этих инструментов занимает. Нужно отметить, что за непростые последние 2-2,5 года структура участия ключевых эмитентов в рынке не изменилась. Тем не менее, как видите, динамика роста стала достаточно спокойной.

А вот в сегменте размещений структурных облигаций эта же динамика роста стала драматичной. Первые три квартала — это фактически период, когда рынок стал работать в рамках так называемого Информационного письма Банка России. И мы видим, что продуктовое предложение существенно образом снизилось. Это касается как самих объемов продукта (в сегменте облигаций со структурным доходом они снизились на 74%), так и вовлечения в этот сегмент розничного инвестора. Во-первых, мы видим, что (как и ожидалось) в этом сегменте с начала года остались исключительно квалифицированные инвесторы, ну и обратите внимание на драматичное снижение объема операций. Может быть

в каком-то смысле интересным тот факт, что вовлеченность квалифицированных инвесторов в этот сегмент рынка возросла. Но в целом участие розничного инвестора в инструментах со структурным доходом снизилось на 90%. Это — прямая реакция индустрии на новые условия работы.

В первой панели говорилось о двух основных направлениях, которые позволяют институционализировать работу с розничным инвестором в отношении сложных инструментов. Это 1) ограничение доступа инвесторов, не готовых к работе с такими инструментами (так называемая маркировка, о которой мы будем говорить в сегодняшней панели, и 2) направление, которое согласно международным практикам является, вообще говоря, определяющим — раскрытие информации (термин «КИДы» сегодня тоже звучал). Речь идет о том, что инвестор, кроме традиционных многостраничных проспектов структурных облигаций и облигаций со структурным доходом (если говорить об облигационном формате сложных продуктов), должен иметь возможность прочитать документ, более простой для понимания, но в котором были бы сосредоточены сущностные характеристики интересующего инструмента. Такого рода примеры на отечественном рынке уже существуют, в данном случае речь идет скорее об экстраполяции этого продукта на сегмент сложных облигаций.

На слайде 6 мы собрали в целом картинку, каким образом поменялся ландшафт инструментов с точки зрения применения к ним новых требований. Сразу оговорюсь, не судите строго, эти данные даже не на сегодняшний день, мы их собирали пару недель назад, важно, что они дают общее понимание. Мы видим, что 78% облигаций от числа инструментов, представленных на Московской бирже, для простого розничного

инвестора теперь ограничены в плане покупки (в той или иной степени). В сегменте акций эта цифра несколько ниже — 35%, тем не менее это тоже серьезное значение.

В плане объема торгов. Мы посмотрели за период введения новых требований, как поменялось соотношение объема торгов простыми инструментами (которые доступны без ограничений) и сложных инструментов. Вот 48%, практически 50% общего объема торгов составляют торги инструментами, доступ к которым для розничных инвесторов теперь ограничен. Сразу скажу, этот объем обеспечен не только теми квалиинвесторами, кто успешно прошел тестирование, также работает и конструкция так называемой «дедушкиной оговорки». (*«Дедушкина оговорка», Grandfather clause — сложившийся в мировой практике принцип защиты инвестора от изменения законодательной или вводящей каких-либо международных санкций или торговых ограничений. Является разновидностью применения принципа «закон обратной силы не имеет» применительно к существующим уже отношениям или инвестиционным проектам. — Прим. ред.*). Соответственно, совокупность этих факторов позволила преодолеть рубеж перехода к работе по новым правилам без скачков. В том числе, рынок устоял 1 октября, я бы это оценивал позитивно.

На рынке акций переход к новым правилам отразился менее значимо. Тем не менее количество инструментов, которые мы отнесли к отмаркированным (доступным для квалифицированных инвесторов после успешного тестирования), достаточно велико. Это в определенном смысле создало проблемы для обслуживания клиентов: ведь им нужно было раскрывать информацию, причем много информации. Только на Московской

бирже в листинге на фондовом рынке всегда присутствуют в общей сложности порядка 3 тысяч инструментов. И в отношении каждого инструмента нужно было дать правильную информацию.

Еще буквально несколько слайдов покажу в качестве иллюстрации, как поменялся рынок. Можно видеть статистику участия квалифицированных инвесторов в размещениях облигаций со структурным доходом. Обратите внимание, что некавалы из этого сегмента ушли (это более детальная расшифровка информации о драматичном снижении объема торгов). Динамика действительно печальная. Тем не менее мы видим, что в течение года ухудшения ситуации нет. По нынешним временам это уже хорошо — с -учетом, по крайней мере, тех оценок, которые прозвучали в первой панели. Потому что регулирование оказалось достаточно сложным и местами, я бы даже сказал, немножечко внезапным для этого сегмента рынка.

Теперь пора оценить, как прошло преодоление первого порога, с которым столкнулся рынок — имею в виду ограничения, введенные для неподготовленного розничного инвестора по доступу к инструментам, скажем так, не самого высокого кредитного качества. В данном случае регулятор выбрал достаточно лояльный порог — BBB+, за что отдельное ему спасибо. Так вот, нам этот первый шаг показался вполне гуманным. Если посмотреть опять-таки на графики, то очевидно, что в данном случае провала на рынке не случилось. И это хорошо.

Последующие решения были, быть может, более жесткими. Мы видим, что требования для неквалифицированных инвесторов подняты до уровня AAA. Тем не менее, посмотрим, как с этими требованиями работать. В конце концов, ванильных инструментов на рынке тоже достаточно. Хотя, если возвращаться к теме сегодняшней

ней конференции, то облигации со структурным доходом, конечно, остаются за скобками для большей части инвесторов.

Тем не менее мы видим, что на фоне введения нового регулирования происходит рост количества инвесторов, которые успешно прошли тестирование.

Ну, и заключительный слайд, иллюстрирующий объемы сделок, совершенных физическими лицами, не имеющими квалификации, по инструментам с тестированием (приведены данные по рынкам акций, облигаций, паев). Мы видим, что здесь драматичного снижения также не наблюдается. Соответственно, нам представляется, что неквалифицированные инвесторы, прошедшие тестирование, на рынке присутствуют.

В дальнейшем будем рассчитывать на то, что рынок все-таки сумел преодолеть вот это шоковое состояние, возникшее в момент введения регулирования в действие. В этот момент на стороне брокеров возникли серьезные операционные проблемы в плане обслуживания поручений клиентов. На Московской бирже об этом знают хотя бы потому, что мы получили довольно обильную обратную связь, в том числе, по той причине, что наш продукт непосредственно применяется для работы с поручениями клиента.

*(Материалы панели публикуются в сокращении. Ознакомиться с полной записью панели, а также слайдами к презентациям можно на сайте НАУФОР: <https://www.naufor.ru/tree.asp?n=22465>). □*