

ДОКЛАД НАУФОР

**Текущее состояние фондового рынка России
и основные направления его развития**

Москва

ОГЛАВЛЕНИЕ

Summary	4
Часть I. Введение	6
ЧАСТЬ II. Российский фондовый рынок: современное состояние	10
1. Инструменты.....	10
1.1. Акции	10
1.2. Облигации	19
1.3. Производные финансовые инструменты	22
1.4. Инвестиционные паи ПИФ.....	23
2. Инвесторы.....	24
2.1. Население (домашние хозяйства)	24
2.2 Институциональные инвесторы.....	33
3. Брокеры и управляющие ценными бумагами.....	45
4. Инвестиционные советники.....	48
ЧАСТЬ III. Основные итоги развития фондового рынка в России в 2008-2020 гг.	
Проблемы развития фондового рынка	48
1. Обобщение в терминах показателей финансового развития	48
2. Недостаточная эффективность выполнения функций финансового сектора для социально-экономического развития как основная проблема российского финансового рынка	54
3. Структурные проблемы российского финансового рынка	59
3.1. Недостаточное присутствие населения на рынке ценных бумаг	59
3.2. Незначительные ресурсы институциональных инвесторов (НПФ, ПИФ, страховых компаний) и их недостаточное присутствие на фондовом рынке.....	59
3.3. Снижение конкуренции	60
3.4. Отсутствие стимулов к привлечению инвестиционных ресурсов на внутреннем рынке ценных бумаг.....	61
3.5. Недостаточный объем долгового рынка и высокая доля нерыночных сделок.....	62
3.6. Недостаточный объем и инструментарий рынка производных финансовых инструментов.....	62
Часть IV. Тренды развития мировой экономики и мирового финансового сектора	62
1. Замедление экономического роста и монетарная политика ведущих стран	62
2. Цифровизация. Трансформации финансовых институтов и формирование экосистем	63
3. Глобализация финансовых услуг	65
4. Повышение роли ESG-принципов	67
ЧАСТЬ V. Основные цели развития фондового рынка	68
ЧАСТЬ VI. Направления и меры по развитию финансового рынка	70
1. Стимулирование инвестиций розничных инвесторов на фондовом рынке	70
2. Развитие индустрии ПИФ.....	75
3. Развитие индустрии НПФ	78
4. Привлечение иностранных инвесторов.....	80
5. Расширение круга обращающихся финансовых инструментов	83
6. Развитие посредничества и инвестиционного консультирования	87

Summary

Развитие российского финансового рынка после кризиса 2008 года шло весьма неравномерно. По ряду показателей рекордные уровни 2007 года так и не были достигнуты (прежде всего, это касается объема IPO/SPO, который в 2020 году составил лишь 2% от уровня 2007 года, если считать в долларах, или 3,5%, если использовать его соотношение с ВВП). Более успешно развивался облигационный и срочный рынок, в то время как рынок акций сокращался – как по числу российских эмитентов, чьи акции торгуются на биржах, так и по капитализации и объему торговли, если выражать их в сопоставимых величинах (в долларах или в % к ВВП).

Важнейшим достижением в развитии российского фондового рынка стало массовое появление на нем сбережений домашних хозяйств, являющихся основными инвесторами на всех развитых рынках. Количество счетов уникальных индивидуальных инвесторов по итогам 2020 года достигло уровня в 8,8 млн человек, что соответствует 11,6% экономически активного населения, а на 1 апреля 2021 года превысило 11 млн человек (14,5% экономически активного населения). Главной причиной этого стала успешная политика макроэкономической стабилизации, проводимая Банком России. Но вместе с тем свой вклад в привлечение сбережений населения на рынок ценных бумаг внесли и финансовые организации, внедрившие удобные для розничных инвесторов технологии работы и предложившие им новые инструменты, соответствующие их инвестиционным предпочтениям. В этой связи нужно особо отметить создание ликвидного рынка иностранных акций на Санкт-Петербургской бирже, оборот на которой в 2020 году составил 34,7% всего российского биржевого оборота акций.

Совокупный объем финансовых ресурсов, размещенных домохозяйствами на брокерских счетах и счетах доверительного управления, составил по итогам 2020 года 6 трлн рублей. При этом приток средств населения на рынок ценных бумаг не привел к сколь-нибудь заметному сокращению притока средств населения на банковские счета и депозиты. Наиболее вероятным основным источником притока средств населения на фондовый рынок стали запасы наличных денежных средств, прежде всего иностранной валюты. В данном случае мы имеем дело с вовлечением в финансовый оборот ранее омертвленных ресурсов.

В последние годы на фоне притока средств населения на фондовый рынок интенсивно развивалась индустрия брокеров-дилеров, предоставляющая теперь и услуги инвестиционных советников.

Наряду с достижениями российский финансовый рынок сталкивается с многочисленными проблемами. Вот основные:

- несмотря на интенсивное открытие счетов розничными инвесторами, большая их часть остается незафондированными, число «реальных» инвесторов по-прежнему незначительно;
- институциональные инвесторы существенно отстают в развитии. Стоимость активов ПИФ, а особенно биржевых ПИФ, в России растет, однако общая СЧА ПИФ для розничных инвесторов (1,15 трлн руб.) несопоставимо меньше, чем стоимость активов, аккумулированных на брокерских счетах, а их отношение к ВВП выглядит крайне скромным по сравнению с большинством зарубежных стран. Негосударственные

пенсионные фонды после «заморозки» пенсионных накоплений находятся в сложном положении. С одной стороны, они аккумулировали значительные финансовые ресурсы (4,7 трлн руб.) и имеют большое количество клиентов (37,1 млн человек по ОПС и 6,1 млн человек по НПО). С другой стороны, они сталкиваются с регуляторными и репутационными проблемами, мало инвестируют на рынке акций, а перспективы их развития достаточно неопределенны;

- стимулы корпораций к привлечению капитала на рынке акций отсутствуют, что выражается в ничтожном размере рынка IPO/SPO;
- крайне высокая концентрация в большинстве сегментов небанковских финансовых институтов создает риск для конкуренции на финансовом рынке.

В сумме эти проблемы образуют самую важную проблему российского фондового рынка, которая состоит в том, что его роль в социально-экономическом развитии страны крайне незначительна. Более того, на фондовом рынке складывается дисбаланс между спросом, обеспеченным притоком средств домохозяйств на рынок ценных бумаг, и предложением вновь эмитируемых ценных бумаг российских эмитентов, который отчасти компенсируется развитием локального рынка иностранных финансовых инструментов.

Кроме внутренних проблем, российский финансовый рынок при рассмотрении вопросов будущего развития должен учитывать глобальные тренды, которые будут оказывать значительное влияние в среднесрочной перспективе. К таким трендам относятся:

- замедление темпов экономического роста и снижение ставок процентов в развитых странах до нулевого и даже отрицательного уровня, накачивание экономик ликвидностью через эмиссионную скупку финансовых активов;
- цифровизация и формирование экосистем, несущих не только позитивные новации, но создающих новые риски, влияющие на финансовую стабильность, конкуренцию и защиту прав инвесторов;
- вовлечение в трансграничные операции все большего количества участников финансового рынка, предопределяющее продолжение финансовой глобализации даже на фоне торможения экономической глобализации;
- повышение роли ESG-принципов в функционировании современных экономик и финансовых рынков.

Цели и задачи развития финансового сектора должны формулироваться исходя из существующих задач социально-экономического развития. Важнейшей целью финансового сектора в России на нынешнем этапе является содействие эффективному инвестиционному процессу в целях обеспечения финансирования и ускоренной диверсификации отечественной экономики, а важнейшим условием — опережающее (по сравнению с банковским сегментом) развитие финансовых рынков, и в первую очередь, пенсионных институтов и других небанковских финансовых организаций.

Предлагаемые меры нацелены на достижение главной цели развития российского финансового сектора и разделены на следующие направления:

- стимулирование инвестиций розничных инвесторов на фондовом рынке;
- развитие индустрии инвестиционных фондов;
- развитие индустрии НПФ;

- привлечение иностранных инвесторов;
- расширение круга обращающихся финансовых инструментов;
- развитие посредничества и инвестиционного консультирования.

Часть I. Введение

Финансовый сектор является неотъемлемой частью национальной экономики; потребности и перспективы его развития целесообразно рассматривать прежде всего в контексте тех народнохозяйственных функций¹, которые он призван выполнять. Среди этих функций можно выделить следующие:

- обеспечение эффективной аллокации ресурсов, основанной на действии ценового механизма;
- трансформация сбережений в инвестиции, прежде всего в долгосрочные;
- перераспределение и трансформация рисков.

Российская экономика на нынешнем этапе, в частности, характеризуется:

- слабой степенью диверсификации и высокой неравномерностью развития (в частности, это связано с концентрацией рентабельных производств главным образом в капиталоемких экспортно-сырьевом секторе и отраслях “первого передела”);
- преобладающим влиянием государства и принадлежащих ему компаний в большинстве значимых сфер деятельности;
- инвестиционной стагнацией (в том числе в результате преобладания стратегии “самофинансирования” капиталовложений со стороны компаний и остановки притока капитала из-за рубежа);
- высокими рисками предпринимательской деятельности и слабой степенью защиты прав собственности;
- низким разнообразием сберегательных возможностей для населения в рамках социально приемлемого сочетания доходности, ликвидности и риска.

Таким образом, сегодня крайне остро стоят проблемы эффективной аллокации финансовых ресурсов и межсекторального перетока капиталов в масштабах экономики, формирования источников “длинных денег” и их использования для вложения в производственный аппарат и инфраструктуру, преумножения средств населения и капитала других частных инвесторов путем вовлечения в инвестиционный. Спрос и предложение на российском фондовом рынке не сбалансированы.

Тот факт, что данные проблемы сегодня не находят эффективного решения, во многом связан с тем, что развитие отечественного финансового рынка сдерживается в результате действия комплекса разнообразных объективных, внешних по отношению к самому финансовому рынку причин. Тем не менее финансовый рынок характеризуется определенной самостоятельностью, что позволяет добиваться его развития даже в рамках существующих ограничений.

Настоящий доклад посвящен в первую очередь определению узких мест национального фондового рынка, основных направлений его развития и конкретных мер, которые могут быть приняты в целях обеспечения динамичного социально-экономического прогресса.

¹ Ross Levine. *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda* // *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 2 (Jun., 1997), pp. 688-726; Stiglitz J. *Financial Systems for Eastern Europe's Emerging Democracies*. ICS Press. — San Francisco, 1993; Данилов Ю. А., Абрамов А. Е., Буклемишев О. В. *Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора*. М.: ЦСР — РАНХиГС, 2017. с. 8.

Наш подход к подготовке настоящего доклада в значительной мере повторяет подход, который был реализован НАУФОР при подготовке в 2008 году концептуального документа “Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года)”², (далее — “Идеальная модель-2008”).

Положения “Идеальной модели-2008” активно использовались при разработке государственных стратегий в области развития финансового сектора, в том числе: Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года³; Концепции создания международного финансового центра в Российской Федерации⁴; Плана мероприятий по созданию международного финансового центра в Российской Федерации⁵; Плана мероприятий (дорожной карты) «Создание международного финансового центра и улучшение инвестиционного климата в Российской Федерации»⁶.

Отдельные меры, предложенные в «Идеальной модели-2008», были реализованы и содействовали развитию отечественного финансового рынка⁷:

- стимулирование многократного роста количества граждан, инвестирующих в ценные бумаги на фондовом рынке, включая создание института индивидуальных инвестиционных счетов (в “Идеальной модели-2008” — “индивидуальных сберегательных счетов” со сроком до достижения пенсионного возраста), освобождение от налога на доходы от операций с ценными бумагами публичных компаний в случае долгосрочного владения (в “Идеальной модели-2008” – для ценных бумаг всех публичных компаний), введение института инвестиционных консультантов и меры по повышению финансовой грамотности населения;
- развитие посреднической деятельности, в том числе освобождение от НДС деятельности брокеров и управляющих, а также совершенствование рыночной инфраструктуры, в том числе создание центрального депозитария и регулирование клиринговой деятельности;
- развитие российского облигационного рынка, в том числе упрощение процедуры эмиссии, отмена ограничения на выпуск облигаций акционерными обществами, снижение требований к биржевым облигациям, отмена налогообложения дохода от операций с облигациями;
- упрощение секьюритизации и создания структурированных продуктов, в том числе создание института SPV;
- развитие срочного рынка, в том числе регулирование ликвидационного неттинга, поддержка генеральных соглашений СРО для внебиржевых производных финансовых инструментов;
- создание сектора иностранных ценных бумаг.

За период, прошедший после 2008 года, на российском финансовом рынке произошли значительные позитивные изменения.

Во-первых, было в целом завершено создание законодательных основ для функционирования рынка.

² *Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года)*. – М., НАУФОР, 2008.

³ Утверждена распоряжением Правительства РФ от 29 декабря 2008 г. № 2043-р.

⁴ Режим доступа: <http://economy.gov.ru/minrec/activity/sections/finances/creation/conceptmfc>

⁵ Утвержден распоряжением Правительства РФ от 11.07.2009 № 911-р.

⁶ Утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 19.06.2013 № 1012-р.

⁷ Эти меры были предложены на страницах 193-205 доклада «Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года)». – М., НАУФОР, 2008.

Во-вторых, на российский рынок ценных бумаг пришел внутренний розничный инвестор, обладающий наибольшим объемом долгосрочных инвестиционных ресурсов, благодаря чему национальный рынок перестал критически зависеть от действий иностранных игроков и от трендов глобального рынка.

В-третьих, была сформирована надежная инфраструктура рынка, включающая крупные учетно-расчетные институты и современные технологии исполнения сделок и хранения ценных бумаг.

В-четвертых, существенно расширился спектр торгуемых на организованных рынках финансовых инструментов и предлагаемых клиентам финансовых продуктов, в том числе возник значимый сектор иностранных финансовых инструментов.

В-пятых, получило развитие саморегулирование.

Финансовый сектор в целом сформировался как важный элемент народнохозяйственной системы. Он опосредует сберегательно-инвестиционный процесс, обслуживает массового инвестора, создает новые качественные рабочие места и является крупным налогоплательщиком. Однако в целом налицо значительное отставание фактических показателей развития российского финансового рынка от обозначенных в «Идеальной модели-2008» целевых ориентиров.

Наибольшее приближение к целевым показателям показали стоимость корпоративных облигаций в обращении (при заявленной цели в 28% ВВП 14% - в 2020 году) и количество счетов физических лиц, зарегистрированных на бирже (при цели в 25 млн – более 10 млн счетов). Причина относительного успеха по этим направлениям – политика макроэкономической стабилизации, в результате которой процентные ставки и инфляция значительно снизились. Еще более значительным достижением является развитие сектора иностранных ценных бумаг, который в 2008 году отсутствовал – количество иностранных ценных бумаг и объемы их оборота в доле от рынка отечественных инструментов превосходят целевые показатели, однако это отчасти связано с отсутствием прогресса в развитии рынка отечественных финансовых инструментов.

Наименьшими являются результаты по увеличению капитализации рынка, развитию первичного рынка IPO и НПФ. Причины очевидны:

- для капитализации и IPO — утрата экономической динамики, в результате чего кардинально сократились стимулы к долгосрочному развитию корпораций и исчезла привлекательность роста капитализации как цели корпоративного развития; резкое сокращение притока иностранных инвестиций в результате санкций;
- для НПФ – мораторий на формирование накопительной пенсии и существенное ужесточение регулятивного режима.

Следует отметить, что в целом в течение 2008-2020 гг. экономическая политика государства не способствовала развитию российского финансового рынка. Именно в этом мы видим главную причину заметного отставания по всем целевым параметрам развития финансового рынка «Идеальной модели-2008» на период до 2020 года, представленным в долларовом выражении. Сказалось влияние девальвации рубля и низких темпов роста экономики – долларовая величина ВВП России 2020 года составила 46% от нашего прогноза.

Кроме подхода, реализованного в «Идеальной модели-2008», мы будем также опираться на методические наработки доклада, подготовленного в 2017 году для

Центра стратегических разработок⁸: в нем на основе анализа выполнения финансовым сектором своих социально-экономических функций были выявлены наиболее существенные препятствия для развития финансового сектора и сформулированы предложения по их преодолению.

Среди важных изменений после 2008 года — создание мегарегулятора на базе Банка России, который объединил регулирование и надзор в отношении всех финансовых организаций. К его функциям относится и определение основных направлений развития финансового рынка, которые готовятся в дискуссии с рыночным сообществом.

В настоящее время Банк России принял и реализует “Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019-2021 годов” (ранее действовал аналогичный документ на период 2016-2018 годов). Некоторые меры из предусмотренных этими документами реализованы, но многие остаются актуальными и сегодня. Анализ реализации стратегии 2016-2018 годов и оценка документа на период 2019-2021 гг. были даны Счетной палатой России⁹.

Настоящий доклад при рассмотрении стратегических вопросов развития российского финансового рынка ориентируется на временной горизонт до 2030 года. Мы надеемся, что доклад будет полезен для разработчиков государственной программы развития финансового рынка, а также для формирования других документов стратегического планирования в области развития финансового сектора.

Авторский коллектив:

Части I-V

Абрамов А. Е., заведующий Лабораторией анализа институтов и финансовых рынков РАНХиГС;

Буклемишев О. В., заместитель декана экономического факультета МГУ им. М. В. Ломоносова;

Данилов Ю. А., ведущий научный сотрудник РАНХиГС;

Кокорев Р. А., заведующий лабораторией финансовой грамотности МГУ им. М. В. Ломоносова;

Тимофеев А. В., президент НАУФОР;

Трегуб А. Я., начальник аналитического управления НАУФОР.

Часть VI – использованы материалы НАУФОР и авторов.

НАУФОР и авторы выражают признательность ПАО «Московская Биржа» и ПАО «Санкт-Петербургская Биржа» за предоставление данных и консультации в ходе работы над докладом.

⁸ Данилов Ю. А., Абрамов А. Е., Буклемишев О. В. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. М. ЦСР - РАНХиГС, 2017.

⁹ Счетная Палата Российской Федерации (2020). Отчет о результатах экспертно-аналитического мероприятия «Анализ реализации основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов и оценка основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов». Режим доступа: <https://ach.gov.ru/upload/iblock/00d/00d67c-570b509a973844324f644112ed.pdf>

ЧАСТЬ II. Российский фондовый рынок: современное состояние

1. Инструменты

1.1. Акции

Российский рынок акций одним из немногих в мире не достиг уровней до кризиса 2008 года по основным показателям финансовой глубины (см. таблицу 1).

Таблица 1.

	2007 г.	2020 г.	2020/ 2007
Капитализация, млрд долл.	1342	694	52%
Объем торговли акциями, млрд долл.	1227	486	40%
Объем IPO, млрд долл.	29,4	0,6	2,0%
Капитализация, в % к ВВП	98,9	48,2	49%
Объем торговли акциями, в % к ВВП	47,3	32,9	69%
Объем IPO, в % к ВВП	1,2	0,04	3,5%

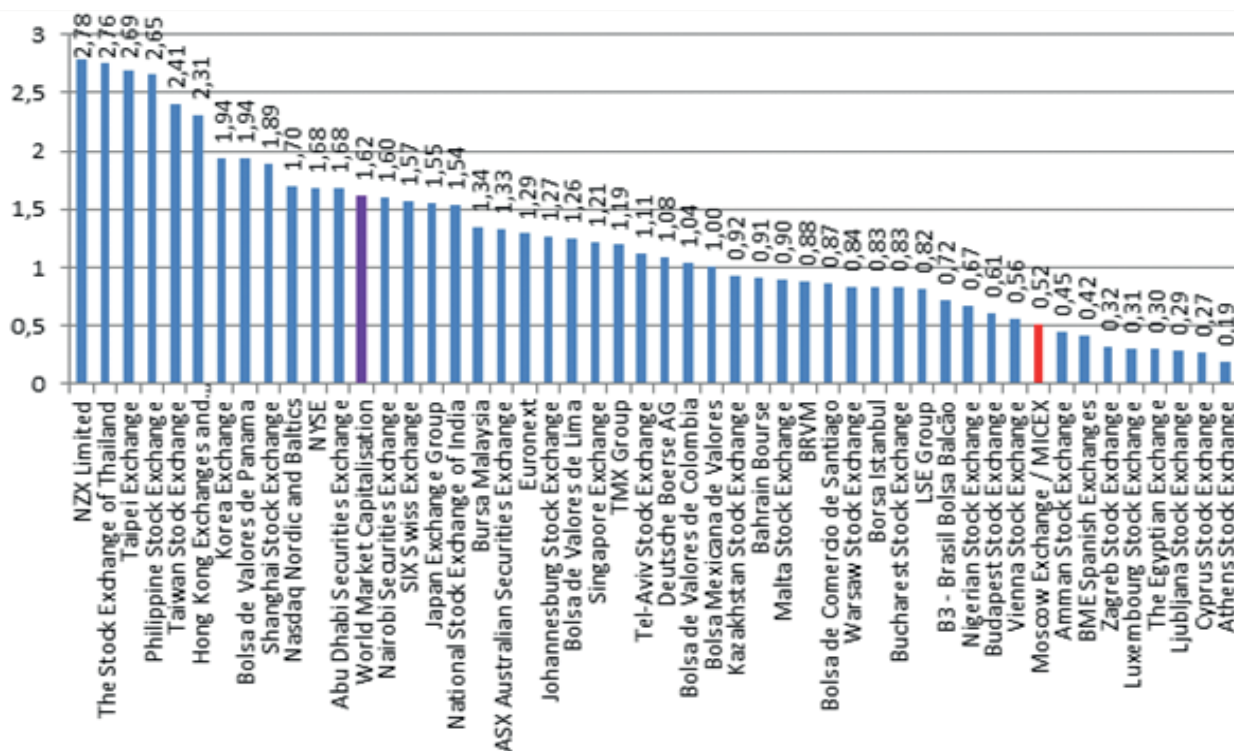
Источник: данные НАУФОР.

Примечания.

1) Объем торговли акциями приводится без учета сделок репо. 2) В объеме торговли за 2020 год учтены сделки с иностранными акциями.

Капитализация финансового рынка России в 2020 году составила немногим более половины капитализации 2007 года (в долларах США), в то время как общая мировая капитализация выросла в 1,62 раза (см. рис. 1).

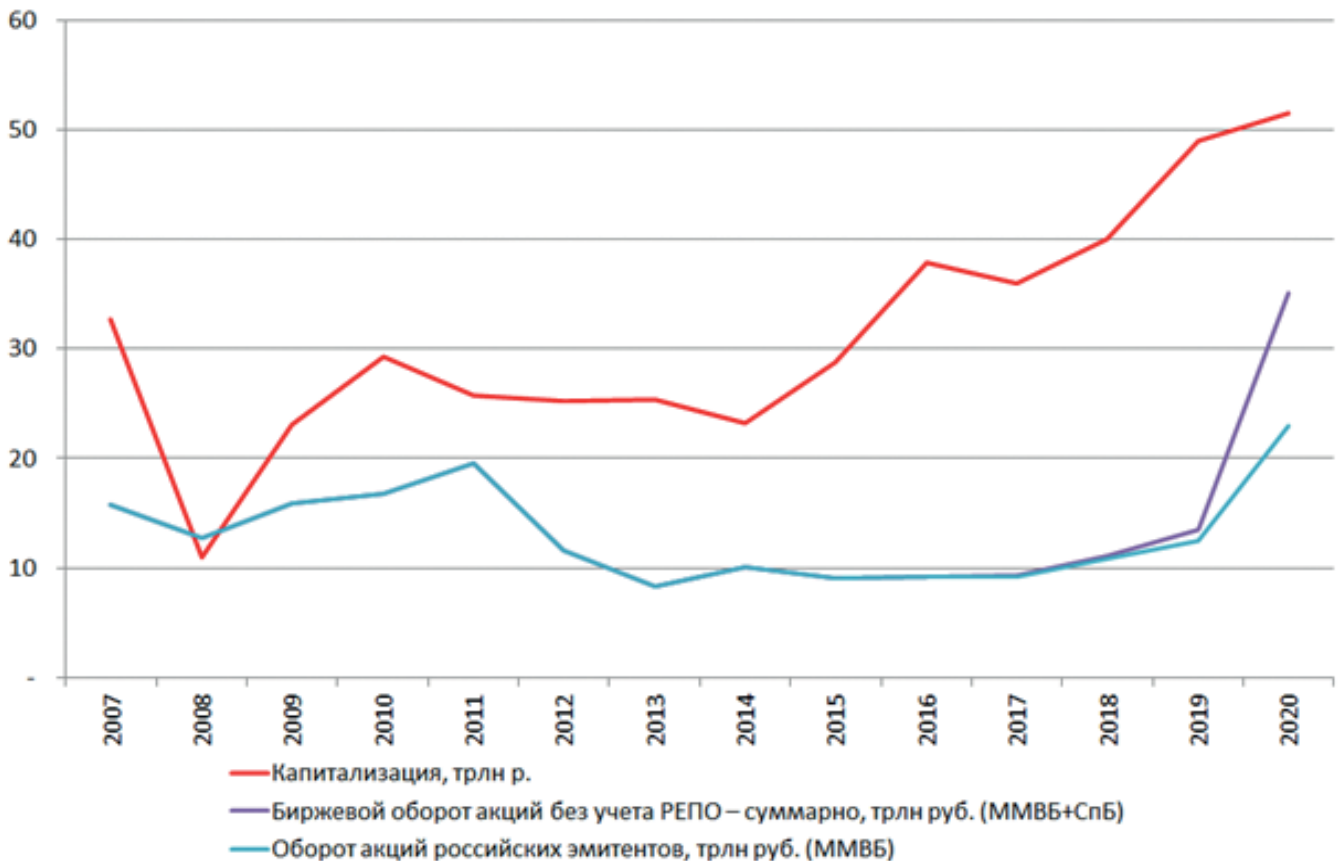
Рисунок 1. Соотношение уровней национальной капитализации России в 2020 и 2007 гг.



Источник: рассчитано по данным Всемирной федерации бирж.

Соотношение капитализации и ВВП (48%) по итогам 2020 года также до сих пор остается значительно ниже уровня 2007 года (99%). Абсолютные значения показателей капитализации и объема торговли в рублевом выражении выглядят существенно лучше, но они лишь в последнее время превзошли уровень 2007 года (см. рис. 2). Очевидно, что скачок показателя объемов торговли прямо связан с приходом на рынок сбережений домохозяйств, а резкое увеличение объема торговли в 2020 году произошло в большей мере за счет операций с иностранными акциями.

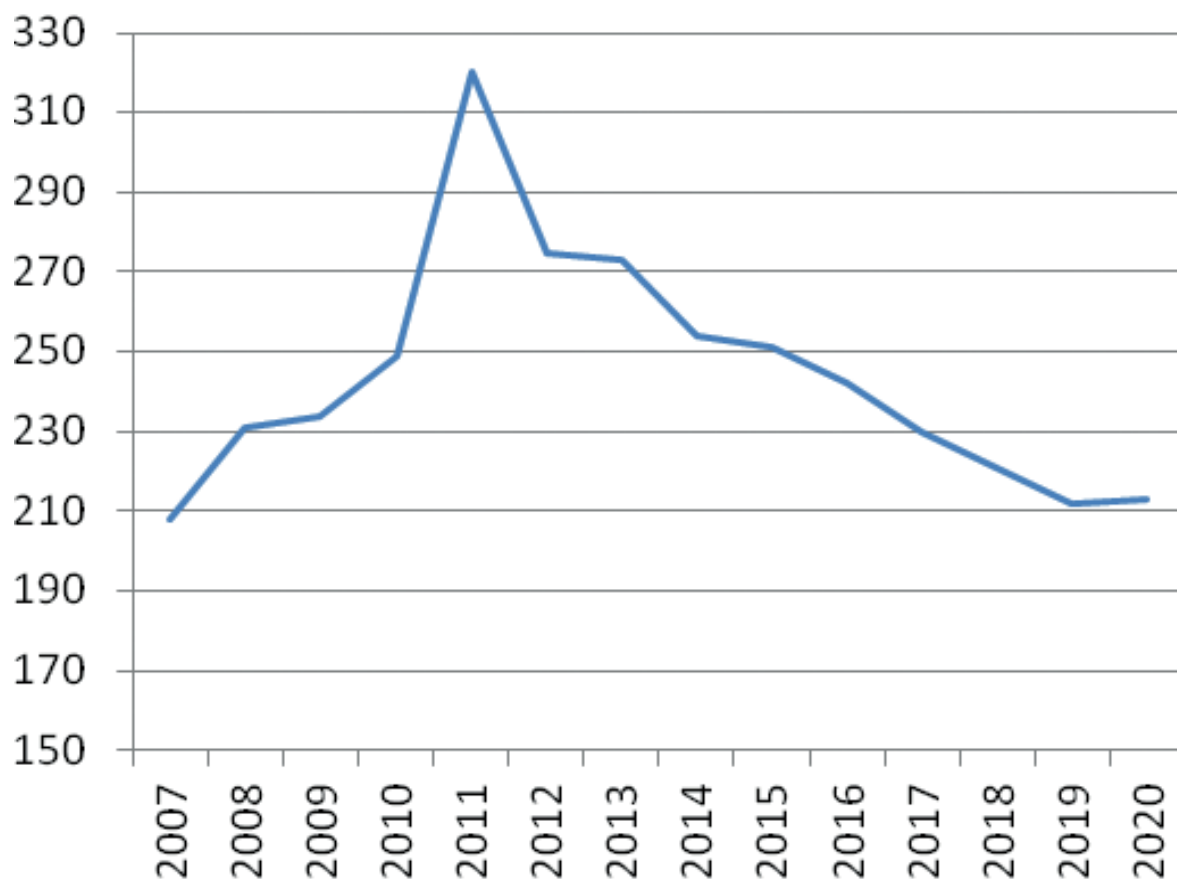
Рисунок 2. Динамика показателей капитализации и объема биржевой торговли акциями (трлн рублей)



Источник: НАУФОР.

Незначительный приток на биржу новых эмитентов сопровождался гораздо более заметным оттоком ранее представленных на бирже корпораций, проводивших делистинг (см. рис. 3). Количество отечественных эмитентов в биржевом листинге акций сократилось с 293 в 2012 году до 213 в 2020 году.

Рисунок 3. Количество российских эмитентов акций в котировальных листах, 2007-2020 гг.



Источник: Московская биржа, НАУФОР.

Серьезной проблемой российского рынка акций является высокая концентрация национальной капитализации и биржевого оборота на ограниченном количестве акций крупных корпораций, представляющих узкий отраслевой спектр. По данным НАУФОР, по итогам 2020 года доля десяти наиболее капитализированных компаний в национальной капитализации составила 65,5%¹⁰, а доля десяти наиболее активно торгуемых акций в совокупном биржевом обороте российских акций — 73,5%.

В целом размер внутреннего фондового рынка не соответствует масштабу и сложности российской экономики, динамика которой с 2013 года не позволяет надеяться на скорые сдвиги в преодолении данной диспропорции. На рынке фактически не представлены целые отрасли народного хозяйства (например, сельское хозяйство, производственная и социальная инфраструктура) и многие важнейшие отрасли промышленности.

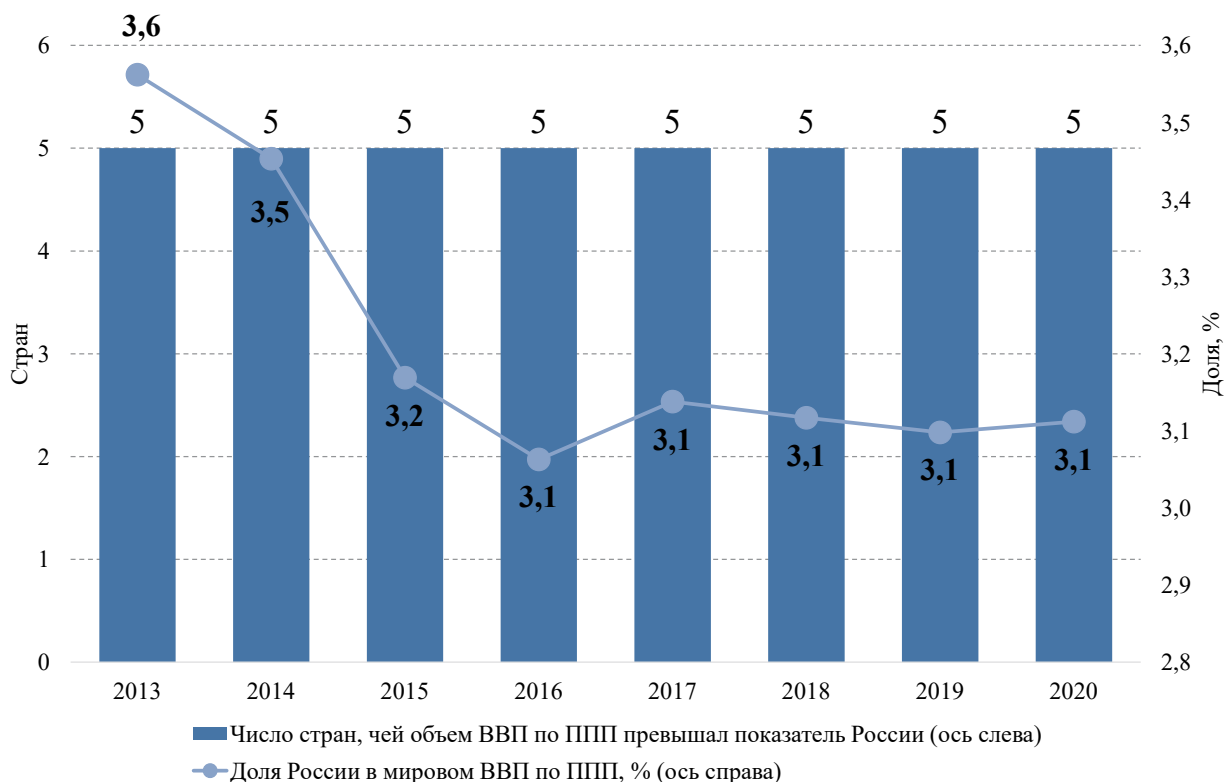
Далеко не все компании, акции которых доступны инвесторам на биржевом рынке, имеют долгосрочную историю котировок (параметров доходности и риска). По нашим расчетам, в 2011-2020 гг. на Московской бирже инвесторам были доступны 278 выпусков акций, из которых только 151 акция торговалась все эти десять лет, и лишь 74 были в той или иной мере ликвидными (то есть имелось предложение на продажу не менее десяти дней подряд). При среднегодовых значениях доходности около 9% и риска (стандартного отклонения) 20% портфеля индекса Московской биржи за указанный 10-летний период среднегодовая доходность указанных 74 выпусков акций колебалась в диапазоне от -21 до +28%, а показатель среднегодового риска (среднеквадратичное отклонение) – от 22 до 75%. Таким образом, инвести-

¹⁰ Крупнейшие пять (Газпром, Сбербанк, Роснефть, Норникель, Новатэк) занимают 45,3%.

рование в ограниченное количество акций существенно повышало риски инвесторов. Дополнительной проблемой для долгосрочных вложений в рублевые активы остаются регулярные девальвации рубля с циклами 6-8 лет.

Параметры российского рынка акций указывают на отсутствие глобальной конкурентоспособности (см. рис. 4-9¹¹). По последним опубликованным данным, в 2013-2020 гг. размер российской экономики по паритету покупательной способности (ППС) уступал лишь пяти странам в мире, а ее доля в мировой экономике составляла 3,1% (в 2013 г. — 3,6%). При этом в среднем за период 2013-2020 гг. по числу компаний в листинге Московская биржа уступала 37 биржам в разных странах, по капитализации – 23, ликвидности биржевых торгов – 27, объему сделок IPO-SPO – 40 биржам. За тот же период времени средняя доля России в количестве компаний в листинге в мире составляла 0,5%, капитализации – 0,7%, объеме биржевых торгов акциями – 0,2%, стоимости сделок IPO-SPO – 0,1% и объеме сделок слияния и поглощения (M&A) – 1,25%. Хотя в 2019 г. произошли некоторые улучшения в показателях листинга, капитализации, биржевой ликвидности и M&A, глобальная конкурентоспособность рынка акций России остается низкой.

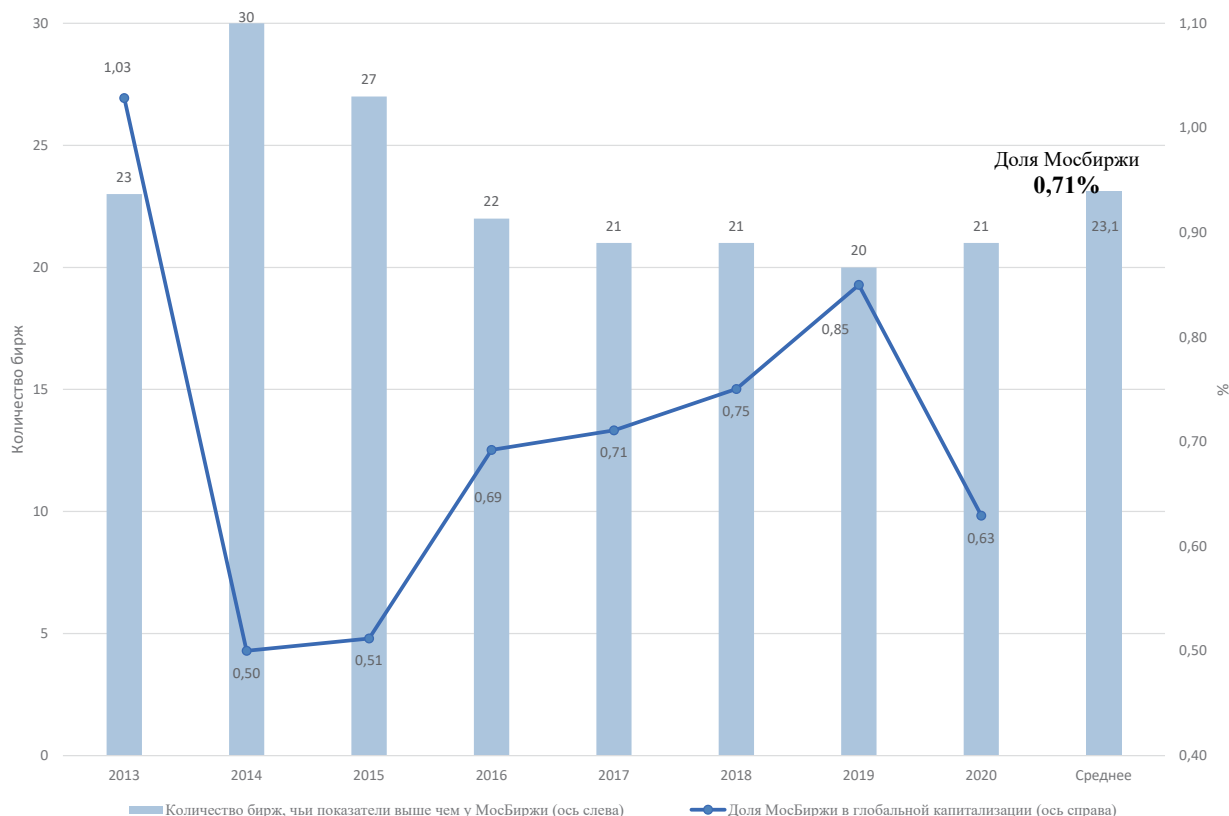
Рисунок 4. Россия на фоне мира, ВВП по ППС в долларах



Источник: расчеты ИПЭИ РАНХиГС по данным Международного валютного фонда.

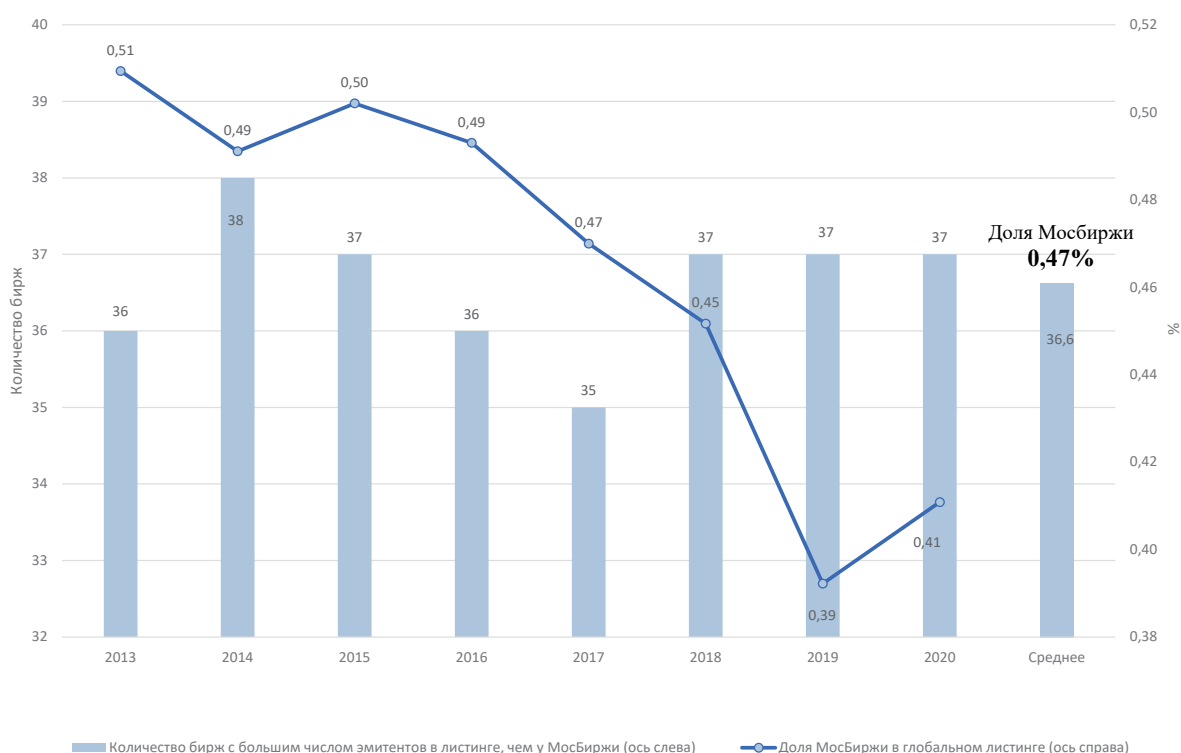
¹¹ Источники: расчеты авторов по данным World Development Indicators (WDI) Всемирного банка, Всемирной федерации бирж (ВФБ), информационных ресурсов Merger.ru (<http://mergers.ru/>), агентства Cbonds и Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>.

Рисунок 5. Количество иностранных бирж с большим числом эмитентов в листинге, чем у Московской биржи, и доля в % МосБиржи в выборке листинговых компаний на глобальном фондовом рынке



Источник: расчеты ИПЭИ РАНХиГС по данным Всемирной Федерации бирж.

Рисунок 6. Количество бирж с большей капитализацией эмитентов в листинге, чем у Московской биржи, и доля в % МосБиржи в глобальной капитализации



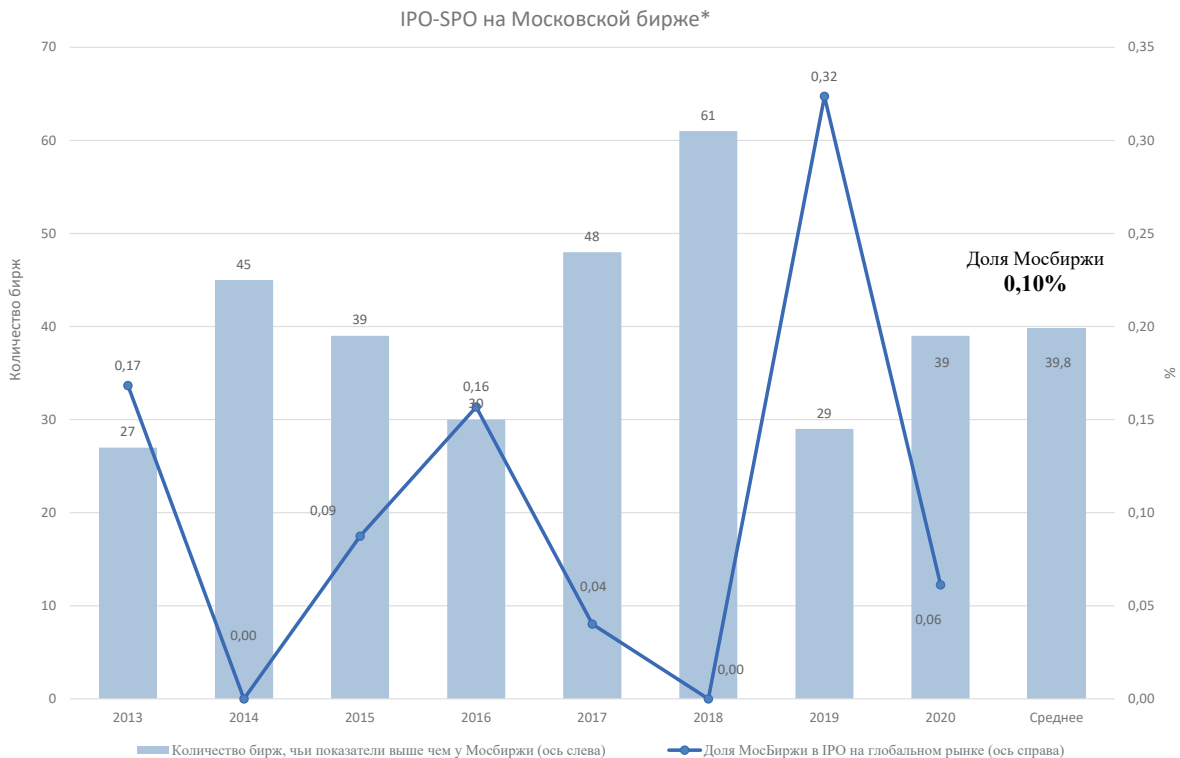
Источник: расчеты ИПЭИ РАНХиГС по данным Всемирной Федерации бирж.

Рисунок 7. Количество бирж, превосходящих Московскую биржу по объему рыночных сделок, и доля в % МосБиржи в общей стоимости рыночных сделок с акциями в мире



Источник: расчеты ИПЭИ РАНХиГС по данным Всемирной Федерации бирж.

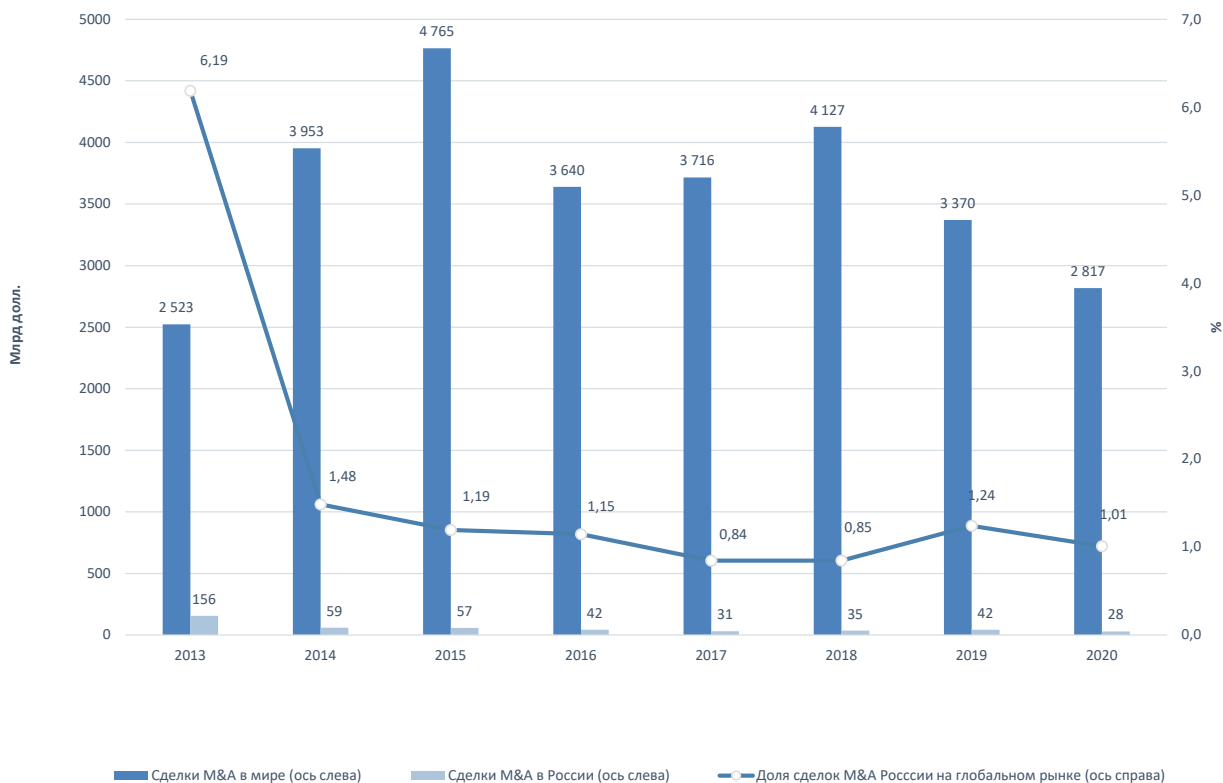
Рисунок 8. Количество бирж, превосходящих Московскую биржу по объему всех типов сделок IPO и SPO, и доля в % МосБиржи в общем объеме сделок IPO-SPO в мире



Источник: расчеты ИПЭИ РАНХиГС по данным Всемирной Федерации бирж.

Примечание: * в 2019 г. данные ВФБ по объему сделок IPO-SPO уменьшены на стоимость сделок SPO с акциями ПАО «Газпром», совершенных 25.05.2019 и 21.11.2019 на сумму 5067 млн долл., вследствие их нерыночного характера. Также скорректирована оценка ВФБ стоимости сделок IPO-SPO в 2020 г., новая оценка включает стоимость IPO сделок ПАО «Совкомфлот» и ПАО «Самолет».

Рис. 9. Стоимость сделок слияний-поглощений (M&A) в мире и в России в млрд долл. и доля сделок M&A в России в общей стоимости аналогичных сделок в мире в %, в 2013-2020 гг.



Источник: расчеты ИПЭИ РАНХиГС по данным информационных ресурсов Merger.ru агентства Cbonds и Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA).

Отставание России в использовании рынка акций национальными корпорациями иллюстрирует и показатель «количество компаний в листинге на 1 млн населения», используемый в Глобальной базе данных финансового развития (GFDD). По этому показателю Россия занимает 76-е место из 82 стран по итогам последнего года наблюдений в данной базе (2017 г.).

В этих условиях важной возможностью для инвесторов, и в первую очередь, розничных инвесторов стал проект Санкт-Петербургской биржи по локализации биржевого рынка ценных бумаг иностранных эмитентов, к которому впоследствии присоединилась Московская биржа. Сектор иностранных акций, ставший частью российского финансового рынка, помогает диверсифицировать портфели внутренних инвесторов и ограничивать риски ослабления национальной валюты. Этот сектор существенно увеличил общие показатели ликвидности рынка акций на российских биржах (см. рис. 2).

Объем торговли иностранными акциями на Санкт-Петербургской бирже вырос с 533 млн долл. в 2016 году до 167,3 млрд долл. в 2020 году. Доля этой биржи в совокупном биржевом обороте акций в России по итогам 2020 года достигла 34% (см. рис. 2). В сопоставлении с другими странами это достаточно высокий уровень доли объема торговли, приходящейся на иностранные ценные бумаги. Не менее важно, что динамика объемов торговли и количества активных клиентов на этой бирже практически полностью совпадают (см. рисунок 10).

На Московской бирже торги иностранными ценными бумагами начались в августе 2020 года. По итогам года сделки совершались с 54 инструментами, общий объем сделок (без сделок репо) составил 77,3 млрд руб.

Рисунок 10. Динамика объема сделок и количества активных клиентов на Санкт-Петербургской бирже.



Источник: Санкт-Петербургская биржа.

Резко отличается от рынка отечественных акций и концентрация на рынке иностранных акций Санкт-Петербургской биржи. По итогам 2020 года доля десяти наиболее активно торгуемых акций в совокупном обороте Санкт-Петербургской биржи составила 48%, а за первые четыре месяца 2021 года — 44%. Очевидно, что это следствие более широкого выбора инструментов для инвестирования; наиболее значительно концентрация оборота снизилась в 2019 году, в течение которого количество торгуемых ценных бумаг выросло более чем в два раза (см. таблицу 2).

Таблица 2. Количество торгуемых инструментов и концентрация биржевого оборота на Санкт-Петербургской бирже

Год	Количество торгуемых инструментов	Доля 10 наиболее торгуемых бумаг
2018	541	58,6%
2019	1186	40,6%
2020	1523	48,0%
2021	1580	44,0%

Источник: Санкт-Петербургская биржа.

Опыт развития торговли на Санкт-Петербургской бирже указывает на одну из причин неудовлетворительного развития рынка российских акций. Только после за-

метного увеличения числа доступных для торговли акций на Санкт-Петербургской бирже начался резкий рост оборотов. Поэтому надеяться на быстрый рост торговли российскими акциями можно только при увеличении числа торгуемых (находящихся в котировальных листах) акций российских корпораций.

Поведение эмитентов на первичном рынке акций остается пассивным. В 2020 году впервые после 2017 года на внутреннем рынке состоялись два IPO на общую сумму 45,8 млрд рублей. Вторичные размещения (SPO) на внутреннем рынке идут более активно (после их отсутствия в 2018 году — три размещения на сумму 77,7 млрд рублей в 2019 году и два размещения на сумму 31,7 млрд рублей в 2020 году. Суммарные объемы привлечения российскими корпорациями капитала на внутреннем рынке акций в 2019-2020 гг. не только многократно уступают значениям 2007 года, но и значениям 2016-2017 гг., когда случился краткосрочный всплеск интереса корпораций к рынку акций. Традиционно большая часть привлекаемого на рынках акций капитала приходится на иностранные рынки и, соответственно, на корпорации с российскими корнями или российским полем операций, но зарегистрированными в иностранных юрисдикциях. Но даже с учетом размещений на иностранных рынках общий объем привлекаемого на рынках акций капитала остается крайне незначительным, не имеющим влияния на инвестиционные процессы в российской экономике.

Вопрос об оценке объемов IPO/SPO является достаточно сложным, различные источники могут давать оценки, расходящиеся в несколько раз. Ниже мы приводим более подробные расшифровки количественных показателей IPO/SPO, которые используются в настоящем докладе (см. таблицу 3).

Таблица 3. Оценки объемов IPO/SPO российских корпораций, проводимых на внутреннем рынке, млрд руб.

	Наши оценки			WFE	Данные Московской биржи		
	IPO	SPO	Сумма	всего	IPO	SPO	Сумма
2018 год	0	0	0	0	0	0	0
2019 год	0	77,7	77,7	455,4	0	30,6	30,6
2020 год	45,8	31,7	77,5	31,4	45,7	0	45,7

Примечания.

1) При оценке объемов SPO учитывались также те сделки, которые проходили без учета эмитента (в качестве продавцов выступали только продающие акционеры), но эмитент раскрывал информацию о данных сделках, позиционируя их в качестве SPO.

2) В колонке "WFE" приведены данные Всемирной федерации бирж по всем видам размещений (IPO и SPO) и типам эмитентов (новые листинги и размещения корпораций, уже имеющих листинг), то есть показатель общего привлечения ("Capital raised (total)"). Эти данные формируются на основе отчетности бирж-членов WFE. Расхождение между данными WFE и Московской биржи в 2019 году объясняется включением Московской биржей информации о размещениях в формате ускоренного формирования подписной книги, которые, по мнению биржи, проводились, в том числе, на Московской бирже (размещались акции корпораций "Норильский Никель", ЛСР, "Полюс", НЛМК, МКБ, "Газпром"). Расхождение между данными WFE и Московской биржи в 2020 году необъяснимо.

В качестве сделок IPO/SPO мы учитывали следующие сделки (см. таблицу 4).

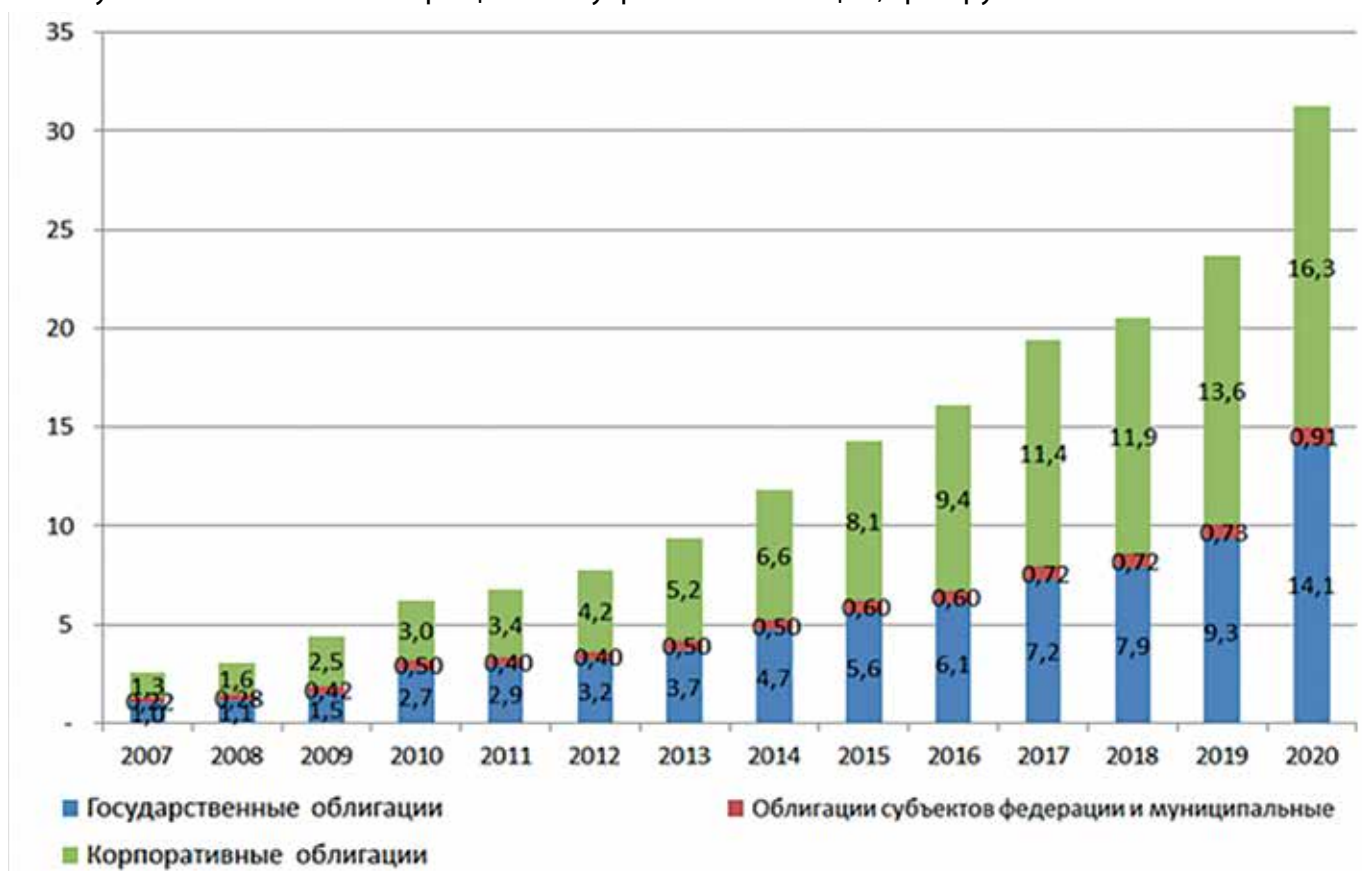
Таблица 4. Информация о сделках, квалифицируемых нами в качестве IPO/SPO, проведенных российскими корпорациями на внутреннем рынке в течение 2018-2020 гг.

Дата	Эмитент	Биржа	Объем	IPO/SPO
29 октября 2020	ПАО "Группа Самолет"	МБ	2,9	IPO
7 октября 2020	ПАО "Совкомфлот"	МБ	42,9	IPO
2 сентября 2020	ПАО "Детский мир"	МБ	20,7	SPO-3
17 июня 2020	ПАО "Детский мир"	МБ	11,0	SPO-2
21 ноября 2019	ПАО "Детский мир"	МБ	15,9	SPO-1
4 апреля 2019	ПАО «Полюс»	МБ	25,4	SPO-2
13 марта 2019	ПАО «Норильский никель»	МБ	36,3	SPO

1.2. Облигации

Рост емкости облигационного рынка в России уже почти 20 лет происходит по экспоненте (см. рисунок 11).

Рисунок 11. Стоимость в обращении внутренних облигаций, трлн рублей



Более того, в кризисные и посткризисные периоды внутренний рынок облигаций в России получал дополнительный спрос со стороны эмитентов, что приводило к отклонению графика стоимости облигаций в обращении вверх относительно экспо-

ненциального тренда. После кризиса 2008 года, кризисных явлений 2014-2016 гг., а также введения санкций корпорациям стало менее выгодно занимать на зарубежном рынке, и они перенесли часть своих заимствований на внутренний рублевый рынок. Кризис 2020 года заставил значительно больше занимать на внутреннем рынке не только корпорации, но и государство.

Однако следует признать, что, несмотря на достаточно быстрый рост, емкость облигационных рынков в России все еще недостаточна. Если проводить межстрановые сопоставления, она существенно уступает не только развитым государствам, но и другим странам БРИКС (см. таблицу 5).

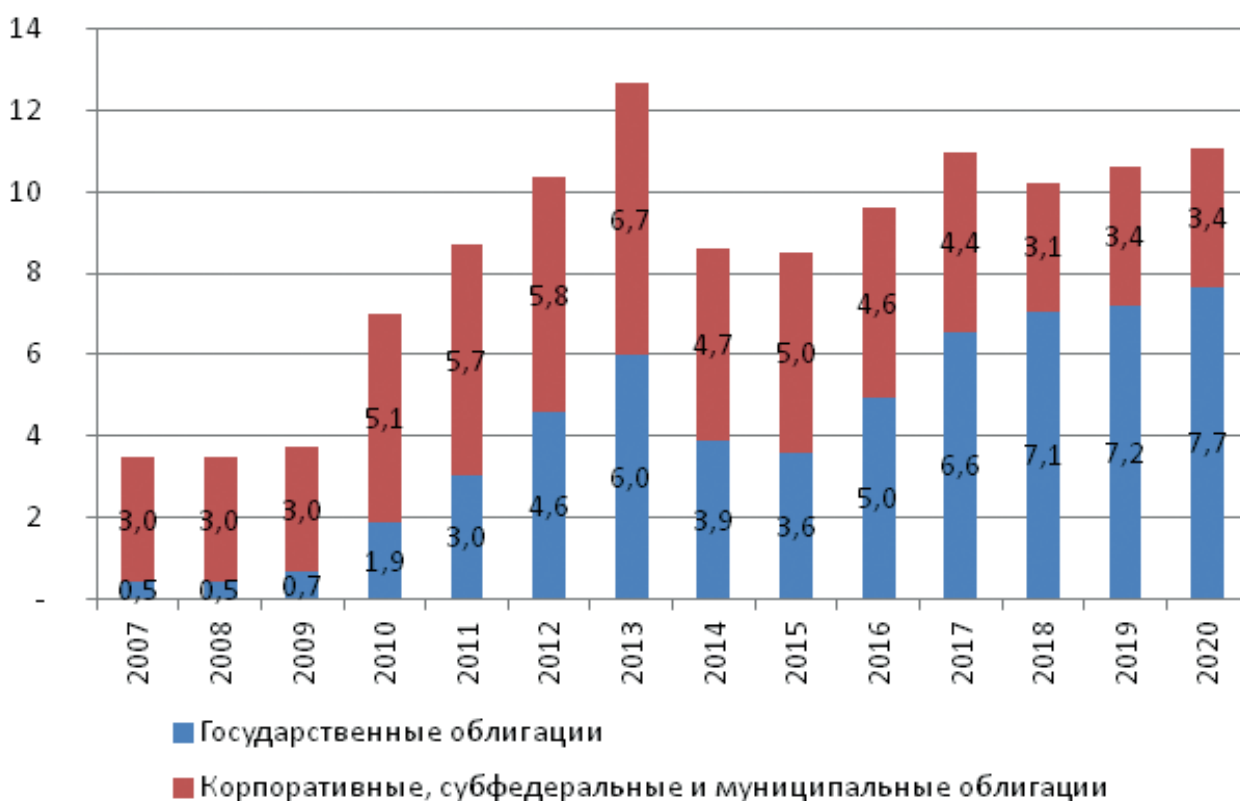
Таблица 5. Доля внутренних облигаций в ВВП России и стран БРИКС (%) *

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Соотношение внутренних государственных облигаций и ВВП, %								
Россия	6,1	6,9	6,7	7,1	7,9	7,0	8,5	13,2
БРИКС	22,6	22,6	25,4	33,3	37,1	35,7	38,8	
Соотношение внутренних корпоративных облигаций и ВВП, %								
Россия	7,1	8,4	9,7	11,0	12,4	11,4	12,4	15,3
БРИКС	26,0	28,4	35,2	40,3	42,2	42,0	46,4	

Источник: расчеты по данным *Sbonds* и *BIS*.

Ликвидность облигационного рынка в целом остается незначительной; большая часть оборота концентрируется в государственных облигациях и в облигациях огра-

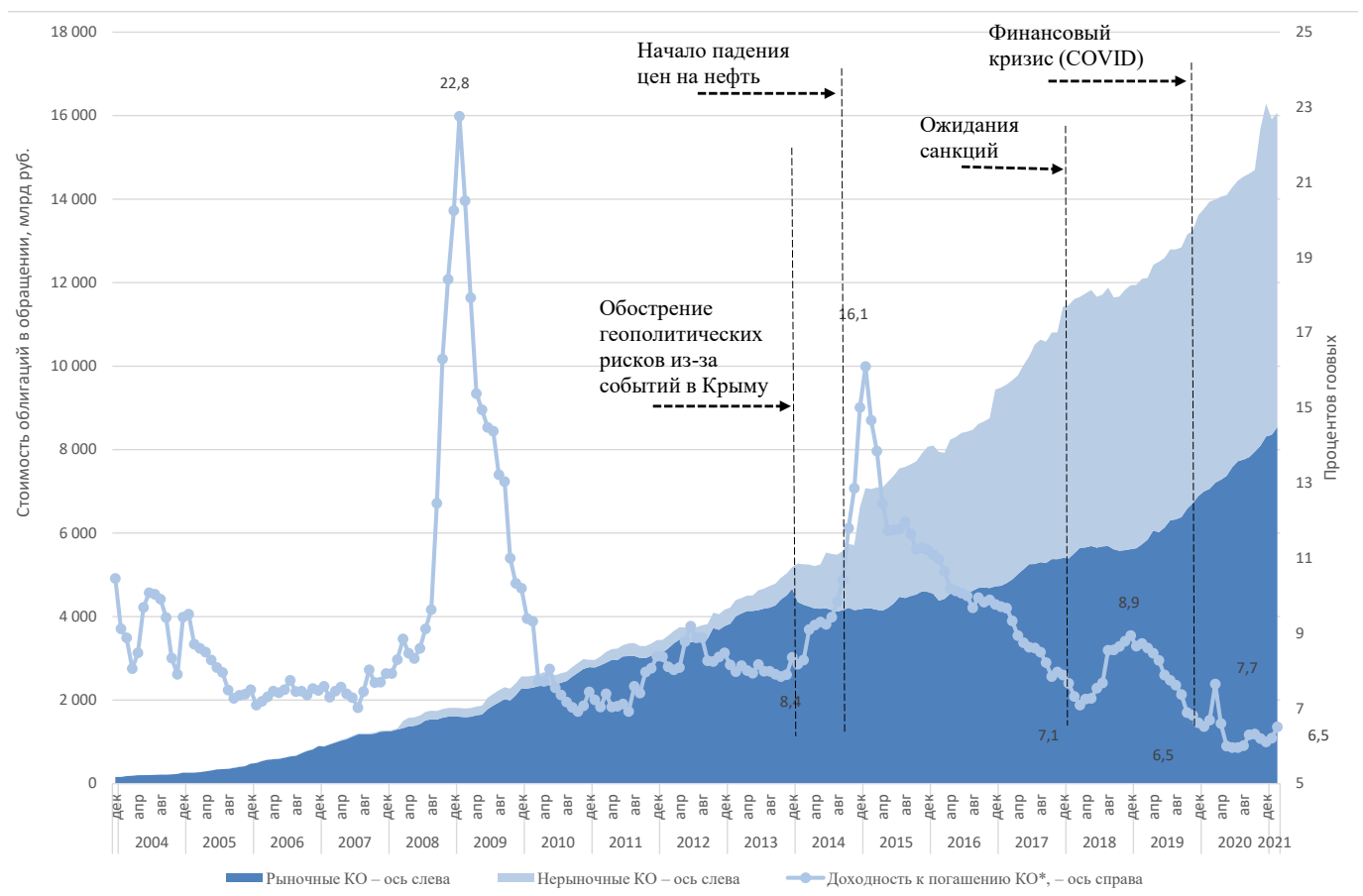
Рисунок 12. Объем биржевой торговли облигациями (рыночные сделки, без учета сделок репо), трлн рублей



ниченного числа крупнейших корпораций. На долю первых десяти по ликвидности эмитентов корпоративных облигаций приходится 69,2% оборота корпоративных облигаций, в том числе на одну Роснефть – 49,8% (с учетом сделок репо). На фоне роста объемов торговли государственными облигациями оборот по корпоративным бумагам стагнирует (см. рис. 12).

Явной проблемой данного рынка служит рост доли нерыночных сделок и выпусков. Доля нерыночных корпоративных облигаций в их совокупной стоимости в обращении, по данным Cbonds, выросла с нескольких процентов в начале 2014 года до 52% в начале 2018 года. Как показано на рис. 13, после 2014 года рост рынка корпоративных облигаций стал во многом обеспечиваться за счет нерыночных выпусков¹², не имеющих биржевых котировок. В 2020 г. 8,3 трлн руб., или 51,1%, из общей стоимости рублевых корпоративных облигаций в обращении в размере 16,3 трлн руб. приходилось на рыночные выпуски облигаций; 8 трлн руб. (48,9%) – на нерыночные выпуски.

Рисунок 13. Стоимость рублевых КО в обращении и доходность к погашению портфеля корпоративных облигаций IFX-Cbonds с декабря 2003 по февраль 2021 г.



Источник: расчеты ИПЭИ РАНХиГС по данным Cbonds.

* Доходность к погашению (YTM) по портфелю IFX-Cbonds.

Несмотря на большее, чем на рынке акций, число инструментов на рынке облигаций (количество эмитентов облигаций составляет 350), здесь также существует дефицит инструментов для диверсификации.

¹² Согласно определению Банка России, под нерыночным выпуском подразумевается ситуация, когда выкуп всего или большей части размещаемого выпуска осуществляется банком-организатором или близкими эмитенту компаниями (Банк России (2020)). Обзор российского финансового сектора и финансовых инструментов. 2019 г. Аналитический материал. С. 37).

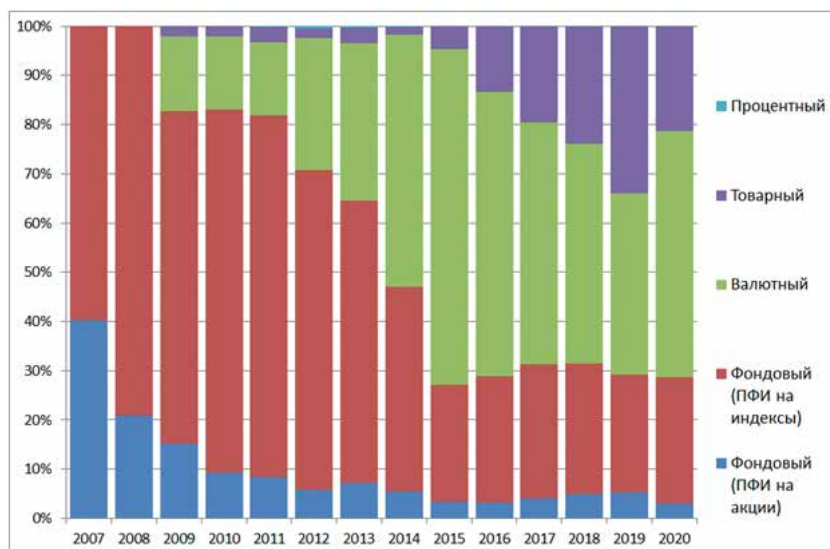
Прогресс рынка облигаций ограничен в первую очередь по общеэкономическим причинам. Кроме того, в отличие от рынка акций, ликвидность которого выросла с приходом сбережений домохозяйств, на рынке корпоративных облигаций активизация розничных инвесторов не отразилась. Отчасти это объясняется ограничениями на предложение облигаций со структурным доходом розничным инвесторам, введенным Банком России в декабре 2020 г., объем которых к этому моменту составлял около 500 млрд руб. Согласно данным Обзоров российского финансового сектора и финансовых инструментов Банка России за 2019 и 2020 гг., доля населения в структуре держателей корпоративных облигаций в 2019-2020 гг. составляла всего 2%, а доля нерезидентов снизилась с 2 до 1%.

1.3. Производные финансовые инструменты

Долгосрочная динамика совокупного объема срочной торговли впечатляет — в 2020 году совокупный объем биржевых срочных торгов вырос почти в 18 раз по сравнению с 2007 года и в 2,7 раза по сравнению с 2013 годом. Однако, несмотря на значительный рост по итогам всего периода, данный показатель демонстрировал низкую устойчивость. В течение отдельных лет падение объема торговли по сравнению с предыдущим годом могло составить более 20%.

Застарелой проблемой российского рынка производных инструментов является отставание отдельных его сегментов. Во-первых, не получил развития биржевой рынок процентных деривативов, что снижает потенциал управления соответствующими рисками для финансовых организаций и предприятий реального сектора. Во-вторых, остаются в зачаточном состоянии срочные рынки ряда товарных групп, важных для сельского хозяйства и потребителей сельскохозяйственной продукции. В-третьих, на фоне успешного развития рынка фьючерсов и опционов на фондовые индексы срочные рынки по отдельным акциям низколиквидны (см. рис. 14).

Рисунок 14. Структура биржевого оборота сделок с производными финансовыми инструментами (фьючерсами и опционами)



Источник: Московская биржа.

Недостаточное развитие срочного рынка сокращает эффективность выполнения финансовым сектором функции перераспределения рисков. Очевидно, что неполнота рынка производных финансовых инструментов, кроме ограничения потенциала управления рисками, имеет еще одно негативное следствие — она ограничивает возможности диверсификации портфеля, а также возможности для структурирования финансовых продуктов и инвестиционных стратегий.

1.4. Инвестиционные паи ПИФ

Для розничных инвесторов важна возможность использования готовых портфелей в виде открытых ПИФов, БПИФов, иностранных ETFs. Это обусловлено объективными свойствами любого рынка ценных бумаг, где, как правило, лишь очень ограниченное число акций приносят высокую долгосрочную доходность с учетом фактора риска. Например, по нашим расчетам, из 74 выпусков акций, обращавшихся на Московской бирже в 2011-2020 гг., не более 8% эмитентов показывали значимую избыточную доходность с учетом риска (альфы) за любой из трехлетних периодов в рамках данного временного горизонта. Другие авторы выявили аналогичные закономерности для рынка акций США и международных рынков. Например, Bessembinder (2018)¹³ на данных годовых доходностей 26 тыс. выпусков акций американских компаний в 1926-2016 гг. показал, что годовая доходность любого портфеля из одной случайно отобранной акции в 96% случаев проигрывает доходности широкого индексного портфеля, а портфель из пяти акций проигрывает индексу в 77% случаев. Согласно его расчетам, на длинных исторических горизонтах основную доходность приносит ограниченное число выпусков акций, определить которые заранее, как правило, не представляется возможным. Аналогичные выводы были подтверждены на основе анализа 64 тыс. выпусков акций на биржевых рынках разных стран за период 1990-2019 гг.¹⁴ Данные закономерности усиливаются по мере увеличения продолжительности горизонтов инвестирования розничных инвесторов.

Во многих академических исследованиях показано, что формирование широко диверсифицированных портфелей и портфелей, использующих стратегии факторного инвестирования и иные подходы, позволяет существенно улучшить параметры доходности-риска инвесторов.

Все это означает, что предпочтительной формой участия розничных инвесторов на биржевых рынках ценных бумаг российских и иностранных эмитентов должны стать диверсифицированные портфели, среди которых важное место занимают инвестиционные фонды. Между тем объемы инвестиций частных инвесторов в ПИФ пока незначительны по сравнению с инвестициями напрямую в акции и облигации, несмотря на достаточно широкий спектр доступных фондов.

¹³ https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2900447#

¹⁴ Long-Term Shareholder Returns: Evidence from 64,000 Global Stocks by Hendrik Bessembinder, Te-Feng Chen, Goeun Choi, K.C. John Wei :: SSRN

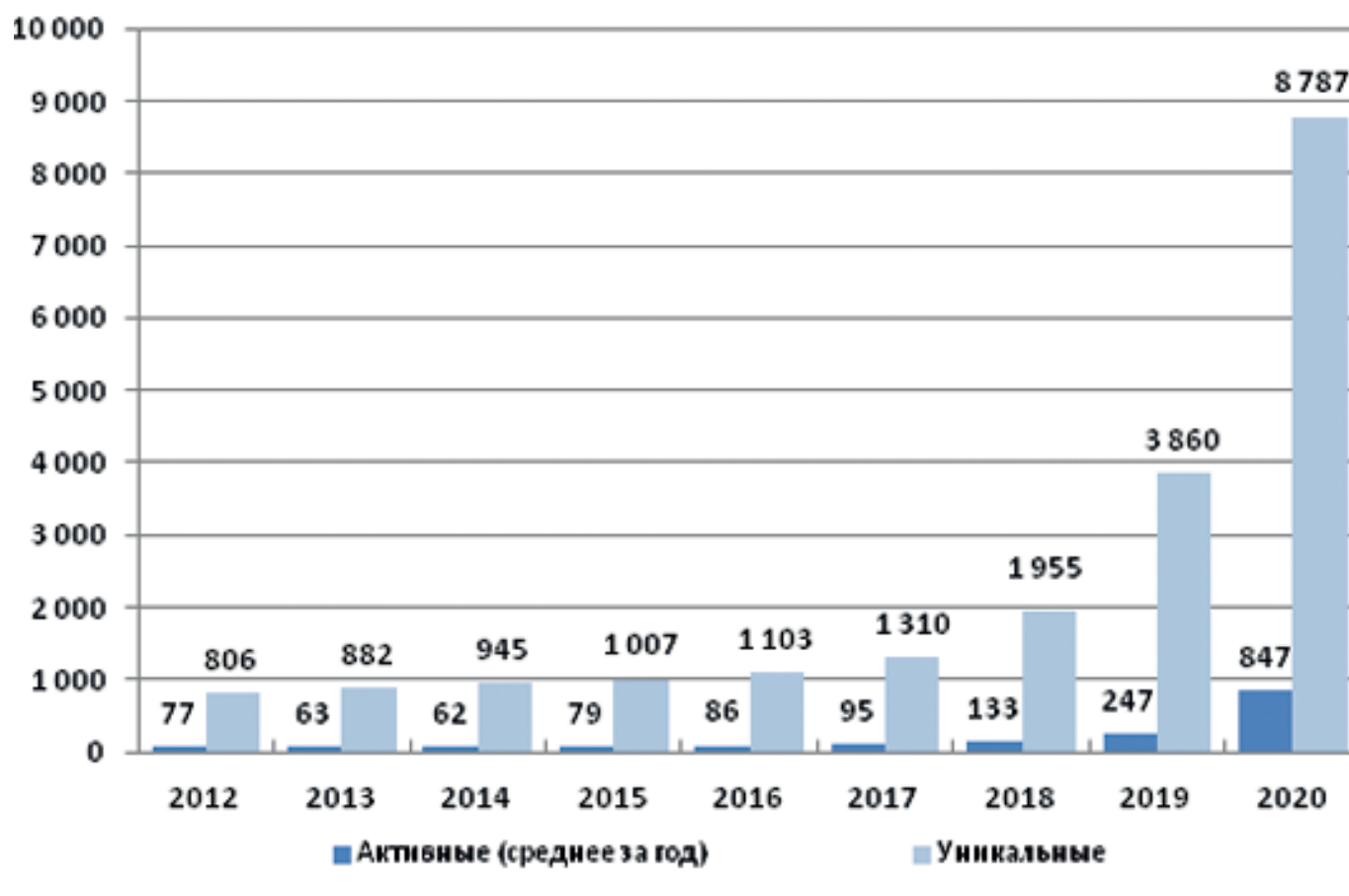
2. Инвесторы

2.1. Население (домашние хозяйства)

Основой внутреннего инвестиционного спроса на финансовом рынке обычно являются сбережения домашних хозяйств. Однако в России вплоть до последнего времени подавляющая часть сбережений населения опосредовалась банковским сектором. Значительную роль на рынке играли средства внешних инвесторов. Однако вследствие международных санкций приток средств из-за рубежа стал намного менее заметным, а стабилизация инфляции и снижение процентных ставок создали условия для массового прихода на фондовый рынок мелких отечественных инвесторов.

Успешная стабилизационная стратегия, включающая ответственную денежно-кредитную политику Банка России, привела к формированию благоприятных макроэкономических условий для долгосрочных инвестиций домохозяйств на финансовом рынке. Количество счетов уникальных розничных инвесторов особенно бурно начало расти в 2018 году и по итогам 2020 года достигло уровня в 8,8 млн (см. рис. 15), что соответствует 11,6% экономически активного населения, а на 1 апреля 2021 года превысило 11 млн (14,5% экономически активного населения).

Рисунок 15. Количество брокерских счетов и счетов доверительного управления уникальных и активных индивидуальных инвесторов, тыс. чел.



Источник: НАУФОР.

Примечание. Под активными инвесторами понимаются инвесторы, совершающие не менее 1 сделки с ценными бумагами каждый месяц.

Кроме того, по состоянию на конец 2020 года в реестрах ПИФ насчитывается свыше 2,5 млн владельцев инвестиционных паев, от 85 до 99% которых в зависимости от вида фонда — физические лица-резиденты¹⁵.

Таблица 6. Количество владельцев инвестиционных паев ПИФ (тыс. ед.)

	Данные НАУФОР				Доля физических лиц-резидентов (среднее за три года), %	Данные ЦБ 2020
	2018	2019	2020			
ОПИФ	512,65	730,14	1 124,18	99,51	1 144,14	
БПИФ	-	70,7	1 355,98	99,97	1 358,48	
ИПИФ нк	31,36	28,95	29,04	99,82	28,45	
ИПФ к	0,15	0,3	0,71	89,44	н/д	
ЗПИФ нк	7,09	6,19	54,35	95,65	54,39	
ЗПИФ к	2,55	4,67	6,53	85,95	н/д	
ВСЕГО	553,80	840,95	2 570,79		2 585,46	

Источники: Банк России, НАУФОР

Некоторые отличия данных НАУФОР и ЦБ связаны с особенностями учета и погрешностями представления данных управляющими компаниями.

Рост количества пайщиков биржевых ПИФ носит взрывной характер, увеличившись с 70 тыс. в 2019 году до 1,3 млн в 2020-м. Видимо, в данном случае сыграло роль предложение нового инструмента, соответствующего предпочтениям инвесторов.

Для оценки реальной активности розничных инвесторов важно учитывать, что из общего количества открытых счетов по итогам 2020 года зафондированными (то есть ненулевыми) являются 27% брокерских счетов, не являющихся ИИС, и 33% брокерских ИИС. Из этого следует, что, во-первых, разница в интересе розничных инвесторов к брокерским услугам и к ПИФ не так велика, учитывая зафондированные счета, а во-вторых, доля активных инвесторов (совершающих хотя бы одну сделку в месяц), если сравнивать ее с долей зафондированных счетов, значительна – свыше 35% инвесторов.

Объем финансовых ресурсов, размещенных домохозяйствами на фондовом рынке, значителен. По оценкам НАУФОР, к концу 2020 года на брокерских счетах и счетах доверительного управления физических лиц накоплено около 6 трлн рублей (см. таблицу 7).

¹⁵ Эта цифра учитывает только пайщиков так называемых “рыночных” ПИФ и не включает пайщиков ИПИФ “Альфа-Капитал” (1,04 млн человек), который был создан в процессе преобразования чекового инвестиционного фонда. К сожалению, существующая статистика не позволяет установить точное количество уникальных владельцев паев ПИФ (так как одно и то же лицо может владеть паями нескольких ПИФ), также она не позволяет соотнести их количество с уникальными инвесторами, инвестирующими на финансовом рынке через брокерские счета и счета доверительного управления. Весьма вероятно, что пересечение между множеством лиц, инвестирующих через брокеров и доверительных управляющих и множеством владельцев паев ПИФ велико, но точного знания об этом при действующей системе сбора информации получить невозможно. Вместе с тем можно ожидать, что такая информация появится вследствие мероприятий, которые будут проведены для обеспечения корректного расчета налога на доходы физических лиц после введения ставки 15%.

Таблица 7. Объем средств, размещенных физическими лицами-резидентами на фондовом рынке, млрд руб.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Общий объем средств	Н.д.	Н.д.	Н.д.	1 930	3 270	6 000
в т.ч. на брокерских счетах	Н.д.	Н.д.	Н.д.	1 500	2 700	5 000
в т.ч. на счетах доверительного управления	Н.д.	Н.д.	Н.д.	430	570	1 000
Объем средств на ИИС	7,5	20,0	51,2	98,8	197,3	375,6

Источник: НАУФОР.

Примечание. Данные по 2020 году (кроме ИИС) предварительные и оценочные.

При этом явным предпочтением с точки зрения сумм предоставленных гражданами средств пользуются брокерские услуги, в то время как услуги по доверительному управлению менее популярны.

Официальная статистика не позволяет дать однозначный ответ на вопрос о происхождении 6 трлн рублей, инвестированных домохозяйствами на фондовом рынке. По данным Росстата, покупка населением государственных и иных ценных бумаг в последние годы не росла, а наоборот, сокращалась. При этом наблюдается заметное расхождение в данных по средствам населения в банках, публикуемых Банком России (получаемых прямым счетом на основе отчетности коммерческих банков) и Росстатом (получаемых непрямыми методами) — см. таблицу 8.

Таблица 8. Динамика объема отдельных форм сбережений домохозяйств России

	Прирост депозитов населения за год, трлн руб.				Расхождение	Сальдо покупок и продаж иностранной валюты, трлн руб.	Прирост наличных рублей и валюты, трлн руб.
	Всего	Все рублевые	Все валютные	Всего			
Источник	Банк России			Росстат		Росстат	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)=(2)-(5)	(7)	(8)
2013	2,7	2,2	0,5	2,6	0,1	0,8	0,3
2014	1,6	-0,3	1,8	-0,1	1,7	1,6	1,1
2015	4,6	2,7	2	3,1	1,5	0,7	-0,5
2016	1	2,1	-1,1	2,3	-1,3	1,1	1,1
2017	1,8	2,1	-0,4	2,3	-0,5	1,2	1,2
2018	2,5	1,8	0,8	1,8	0,7	Н.д.	1,5
2019	2	2,2	-0,1	2,8	-0,8	Н.д.	0,3
2020	2,3	1,4	0,8	Н.д.	Н.д.	Н.д.	Н.д.

Источник: рассчитано по данным Банка России и Росстата.

При дальнейшем анализе мы будем использовать в основном данные Банка России и лишь в случае их отсутствия — данные Росстата.

Возможными источниками инвестиций в ценные бумаги являются:

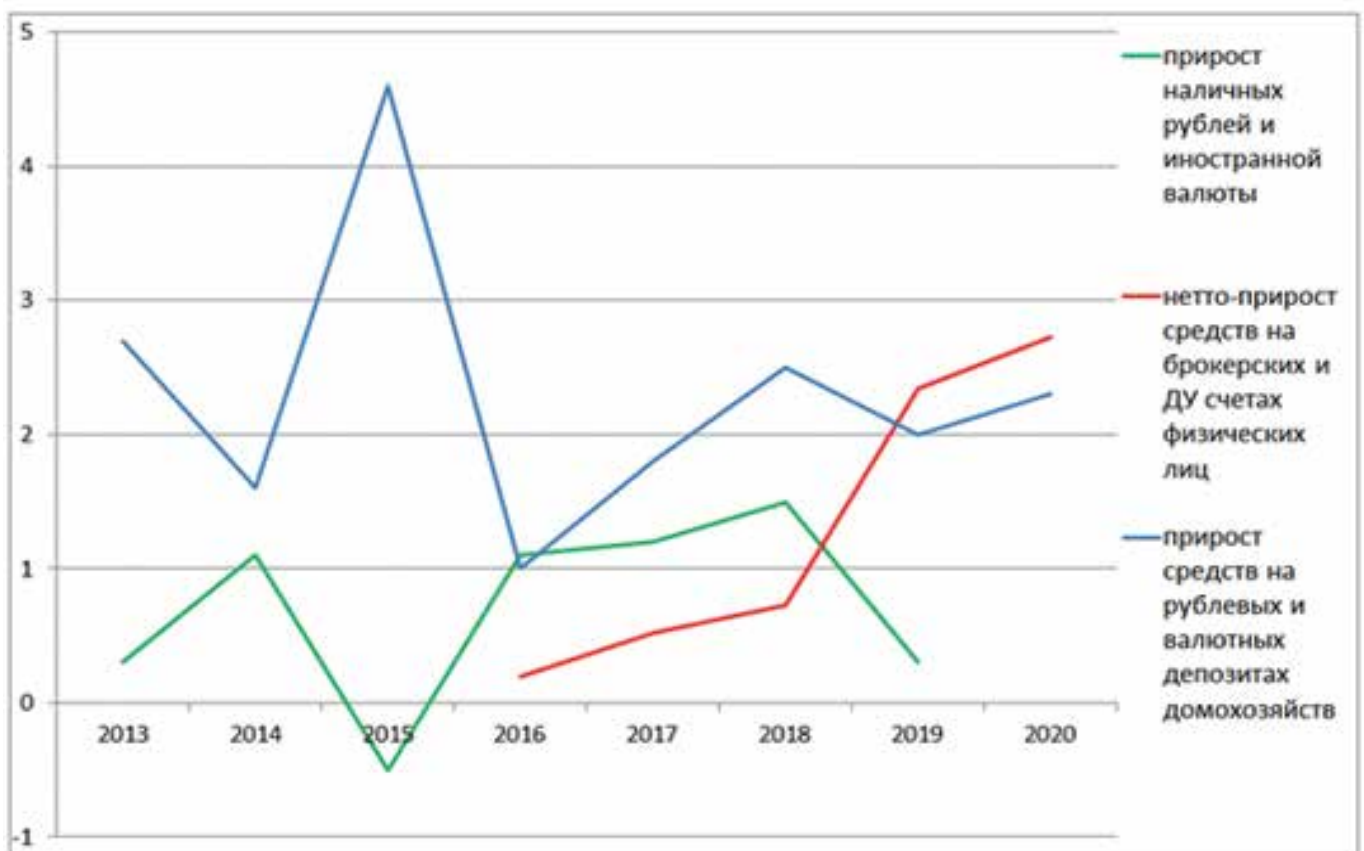
- 1) перераспределение других направлений потоков сбережений домохозяйств;
- 2) запасы сбережений в той или иной форме.

Основные формы сбережений домохозяйств – депозиты; ценные бумаги; инструменты коллективных инвестиций; недвижимость; наличные деньги (рубли и иностранная валюта).

Совмещая графики притока средств домохозяйств на депозиты, на брокерские счета, счета доверительного управления, и прироста наличных рублей и валюты на руках у населения¹⁶ (см. рис. 16), мы видим, что значительный нетто-прирост средств на брокерских счетах и счетах доверительного управления не сопровождается сколь-нибудь заметным снижением притока средств населения на депозиты в банках. Однако этот прирост привел к некоторому снижению прироста наличных денег (рублей и иностранной валюты) на руках у населения.

Рассчитано по данным Банка России (прирост средств на депозитах); Росстата (прирост наличных рублей и иностранной валюты — по данным Баланса денежных доходов и расходов населения); НАУФОР (нетто-прирост средств на брокерских и счетах доверительного управления; 2018-2020 гг. — точные оценки; 2016-2017 гг. — грубые оценки, с погрешностью до 10%).

Рисунок 16. Динамика годовых приростов средств домохозяйств на депозитах, брокерских и счетах доверительного управления, наличных рублей и иностранной валюты, трлн руб.



¹⁶ Прирост наличных рублей на руках у населения с 2012 года оставался на уровне статистической погрешности (за исключением пандемического периода). Сальдо покупок иностранной валюты, по данным Росстата, в 2013-2017 гг. составляло от 0,7 до 1,6 трлн рублей в год (после 2017 г. оценить эту величину невозможно по причине перехода Росстата на новую методику). Но использование показателя наличных рублей и валюты на руках у населения позволяет предположить, что сальдо покупок иностранной валюты в 2019-2020 гг. не просто снизилось, но перешло в отрицательную область.

Таким образом, наиболее вероятным основным источником прироста инвестиций домохозяйств в ценные бумаги стал накопленный запас наличности (как наличных рублей, так и иностранной валюты), а также сокращение прироста наличных денег, в том числе сокращение расхода рублей на покупку иностранной валюты. Переток средств домохозяйств с депозитов в ценные бумаги также имел место, но он не был определяющим и не оказал заметного воздействия на общие тренды.

Следовательно, массовый приток денег населения на рынок ценных бумаг не стал причиной заметного сокращения других общественно полезных направлений сбережений домохозяйств. Напротив, использование в качестве источника для инвестиций в ценные бумаги ранее омертвленного капитала означает дополнительное вовлечение в финансовый оборот значительного объема ресурсов.

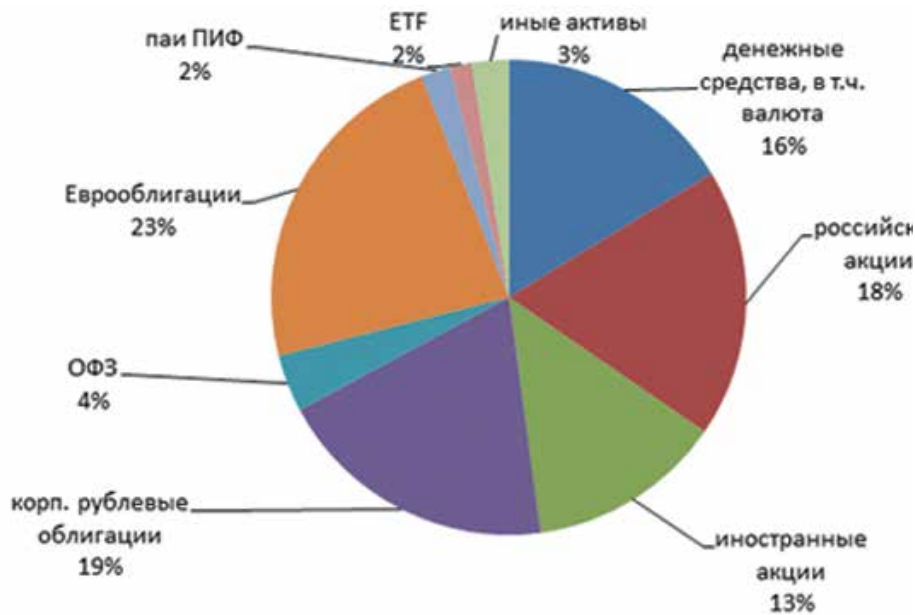
Учитывая, что вместо инвестиций в ценные бумаги эти средства были вложены или, скорее всего, были бы вложены в наличную иностранную валюту, теряют всякий смысл опасения относительно негативного влияния возросшего объема инвестиций домохозяйств на финансовую стабильность, будь то внутренние или иностранные ценные бумаги. В случае инвестирования долларизированных средств розничных инвесторов в иностранные ценные бумаги меняется лишь форма требований российских резидентов к нерезидентам в платежном балансе, причем меняется в направлении большей транспарентности. По существу, иностранные ценные бумаги, ставшие доступными населению, стали альтернативой наличным валютным сбережениям.

Инвестирование значительной части сбережений домохозяйств в иностранные ценные бумаги выполняет важную социально-экономическую функцию оптимизации структуры накопленного богатства домохозяйств, которая способствует росту их финансовой устойчивости. Кроме общего повышения уровня диверсификации (что ведет также к расширению источников доходов), инвестиции в иностранные ценные бумаги снижают валютный риск домохозяйств.

Рост инвестиций домохозяйств в иностранные ценные бумаги демонстрирует те возможности, которые создает частная финансовая индустрия для развития финансового сектора: инвесторам был предложен новый инвестиционный инструмент, способный, как оказалось, вытащить из “кубышек” ранее омертвленные капиталы, давший возможность увеличить интерес к фондовому рынку в целом, как к иностранным, так и, благодаря новым возможностям диверсификации, к отечественным ценным бумагам.

По оценкам НАУФОР, на брокерских счетах индивидуальных инвесторов по итогам 2020 года сложилась следующая структура активов (см. рис. 17).

Рисунок 17. Структура активов розничных инвесторов на брокерских счетах (с учетом ИИС) в 2020 г.

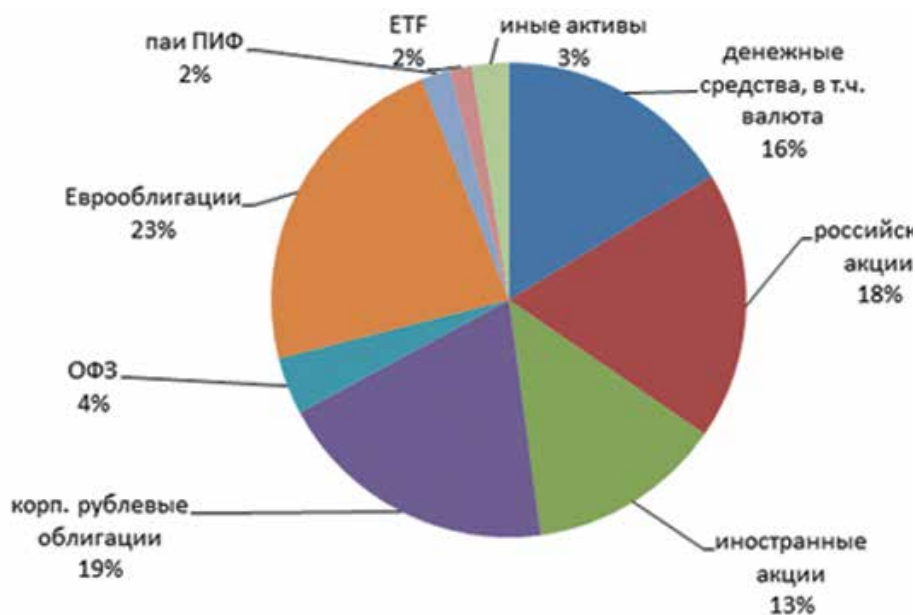


Источник: НАУФОР.

Наиболее популярным активом оказались еврооблигации (23% общего объема), затем идут российские корпоративные облигации (19%). Таким образом, вместе с инвестициями в ОФЗ доля активов, инвестированных розничными инвесторами через брокеров в долговые ценные бумаги, составляет 45%. Российские акции в портфеле составляют 18% общего объема, а иностранные акции – 13%.

Для счетов доверительного управления характерна иная картина (см. рис. 18).

Рисунок 18. Структура активов розничных инвесторов на счетах доверительного управления (с учетом ИИС) в 2020 г.

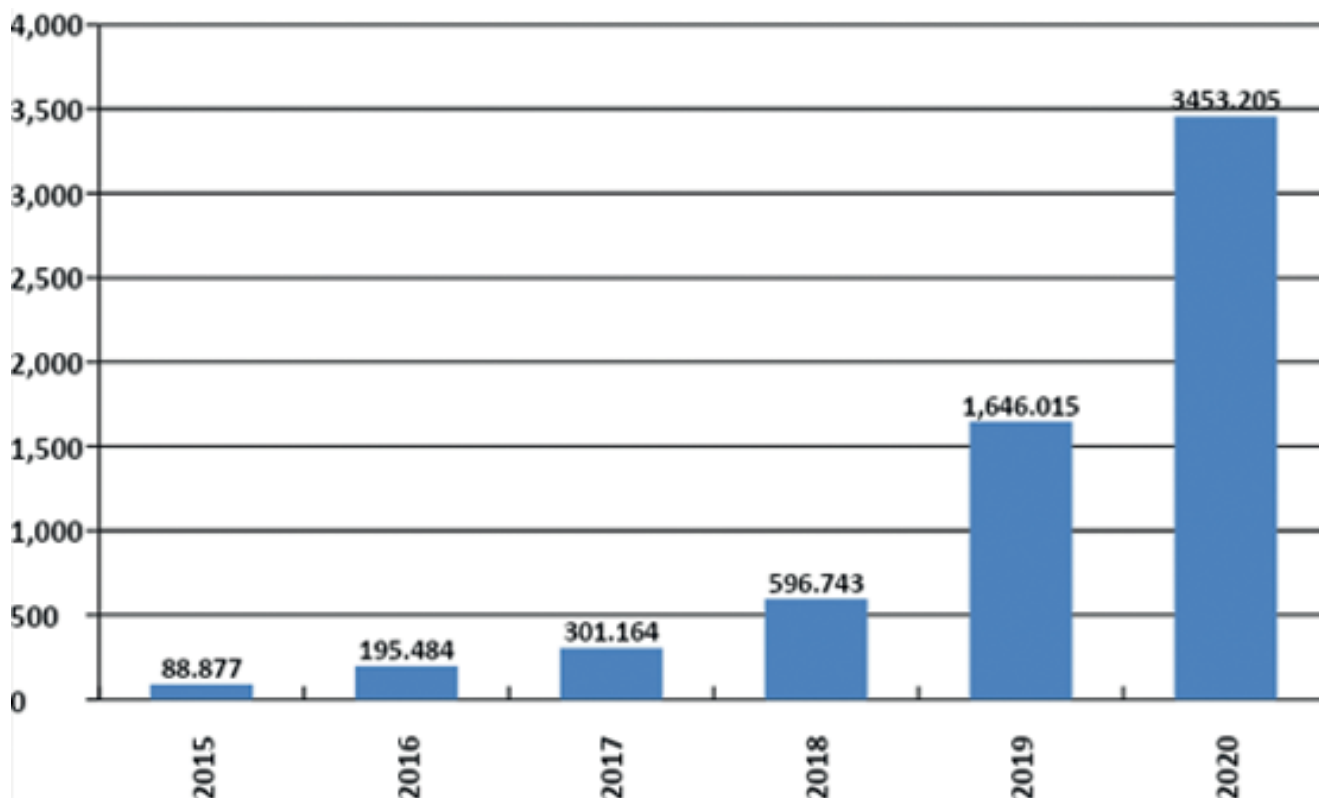


Источник: НАУФОР.

Здесь доля еврооблигаций еще больше — 44% и вместе с корпоративными облигациями (17%) и ОФЗ составляет 61% активов, инвестированных в долговые ценные бумаги. В портфелях розничных инвесторов в доверительном управлении также заметна доля инвестиционных паев ПИФ (13%). Последнее объясняется тем, что в отличие от брокерских счетов приобретение на ИИС доверительного управления паев ПИФ имеет налоговые преимущества, а кроме того, в схеме «счета доверительного управления – паи биржевых ПИФ» реализуется отечественная схема, аналогичная зарубежной схеме «робоэдвайзер-ETF».

Популярный инвестиционный инструмент, предлагаемый профессиональными участниками рынка ценных бумаг, — индивидуальные инвестиционные счета (ИИС). В 2019 году количество открытых ИИС выросло в 2,76 раз; в 2020 году – еще в 2,1 раза (см. рис. 19).

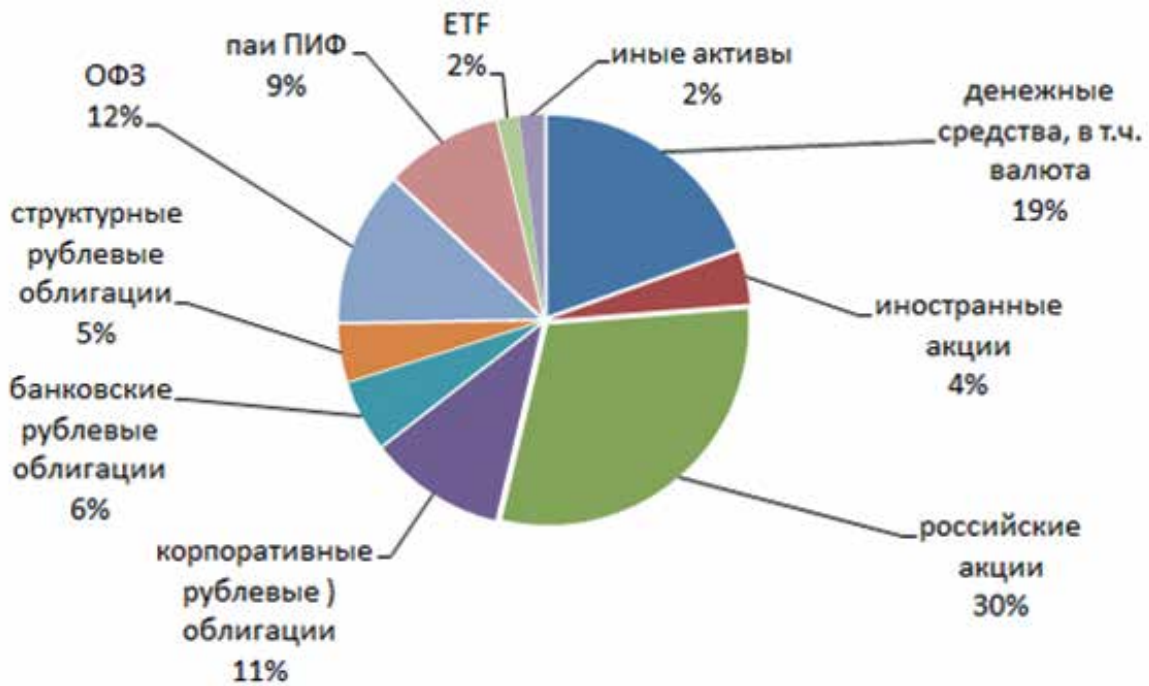
Рисунок 19. Количество открытых индивидуальных инвестиционных счетов (тыс. шт. на конец года).



Источник: НАУФОР.

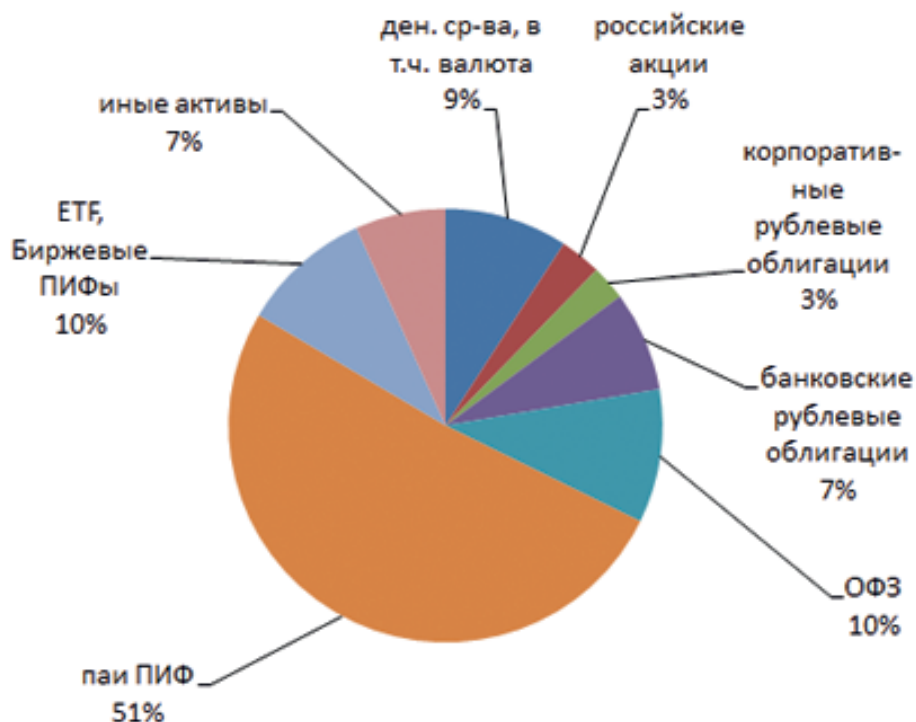
Портфели ИИС, учитывая трехлетнее ограничение на снятие средств, потенциально являются портфелями долгосрочного инвестирования (см. рисунок 20). Доля инвестиций в отечественные акции на брокерских ИИС наиболее значительна – 30%. Заметную часть средств (19%) на этих счетах составляют денежные средства.

Рисунок 20. Структура активов брокерских ИИС, по состоянию на конец 2020



Портфели ИИС доверительного управления намного более консервативны: управляющие предпочитают более половины активов (61%) на этих счетах инвестировать в продукты коллективного инвестирования, вкладывая в паи ПИФ, БПИФ и ETF. Как уже говорилось выше, существуют причины, мотивирующие доверительных управляющих, в отличие от брокеров, приобретать для клиентов паи ПИФ, в том числе для того, чтобы реализовать схему, аналогичную зарубежной «робоэдвайзер-ETF» (см. рис. 21). Тем не менее на статистику ИИС доверительного управления пока оказывает влияние незначительность объема средств и инвестиционные стратегии немногих сфокусированных на предложении этих услуг финансовых организаций.

Рисунок 21. Структура активов ИИС доверительного управления, по состоянию на конец 2020



Еще один показатель, характеризующий значение розничных инвесторов, – их роль в российском биржевом обороте. По данным Московской биржи, на розничных инвесторов по итогам 2020 года приходится 42% в объеме торгов акциями, 10,5% — облигациями, 42% — деривативами, 14% — валютой.

Важнейший вопрос политики защиты интересов розничных инвесторов — вопрос об уровне их финансовой грамотности. Традиционно считается, что низкий ее уровень ведет к убыткам от операций с ценными бумагами. Тезис о том, что 95% розничных инвесторов терпят убытки, стал одним из аргументов сторонников ограничения доступа неквалифицированных инвесторов к значительной части финансовых активов. Однако, по данным “Тинькофф-Инвестиции”, по результатам 2019 года 80% активных клиентов получили положительную доходность от инвестирования, а среди 20% “убыточных” клиентов более половины клиентов провели менее десяти сделок за время пользования сервисом «Тинькофф Инвестиции». Этот, считают авторы, «Портрет современного розничного инвестора» может говорить о том, что начинающие быстро теряют интерес к инвестированию, если первый опыт оказывается неудачным¹⁷.

Не менее важным аспектом поведения розничных инвесторов для политики регулятора является склонность розничных инвесторов к проведению высокорискованных операций. Но, по крайней мере, в части использования заемных средств при проведении операций с ценными бумагами подавляющее большинство розничных инвесторов проявляют себя в качестве разумных инвесторов: по данным «Портрета современного розничного инвестора», 98,1% клиентов “Тинькофф-Инвестиции” совершают сделки только на собственные средства (не пользуются возможностями маржинальной торговли)¹⁸. Аналогичные оценки дают и другие финансовые организации, работающие с розничными инвесторами.

Приход сбережений домохозяйств на рынок ценных бумаг является главным положительным результатом усилий по развитию финансового рынка и проведения взвешенной макроэкономической политики. Эти средства могут быть эффективно применены в качестве инвестиционного ресурса, обеспечивая повышение динамики и качества экономического роста. Крайне важно также качество пришедших на финансовый рынок денег. Вероятно, значительная их часть инвестируется на более длительные сроки, чем в банках, при этом доля долгосрочных вложений в случае стабилизации курса рубля и ставок процента на низких уровнях будет расти.

Исходя из эмпирических исследований, проведенных Всемирным банком¹⁹, рост финансовой инклюзии домохозяйств может приводить к снижению финансовой стабильности. Такая опасность действительно существует на российском финансовом рынке, так как рост финансовой инклюзии домохозяйств не сопровождается пропорциональным ростом инклюзии фирм по привлечению средств. В результате нарушается равновесие между спросом и предложением (значительно увеличившийся объем инвестиционных ресурсов против увеличивающегося лишь за счет новых эмиссий облигаций объема обращающихся инструментов), и возникает опасность формирования “пузырей”.

Кроме того, постепенное сокращение количества российских акций в листинге,

¹⁷ <https://www.tinkoff.ru/invest/news/342033/>

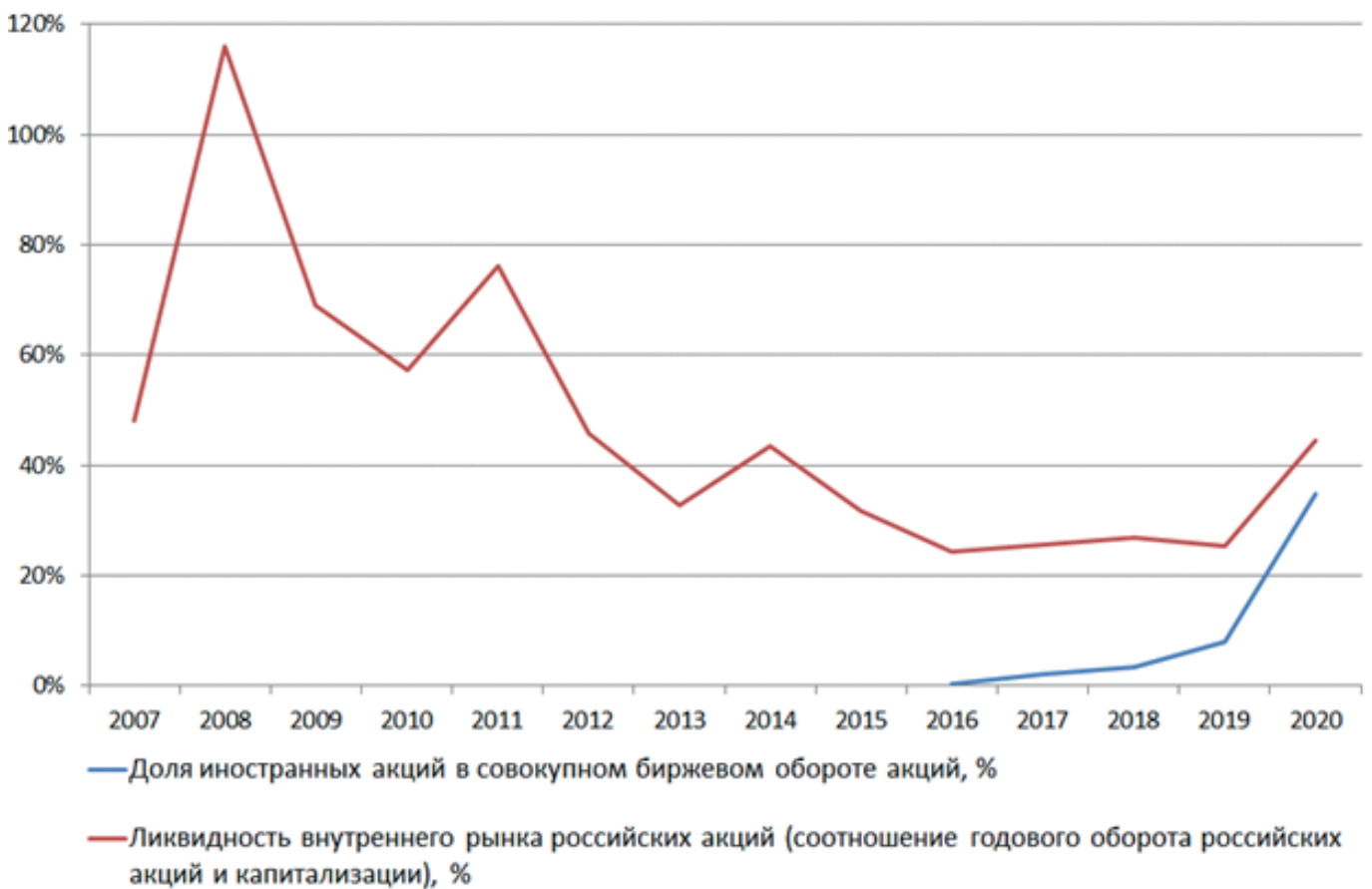
¹⁸ Там же.

¹⁹ Gould D. M., Melecky M. (2017). *Risks and returns: Managing financial trade-offs for inclusive growth in Europe and Central Asia*. - Washington, World Bank.

низкий free float и недостаточный уровень защиты интересов мелких акционеров российских корпораций делают относительно узким и вторичный рынок российских акций, о чем свидетельствует незначительное влияние притока сбережений домохозяйств на его ликвидность.

В этих условиях устойчивый приток сбережений домохозяйств в иностранные ценные бумаги может сокращать риски финансовой нестабильности, которые бы могли реализоваться в отсутствие такого канала абсорбции избыточного (по сравнению со спросом на инвестиции со стороны реального сектора) предложения инвестиционных ресурсов домохозяйств (см. рис. 22).

Рисунок 22. Влияние притока денег населения на оборот российских и иностранных акций



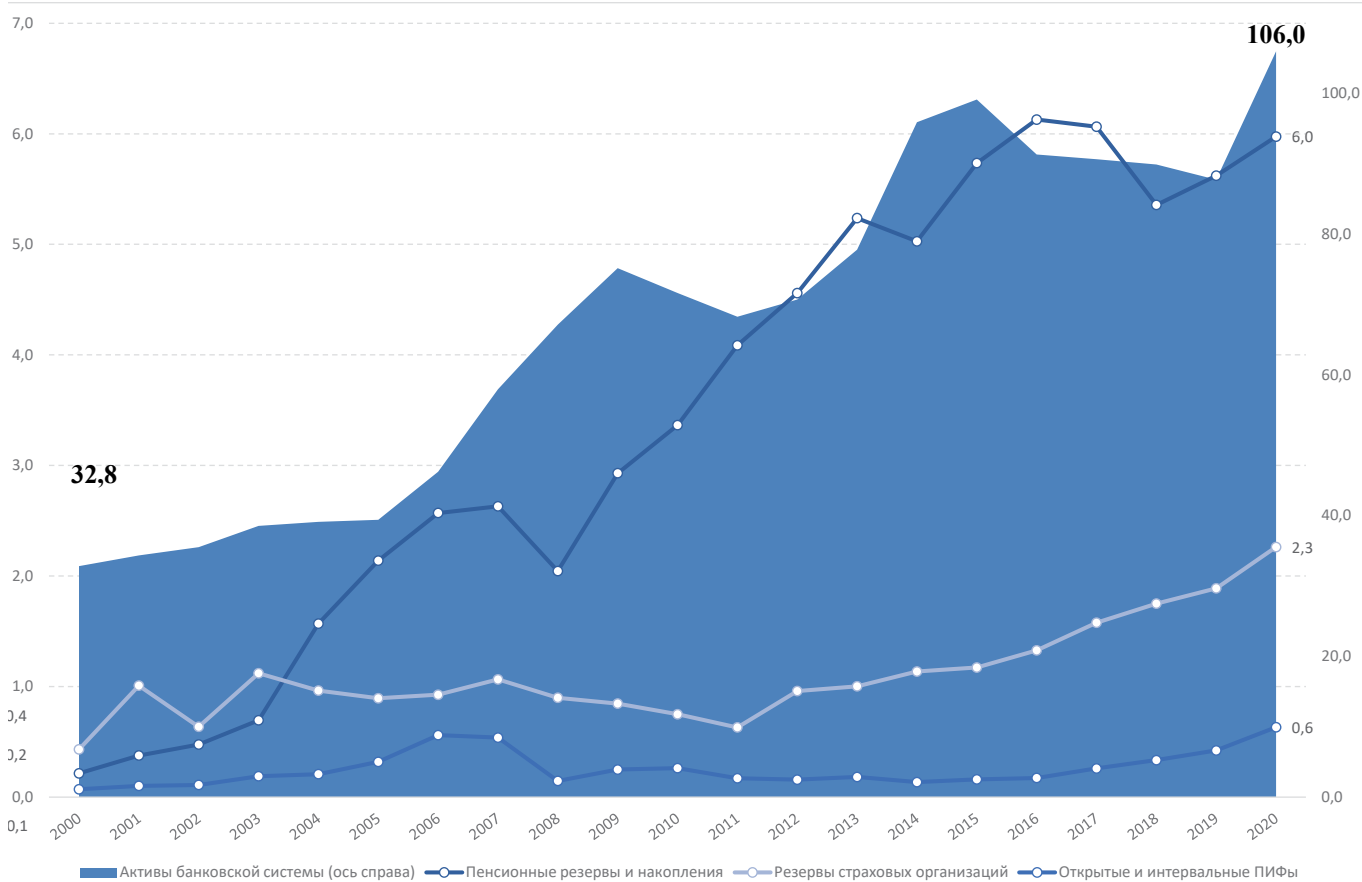
Источник: НАУФОР.

2.2 Институциональные инвесторы

В структуре финансового посредничества в России с 2016 года наблюдалось заметное торможение роста банковской системы, которое продолжалось с 2013 до 2020 года. Как показано на рисунке 23, отношение объема банковских активов к ВВП выросло с 99,2% в 2015 году, причем заметно, до 106% в 2020 году.

В 2018-2020 гг. крупные розничные банки стремились компенсировать потери доходов от банковской деятельности за счет продажи своим клиентам инвестиционных продуктов, что стало одной из причин развития фондового рынка и роста числа розничных инвесторов.

Рисунок 23. Отношение активов банков (в %, ось справа), пенсионных резервов и накоплений, резервов страховых организаций и стоимости чистых активов открытых и интервальных ПИФов (в %, ось слева) к ВВП в России в 2000-2020 гг.



Источник: расчеты ИПЭИ РАНХиГС по данным Банка России, ПФР и Росстата.

Как представляется, торможение роста емкости банковского сегмента в России естественным образом предохраняет российскую экономику от накопления избыточных рисков в ситуации, когда дальнейший рост роли банков в инвестиционном процессе уже не оказывает позитивного влияния на экономическую динамику. Показатель банковских кредитов частному сектору в России уже близок к тому уровню, который в современной науке считается «точкой перелома» в плане влияния на экономический рост. Другими словами, дальнейший рост банковского сектора может начать тормозить экономику исходя из гипотезы «избыточных финансов»²⁰.

Доля банковского сектора в финансировании инвестиций в основной капитал в России сегодня очень высока, если принимать во внимание несоответствие показателей срочности инвестиционных кредитов и привлеченных средств (средневзвешенная дюрация выдаваемых предприятиям кредитов существенно превосходит средневзвешенную дюрацию привлекаемых депозитов и вкладов)²¹. Дальнейшее увеличение объема долгосрочного кредитования и, соответственно, разрыва между срочностью пассивов и активов может привести к повышению рисков дестабилизации банковской системы.

В этой ситуации для обеспечения дальнейшего роста инвестиций в основной капитал и иных условий для ускорения экономического роста необходимо опережающее развитие институциональных инвесторов, которые с точки зрения их функций в экономической системе являются более подходящими долгосрочными инвесторами, нежели банки.

²⁰ Arcand, Jean-Louis, Enrico Berkes, and Ugo Panizza (2012). *Too much finance?* IMF Working Paper 12/161, International Monetary Fund Washington. Cournède, Boris, Oliver Denk, Peter Hoeller (2015). *Finance and inclusive growth*. OECD Economic Policy Paper. June 2015 No. 14. – OECD.

²¹ Данилов Ю., Буклемишев О., Абрамов А. (2017). О необходимости реформы финансовых рынков и небанковского финансового сектора // *Вопросы экономики*. № 9. С. 28–50.

Несмотря на проявляющуюся в последние годы тенденцию к росту доли небанковских финансовых организаций в структуре финансового сектора, в сравнении с развитыми странами диспропорция между банковским и небанковским сегментами в России остается заметной. Если в странах с развитыми финансовыми рынками совокупная доля активов небанковских финансовых организаций превосходит долю банков (см., например, структуру активов финансовых организаций в США - рис. 24), то в России сохраняется доминирование банковского сектора²² (см. рис. 25).

Рисунок 24. Структура активов финансовых организаций в США (по состоянию на 2-й квартал 2020 г.)



Источник: Board of Governors of the Federal Reserve System. Financial Stability Report. November 2020.

Рисунок 25. Структура активов финансовых организаций в России (по состоянию на 3-й квартал 2020 г.)



Источник: рассчитано по данным Банка России.

²² Необходимо заметить, что методика оценки структуры финансовых активов в США не учитывает активов всех пенсионных институтов (в целях избежания двойного счета, так как эти активы в США вкладываются, в том числе, в инвестиционные фонды и страховые продукты). Если при расчете структуры финансового сектора США учесть активы пенсионных институтов, доля банков и кредитных союзов сократится примерно до 25%.

Безусловно, структура финансового сектора развитых стран не может рассматриваться в качестве прямого ориентира для российского рынка, но целесообразно стремиться к большему разнообразию финансовых посредников. Это обязательное условие соответствия структуры предоставляемых финансовых услуг перспективным потребностям. Кроме того, для решения стратегических задач развития российского финансового сектора желательно сбалансировать роль различных категорий институциональных инвесторов, ослабив доминирование коммерческих банков.

2.2.1. Инвестиционные фонды

К «классическим» институтам коллективного инвестирования в России относятся открытые, интервальные и биржевые ПИФы (известные в международной терминологии как UCITS), а также некоторые закрытые ПИФы недвижимости, ориентированные на розничных инвесторов либо на других институциональных инвесторов (НПФы, страховые компании).

Во многих странах мира после кризиса 2008 года институты коллективного инвестирования развиваются ускоренными темпами. Доверительное управление, лежащее в основе многих схем коллективных инвестиций, оказалось более устойчивым к системным рискам и избежало тех новаций в области пруденциального регулирования, которые во многих странах мира снизили рентабельность банковской деятельности, став барьером для развития банковской системы. Высокий уровень конкуренции среди доверительных управляющих привел к резкому снижению издержек для инвестирующих в фонды, что повысило их привлекательность в глазах широкого круга инвесторов.

В основе популярности коллективных инвестиций в мире также лежат устойчивые закономерности в инвестиционном поведении людей. Многие не готовы самостоятельно заниматься своими инвестициями и пользуются услугами профессиональных управляющих активами. По перечисленным причинам взаимные фонды в настоящее время во многих странах мира являются основными держателями частных сбережений граждан, инвестированных в рискованные активы. От уровня развития коллективных инвестиций во многом зависят глубина и конкурентоспособность внутренних фондовых рынков разных стран.

В России коллективные инвестиции остаются слабо развитой отраслью. Это связано не с какими-то особенностями сберегательного поведения граждан или традициями в обществе, а с проблемами в сфере конкуренции, финансового регулирования, информационной прозрачности, стандартов маркетинга и продаж, а также инновационной активности бизнеса. Основная причина, однако, лежит в закономерной последовательности освоения розничными инвесторами различных финансовых услуг и продуктов. В период высоких реальных ставок по депозитам практически любое инвестирование в иные финансовые активы оставалось неинтересным для подавляющего большинства домохозяйств. Когда же ставки снизились и начался активный переход домохозяйств к инвестированию в финансовые активы, розничные инвесторы в первую очередь обратили внимание на брокерские счета. Это можно трактовать как «болезнь роста» (в отсутствие должного уровня финансовой грамотности и доверия к финансовым посредникам естественным является стремление

сохранять контроль за активами и операциями), но очевидно, что по мере того как растет доверие (и одновременно накапливается опыт инвестирования, который демонстрирует многим недостаточность собственных финансовых знаний), увеличивается и спрос на доверительное управление.

Опыт других стран с развивающимися финансовыми рынками говорит о такой же последовательности: сначала рост спроса домохозяйств на брокерские услуги, а затем развитие институтов коллективных инвестиций. В Китае такая последовательность освоения домохозяйствами финансовых услуг учитывалась в государственной политике развития финансового сектора, когда стимулы для развития коллективных инвестиций были задействованы уже после того, как значительная часть населения была вовлечена в операции с ценными бумагами²³. Иными словами, без начала розничного бума нельзя было рассчитывать на рост ПИФов. Но к настоящему времени мы уже достигли определенного уровня насыщения брокерских услуг, при котором следует ожидать быстрого развития ИКИ, а взрывной рост интереса к биржевым ПИФ со стороны розничных инвесторов уже демонстрирует это.

Как показано на рис. 23, средневзвешенное отношение стоимости чистых активов (СЧА) взаимных фондов к ВВП в выборке из 71 страны повысилась с 38,7% в 2000 году до 69,1% в 2019. Доля СЧА российских открытых и интервальных ПИФ в совокупной стоимости активов взаимных фондов в мире почти 20 лет сохраняется на близком к нулю уровне: в 2000 году она составляла лишь 0,001%, а в 2019 повысилась до 0,011%.

Основные характеристики индустрии ПИФ приведены в таблице 9.

Таблица 9. Основные характеристики емкости сегмента паевых инвестиционных фондов

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Количество ПИФов для неквалифицированных инвесторов, шт.	827	830	968	825	797	723	623	629	610
Количество ПИФов для квалифицированных инвесторов, шт.	695	766	686	735	756	774	817	902	992
СЧА ПИФ, млрд руб.			2 124	2 382	2 580	2 937	3 342	4 474	5 029
в т.ч. ОПИФ	89	113	85	110	131	216	315	455	666
в т.ч. ПИФ для квалифицированных			1 567	1 777	1 959	2 248	2 586	3 574	3 878
в т.ч. ПИФ для неквалифицированных	538	592	556	605	621	689	755	900	1 151
Объем чистого годового привлечения в ОПИФ, млрд руб.	-0,8	21,2	-29,4	3,1	20	73,7	86,8	103,3	155,9

²³ Данилов Ю. А. Опыт реформ финансовых рынков в странах – конкурентах России на глобальном рынке капитала. М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2016. С. 55–59; 87–89; 100–105.

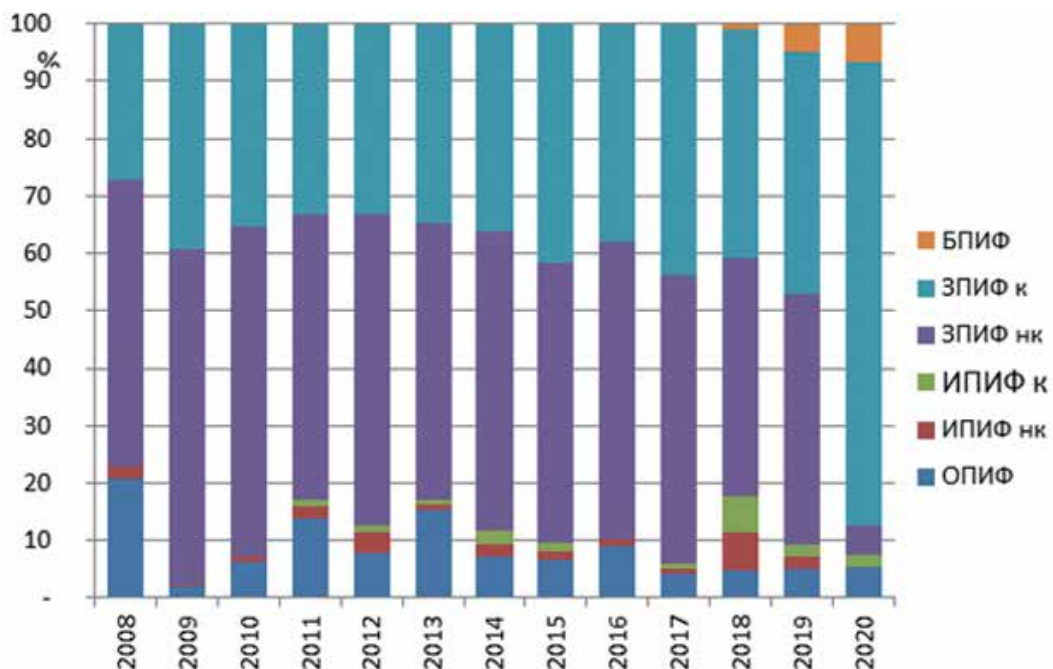
Отношение СЧА ПИФ к ВВП, %			2,69%	2,87%	3,01%	3,20%	3,22%	4,10%	
Отношение СЧА ОПИФ к ВВП, %	0,13%	0,16%	0,11%	0,13%	0,15%	0,24%	0,30%	0,42%	0,62%

Источник: НАУФОР.

Таким образом, общая СЧА всех типов ПИФ составляет более 5 трлн руб, большая часть которой приходится на ПИФ для квалифицированных инвесторов (3,9 трлн руб), а на ПИФ для неквалифицированных инвесторов – меньшая (1,15 трлн руб).

Общие объемы активов ПИФ в России растут, однако их отношение к ВВП выглядит очень скромным по сравнению с большинством зарубежных стран, имеющих сколько-нибудь развитые финансовые рынки. При этом значительная часть ПИФов для квалифицированных инвесторов, строго говоря, не может считаться институтами коллективного инвестирования, так как представляет собой скорее форму “упаковки” или “переупаковки” активов, принадлежащих корпорациям или состоятельным индивидам. Необходимо отметить, что “упаковка” активов — инструмент, который может использоваться для эффективного функционирования эндаумент-фондов, а также для эффективной передачи собственности в порядке наследования. Кроме того, такой инструмент незаменим для реализации инвестиционных проектов (например, строительства жилья) крупными игроками без привлечения средств широкого круга инвесторов. В целом “оптовый” рынок ПИФ (ПИФы для квалифицированных инвесторов) растет достаточно быстро — его масштаб вырос в 2,4 раза за 2014-2020 гг. В этом сегменте особенно быстро растет количество ЗПИФ для квалифицированных инвесторов. Если в общем количестве фондов в 2008 году, такие фонды составляли 27%, то в 2020 году уже 80%. Доля открытых фондов за тот же период уменьшилась с 20 до 5% (см. рис. 26).

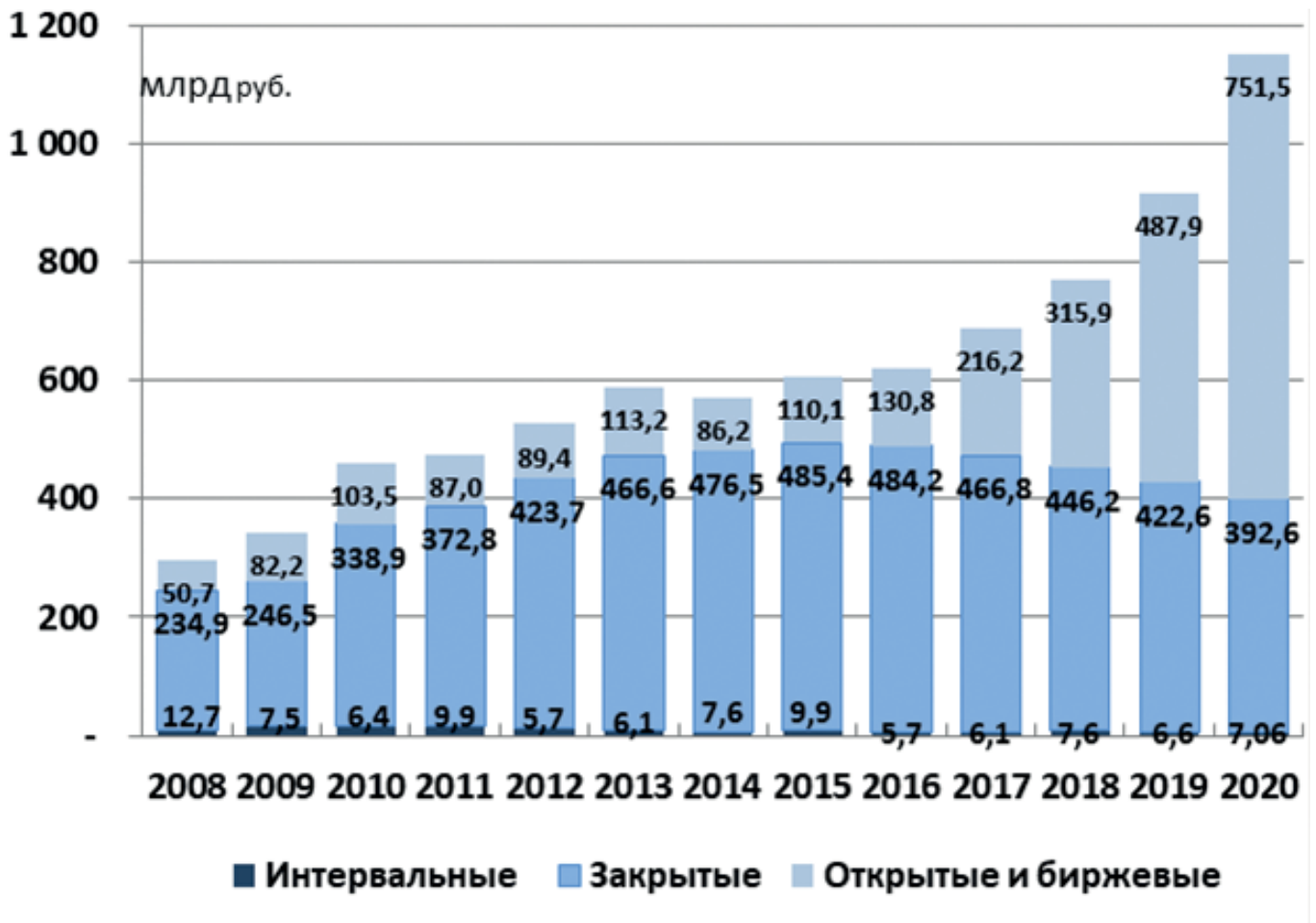
Рисунок 26. Структура индустрии ПИФ, по типам ПИФ (% от общего числа сформированных фондов)



Источник: НАУФОР.

Для розничных неквалифицированных инвесторов на российском финансовом рынке предлагаются открытые, интервальные и некоторые закрытые фонды. С 2018 года в оборот стали поступать биржевые фонды, предлагаемые российскими управляющими компаниями. Стоимость чистых активов фондов, предназначенных для неквалифицированных инвесторов, увеличилась с 2008 года на 290% и достигла 1,15 трлн руб. (см. рис. 27). Стоимость чистых активов открытых и биржевых фондов, наиболее популярных среди розничных инвесторов схем коллективных инвестиций, достигла в 2020 году 752 млрд руб., что почти в 15 раз больше, чем в 2008.

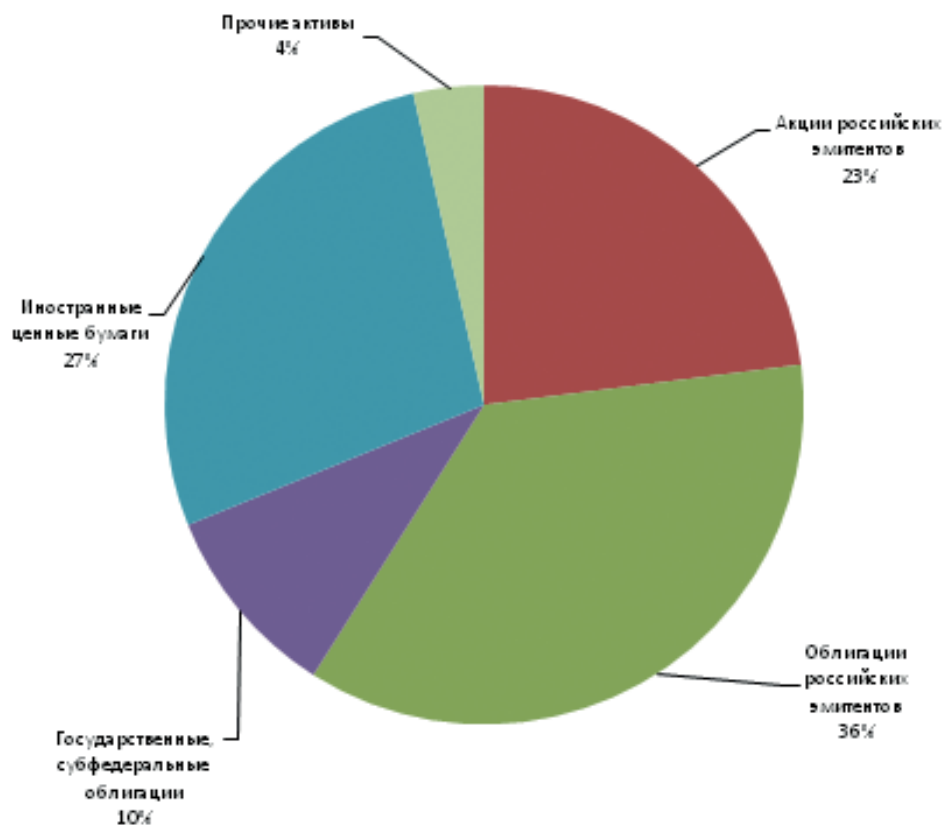
Рисунок 27. Стоимость чистых активов ПИФ для неквалифицированных инвесторов, млрд руб.



Источник: НАУФОР.

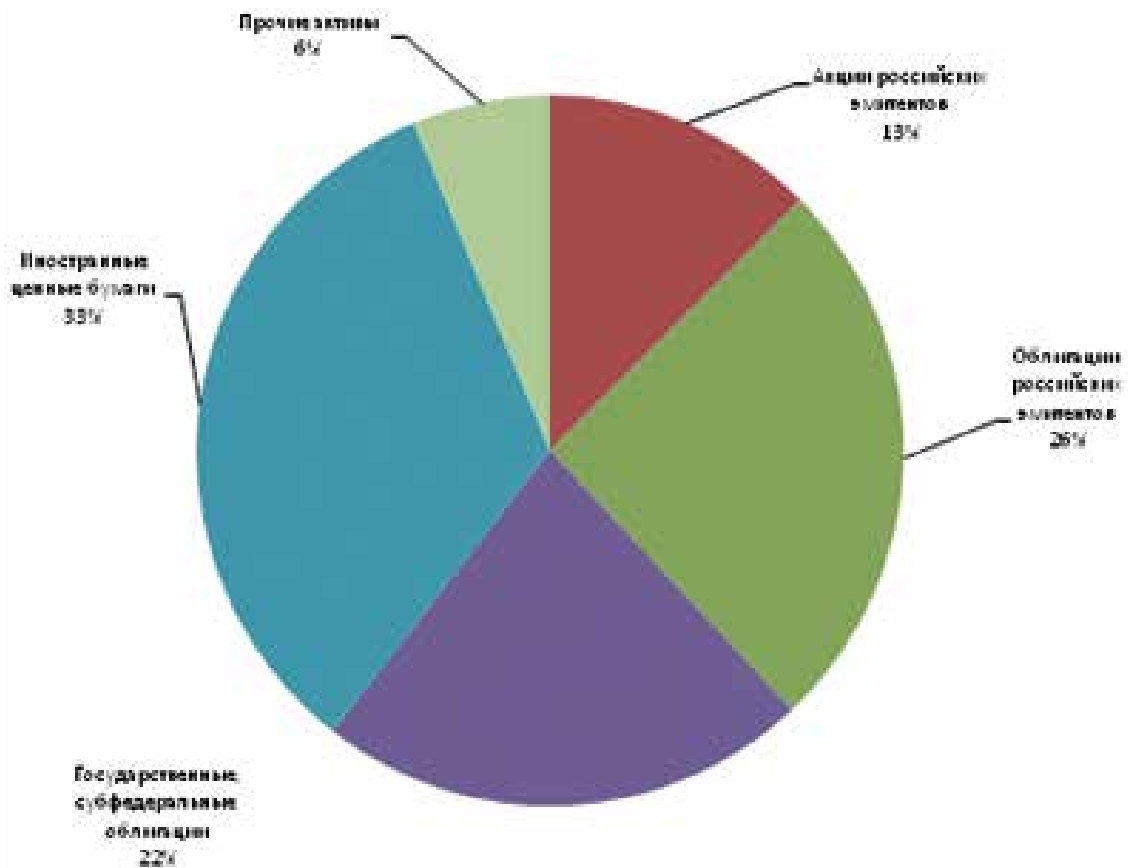
В структуре активов открытых ПИФ, по данным на конец 2020 года (см. рис. 28), доминируют долговые ценные бумаги – 46% общего объема (в том числе 36% — корпоративные облигации российских эмитентов и 10% — государственные облигации). Следующей по величине долей являются иностранные ценные бумаги — 27%.

Рисунок 28. Структура активов открытых ПИФ



В структуре активов биржевых ПИФ сложились иные пропорции (см. рис. 29).

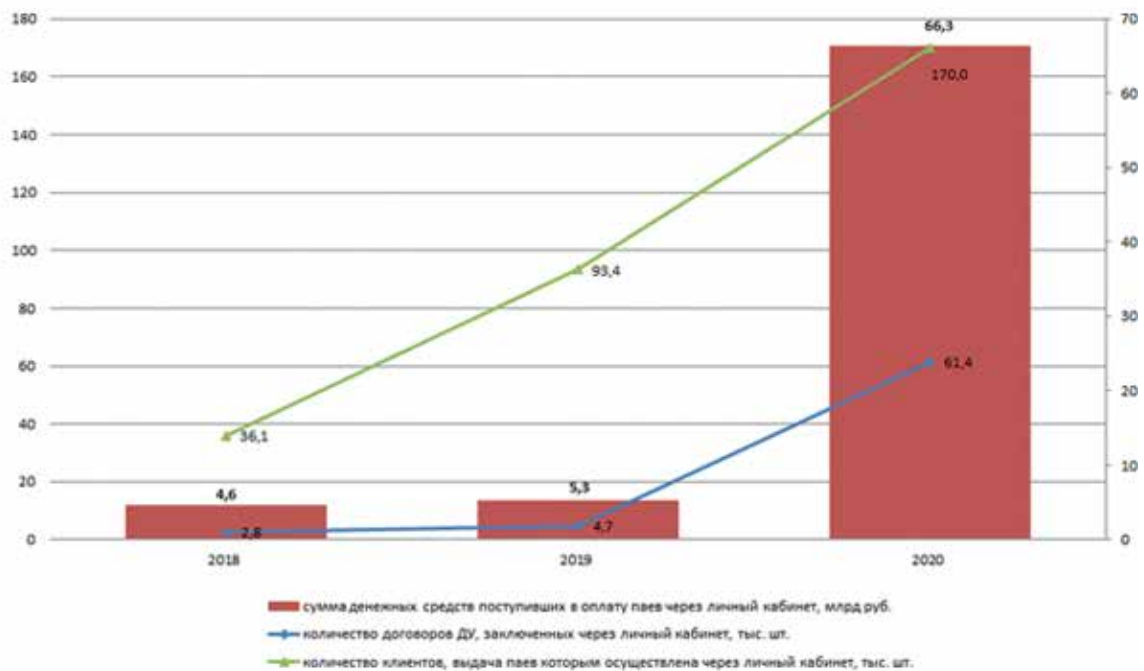
Рисунок 29. Структура активов биржевых ПИФ



Здесь, безусловно, доминируют иностранные ценные бумаги – 33% общего объема активов, заметную часть которых составляют ETF. Долговые инструменты составляют 48% (в том числе 26% — корпоративные облигации российских эмитентов, а 22% — государственные облигации).

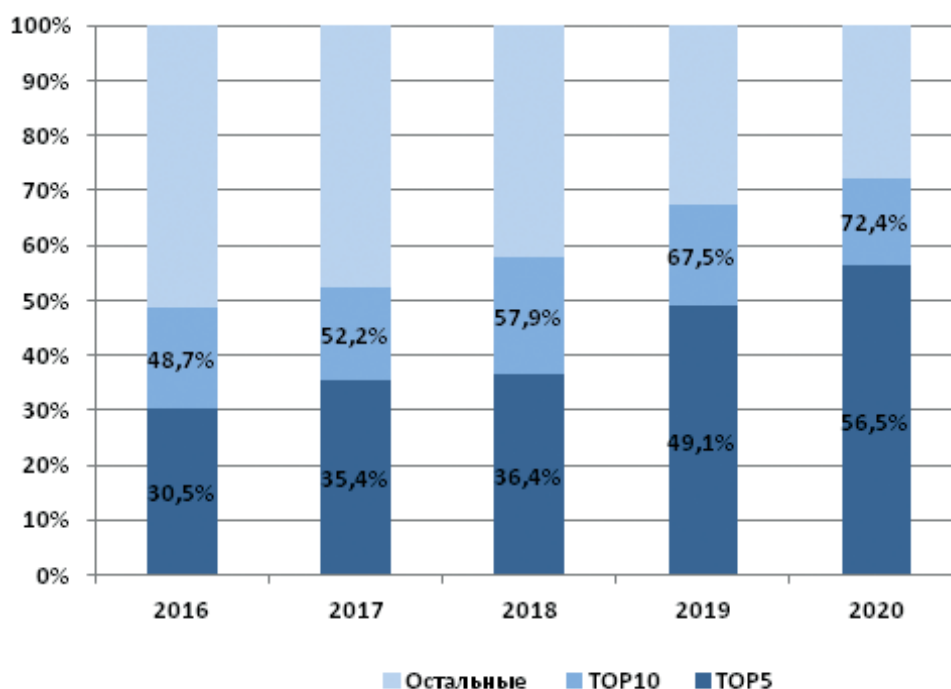
Управляющие компании ПИФ активно применяют онлайн-технологии при взаимодействии с инвесторами, в том числе для заключения договоров и оплаты инвестиционных паев (см. рис. 30), причем наиболее сильные изменения здесь произошли в 2020 г.

Рисунок 30. Результаты работы УК ПИФ через личные кабинеты, 2018-2020 гг. Концентрация управляющих компаний ПИФ достаточно высока (см. рис. 31).



Источник: НАУФОР.

Рисунок 31. Концентрация управляющих компаний по СЧА ПИФ для неквалифицированных инвесторов



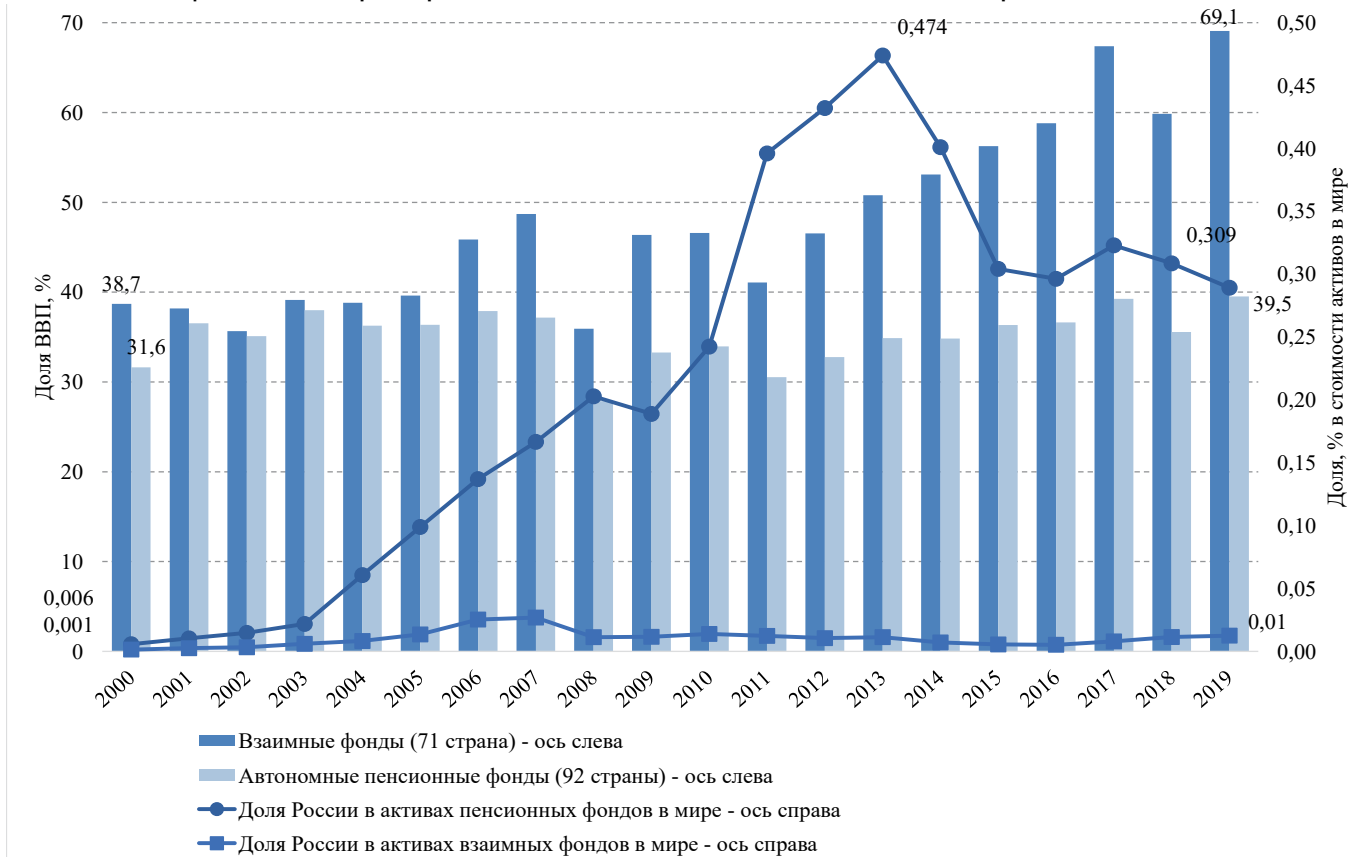
По итогам 2020 года на десять крупнейших управляющих компаний приходится 72,4%, а на пять — 56,5% стоимости чистых активов ПИФ для неквалифицированных инвесторов.

2.2.2. Негосударственные пенсионные фонды

Другой важной индустрией институциональных инвесторов являются НПФ. В условиях моратория на перечисление пенсионных накоплений и противоречивости законодательных инициатив регуляторов с 2014 года развитие корпоративных и индивидуальных пенсионных планов практически прекратилось. В 2016 году после предшествующего многолетнего роста отношение пенсионных резервов и накоплений к ВВП достигло максимума в размере 6,1%, к 2020 г. данный показатель практически не изменился (6,0% ВВП).

Негосударственные пенсионные фонды находятся в особом положении по сравнению с другими финансовыми институтами. С одной стороны, они аккумулировали немалые финансовые ресурсы — 4,7 трлн руб. на конец 2020 года (хотя на фоне развитых рынков как абсолютные, так и относительные объемы этих средств выглядят довольно скромно). Количество их клиентов также весьма значительно – 37,1 млн человек по обязательному пенсионному страхованию (ОПС) и 6,1 млн человек по негосударственному пенсионному обеспечению (НПО). С другой стороны, они сталкиваются с регуляторными и репутационными проблемами, а перспективы их развития неопределенны.

Рисунок 32. Средневзвешенные по США показатели доли взаимных фондов и автономных пенсионных фондов в мире (левая ось, в % к ВВП) и доля России в активах взаимных и автономных пенсионных фондов в мире (правая ось, в % от стоимости активов в мире) в 2000-2019 гг.



Источник: расчеты ИПЭИ РАНХиГС по данным World Development Indicators (WDI) Всемирного банка, Investment Company Institute (ICI), Pensions statistics OECD, Банка России и ПФФ

За период 2000-2019 гг. доля стоимости портфелей автономных пенсионных фондов по выборке из 92 стран выросла с 31,6 до 39,5% ВВП (рис. 32). В России благодаря пенсионной реформе, проведенной в начале 2000-х годов, и созданию накопительной пенсионной системы до 2014 года наблюдался заметный рост пенсионных резервов и накоплений. Доля российских НПФ в совокупных активах автономных пенсионных фондов в мире выросла с 0,006% в 2000 году до 0,48% в 2013. Однако с 2014 года взносы в накопительную пенсионную систему были заморожены, а альтернативной формы рыночных пенсионных сбережений так и не появилось. В результате российская доля в совокупных пенсионных накоплениях в мире в 2019 году вновь снизилась до 0,29% (см. рис. 32).

Индустрия НПФ уменьшается из года в год, ее ресурсы растут медленно, а ее роль (около 4% ВВП) остается незначительной. Основные показатели индустрии негосударственных пенсионных фондов в России приведены в таблице 10.

Таблица 10. Основные показатели емкости сегмента негосударственных пенсионных фондов

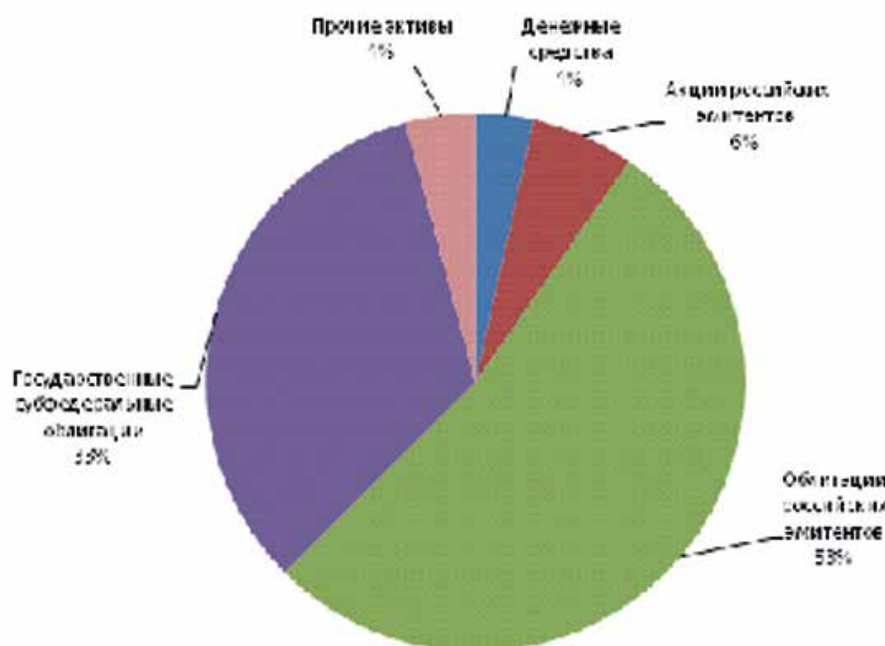
Показатели	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Количество НПФ, шт.	134	120	119	101	74	66	52	47	43
Активы НПФ, трлн руб.	1,53	2,06	2,19	2,89	3,42	3,82	4,06	4,45	4,7
Общий объем инвестиционных ресурсов НПФ, трлн руб.	1,43	1,92	2,03	2,7	3,21	3,62	3,85	4,27	4,5
Пенсионные резервы НПФ, трлн руб.	0,76	0,83	0,9	0,99	1,1	1,18	1,27	1,41	1,49
Пенсионные накопления НПФ, трлн руб.	0,67	1,09	1,13	1,71	2,11	2,44	2,58	2,86	2,97
Отношение пенсионных резервов к ВВП, %	1,11	1,14	1,14	1,19	1,28	1,29	1,22	1,29	1,37
Отношение пенсионных накоплений к ВВП, %	0,98	1,49	1,43	2,05	2,47	2,65	2,49	2,62	2,74

Источник: НАУФОР.

Доходность инвестирования НПФ всегда была умеренной, что объяснимо с точки зрения задаваемого регулятором консерватизма пенсионных портфелей, который находит свое отражение в портфелях НПФ (см. рис. 33).

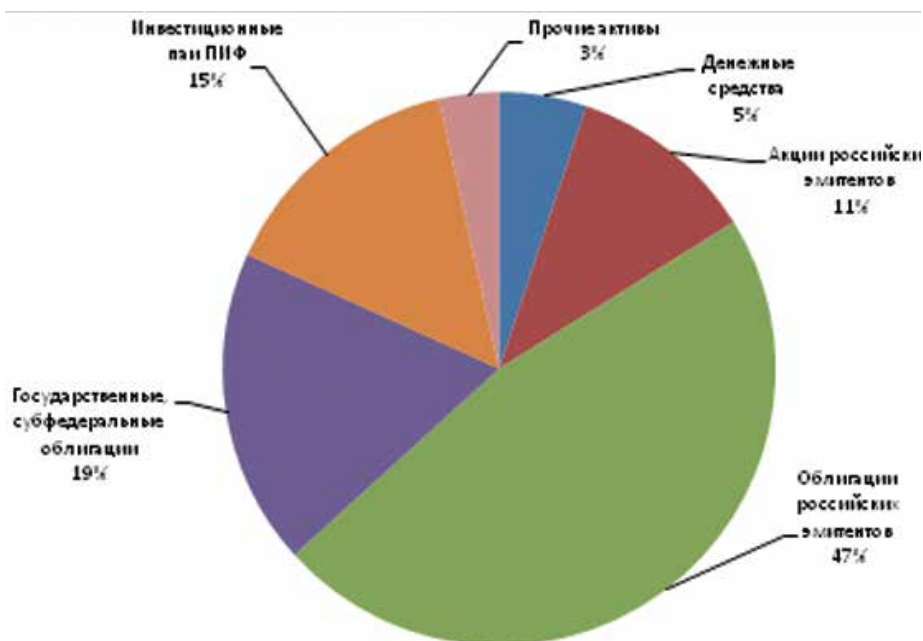
В пенсионных накоплениях абсолютно доминируют долговые инструменты – 86% общего объема, в том числе 53% — это корпоративные облигации российских эмитентов, а 33% — государственные облигации. Акции российских эмитентов составляют всего 6%.

Рисунок 33. Структура активов пенсионных накоплений НПФ, данные на конец 2020 года



Также консервативна и структура активов пенсионных резервов НПФ (см. рис. 34).

Рисунок 34. Структура активов пенсионных резервов НПФ, данные за четвертый квартал 2020 года



В структуре пенсионных резервов также доминируют долговые инструменты – 66% общего объема, в том числе 47% — корпоративные облигации российских эмитентов и 19% — государственные облигации. Акции российских эмитентов составляют всего 11%. Здесь заметна доля инвестиционных паев ПИФ — 15% общего объема активов, которых вообще нет в составе пенсионных накоплений.

Малая доля инвестиций НПФ в акции лишает их роли важнейшего долгосрочного инвестора на финансовом рынке. Пенсионные институты, которые традиционно в большинстве стран мира являются ведущими долгосрочными инвесторами в национальную экономику, в России не могут выполнять ту же функцию, в заметной мере вследствие регуляторного режима, характеризуемого существенными ограничениями инвестиционного процесса и значительными издержками для НПФ.

Добровольные пенсионные продукты непривлекательны для граждан, поскольку не дают надежд на приемлемое замещение заработной платы и не обеспечивают необходимой прозрачности инвестиционного процесса. Развиваются только те НПФ, которые давно и успешно реализуют корпоративные пенсионные программы крупных компаний. Вместе с тем такие пенсионные программы, хотя и растут в стоимостном выражении, но стагнируют по количеству участников (с 2015 года сумма пенсионных резервов выросла с 990 млрд до 1,49 трлн, но число участников – с 5,8 только до 6,1 млн): крупные компании (Газпром, РЖД, Роснефть, ЛУКОЙЛ и др.) продолжают поддерживать старые программы, но притока новых корпоративных вкладчиков, по-видимому, нет.

В процессе пенсионной реформы, начатой в 2002-2003 гг., в России не удалось решить задачи создания корпоративной пенсии, охватывающей основную часть экономически активного населения. Формирование доверия к массовым пенсионным системам является очень инерционным процессом. Для того чтобы население вполне доверяло НПФ, необходимо, чтобы прошел хотя бы один полный жизненный цикл, продолжительностью 20 лет, когда значительная часть участников эксперимента с пенсионными накоплениями начнет выходить на пенсию, и можно будет на деле судить о том, какую прибавку они получили от накопительной пенсии.

Концентрация НПФ по объемам инвестиционных ресурсов крайне высока: по итогам 2019-2020 гг. на пять крупнейших НПФ в части пенсионных накоплений приходится около 78% общего объема, а в части пенсионных резервов – 79%. При этом на крупнейший по объемам пенсионных накоплений НПФ приходится 22%, а на крупнейший по объемам пенсионных резервов – 30%.

3. Брокеры и управляющие ценными бумагами

Главным двигателем привлечения розничных инвесторов на фондовый рынок, а также бенефициаром этого процесса стала брокерская индустрия. По данным Банка России, на сентябрь 2020 года объем активов клиентов на брокерском обслуживании составляет 12,7 трлн руб. (в 2019 году — 11,3 трлн руб.), 5 трлн руб. из них принадлежит розничным инвесторам.

Спрос розничных инвесторов на брокерские услуги имеет естественные причины.

Во-первых, розничные инвесторы в процессе освоения финансовых услуг первоначально стремятся сохранять контроль за своими активами и операциями, а это наилучшим образом обеспечивается именно брокерскими услугами.

Во-вторых, первоначальные инвестиции относительно просты и часто ограничиваются небольшим числом ценных бумаг или структурным продуктом, отражающим поведение нескольких активов. Для этого брокерского обслуживания достаточно.

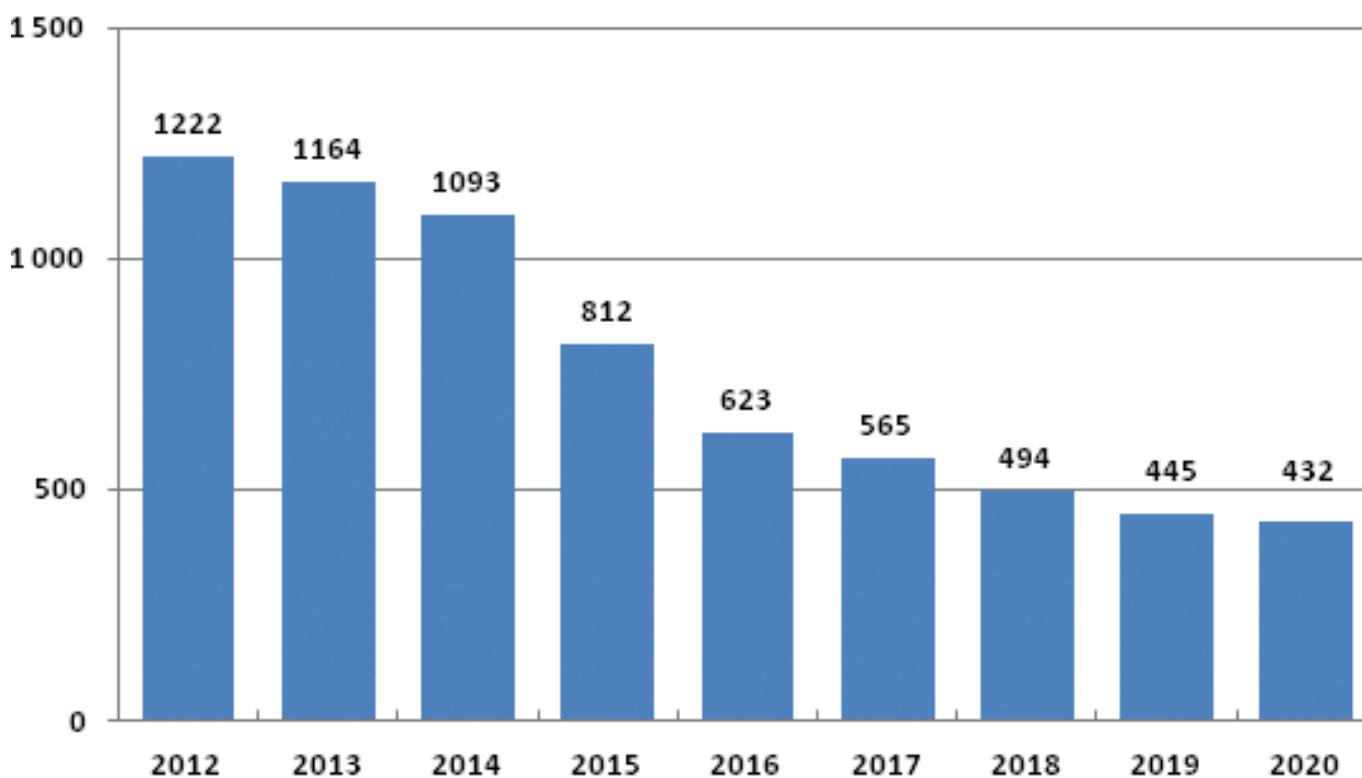
В-третьих, брокеры предложили комбинацию обслуживания и инвестиционного консультирования, которое в значительной степени является альтернативой доверительному управлению — сегодня 35% договоров о брокерском обслуживании сопровождается заключением договоров об инвестиционном консультировании.

Индустрия управления ценными бумагами характеризуется более скромными результатами. В индивидуальном управлении на конец 2020 года находилось около 1 трлн руб. средств розничных инвесторов и около 400 млрд руб. — инвесторов-юридических лиц.

В течение 2019 года произошли кардинальные изменения в технологиях обслуживания клиентов. В 2019 и 2020 гг. россияне отдавали предпочтение онлайн-каналам — 72% брокерских договоров, в том числе 66% новых было заключено онлайн. При этом в течение 2020 года общее число договоров, заключенных с использованием идентификации по набору данных, составило более 420 тысяч. Во второй половине года использование данного способа идентификации активизируется кредитными организациями для привлечения клиентов, не находящихся у них на обслуживании, что свидетельствует о росте конкуренции.

Количество профессиональных участников рынка ценных бумаг в России устойчиво снижается (см. рис. 35).

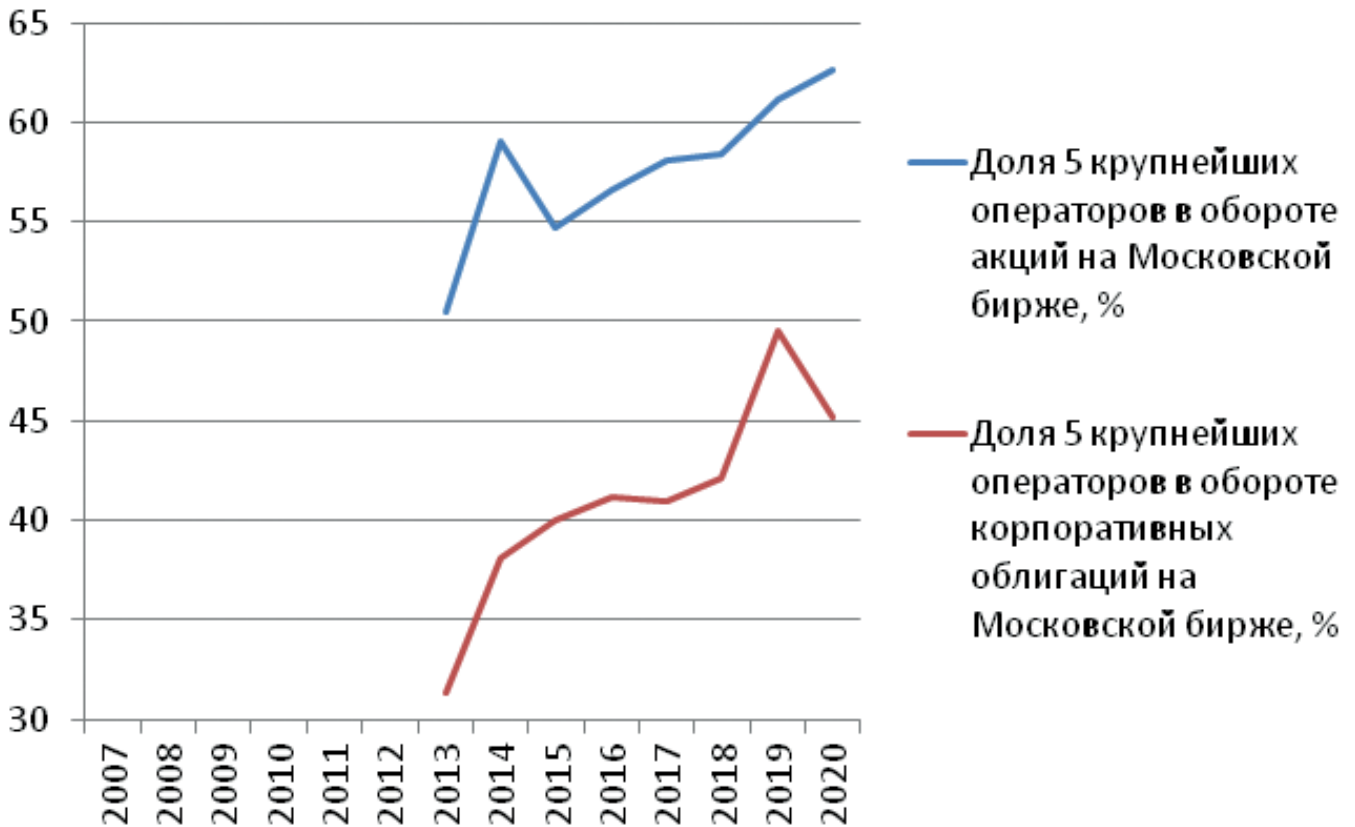
Рисунок 35. Изменение количества организаций – профессиональных участников рынка ценных бумаг (учитываются лицензии брокеров, дилеров, доверительных управляющих, депозитариев и инвестиционных советников в любых сочетаниях)



Полным набором лицензий, позволяющим оказывать наиболее широкий круг услуг (брокер, дилер, доверительный управляющий и депозитарий), обладают 22% профучастников. Если в этот список включить инвестиционное консультирование, то такой набор услуг оказывают 6% профучастников.

Одновременно со снижением количества растет концентрация индустрии профессиональных участников рынка ценных бумаг, что сигнализирует об ухудшении качества конкуренции (см. рис. 36).

Рисунок 36. Показатели концентрации в секторе брокерских услуг



Источник: НАУФОР.

По данным Банка России, на долю пяти профучастников по количеству клиентов на брокерском обслуживании в 2019 году приходилось 76,6% клиентов, а в 2020 году – уже 89,2%. Концентрация по количеству клиентов на доверительном управлении еще выше, на долю трех организаций в 2019 году приходилось 85,1% клиентов, а в 2020 году – 83,9%. Впрочем, концентрация на этом относительно небольшом по объемам рынке означает, что на предложении услуг доверительного управления сфокусировалось небольшое количество компаний, что в будущем может измениться. В банках-брокерах сконцентрировано 85% клиентов. В отличие от них, в небанковских финансовых организациях, оказывающих услуги по доверительному управлению, аккумулировано 99,8% клиентов, однако это объясняется влиянием на статистику данных небольшого числа компаний, предлагающих такие услуги, а также тем, что большинство доверительных управляющих – небанковские организации, поскольку многие из них совмещают эту деятельность с управлением инвестиционными фондами, что запрещено банкам.

4. Инвестиционные советники

Индустрия инвестиционных советников сегодня представлена в основном брокерами и управляющими ценными бумагами. Регулирование деятельности инвестиционных советников позволило упорядочить предоставление таких услуг брокерами и управляющими, однако другая задача регулирования – содействовать формированию индустрии специализированных советников не была решена. Из 99 советников на начало 2021 года лишь 25 являются специализированными советниками, то есть не совмещают свою деятельность с брокерской деятельностью, деятельностью по управлению ценными бумагами, а также с деятельностью управляющей компании инвестиционных фондов.

К сожалению, не сложилась и индустрия независимых инвестиционных советников. Отчасти это связано с недостатками в регулировании, которое признавая инвестиционных советников профессиональными участниками рынка ценных бумаг не учитывало специфику их деятельности, – требовало наличия в штате отдельного специалиста-контролера, подчиняло советников требованиям законодательства по ПОД/ФТ, а в настоящее время облагает НДС услуги таких советников (в отличие от услуг, в том числе услуг инвестиционного консультирования, оказываемых другими профессиональными участниками рынка ценных бумаг). Большинство из этих недостатков к настоящему моменту устранены, а после решения проблемы применения НДС к услугам специализированных советников можно ожидать большей готовности получить такой статус со стороны предпринимателей и небольших специализированных компаний, которые в настоящее время мимикрируют под обучающие центры и аналитиков.

ЧАСТЬ III. Основные итоги развития фондового рынка в России в 2008-2020 гг. Проблемы развития фондового рынка

1. Обобщение в терминах показателей финансового развития

Итоги развития российского фондового рынка после 2007 года неоднозначны. Если опираться на подход Всемирного банка и МВФ, которые под финансовым развитием понимают такие аспекты, как рост финансовой глубины, повышение финансовой инклюзии, обеспечение финансовой стабильности и повышение эффективности финансовых рынков и финансовых институтов, то можно сделать следующие выводы:

1) большинство показателей финансовой глубины, выраженные в % к ВВП, выросли по сравнению с 2007 годом (см. таблицу 11). Однако значительное снижение этих показателей зафиксировано на рынке акций, что усилило диспропорции финансового сектора. Кроме того, рост емкости сектора коллективных инвестиций был недостаточен;

Таблица 11. Соотношение значений показателей финансовой глубины российского финансового сектора в 2007 и 2020 гг., в % к ВВП

	2007	2020	2020/2007, раз
I. Глубина финансовых рынков			
Капитализация	98,9	48,2	0,49
Объем торговли акциями	47,3	32,9	0,69
Объем IPO	1,2	0,03	0,015
Стоимость внутренних облигаций в обращении	7,6	29,3	3,86
Стоимость корпоративных облигаций в обращении	3,8	15,3	4,03
Объем биржевой торговли облигациями	10,4	10,4	1,00
Объем срочной биржевой торговли	21,9	121,8	5,56
II. Глубина финансовых институтов			
Активы банков	60,9	97,4%	1,60
Стоимость чистых активов ПИФ	2,3%	4,5%	1,96
Стоимость чистых активов ОПИФ	0,45%	0,62%	1,38
Общий объем инвестиционных ресурсов (накоплений и резервов) НПФ	1,5%	4,1%	2,73

2) показатели финансовой инклюзии домохозяйств выросли, а показатели финансовой инклюзии фирм либо стагнировали, либо ухудшились;

3) улучшился показатель стабильности финансового рынка (в частности, показатель волатильности фондового рынка, рассчитываемый Всемирным банком, снизился за период 2007–2017 гг. с 33,7 до 14,9), что стало очевидным следствием ухода с российского рынка иностранных инвесторов;

4) показатели эффективности принципиально не изменились, но резко выросла доля иностранных акций в обороте на внутреннем рынке;

5) показатели конкуренции существенно ухудшились.

Большинство из отмеченных изменений произошли в течение последних 3-4 лет, основными причинами положительных изменений стали макроэкономическая стабилизация и ее главное для финансового рынка следствие – массовый приход на фондовый рынок домохозяйств в качестве инвесторов (см. рис. 37).

Рисунок 37. Динамика отдельных показателей финансовой глубины и финансовой инклюзии домохозяйств (в натуральных логарифмах)

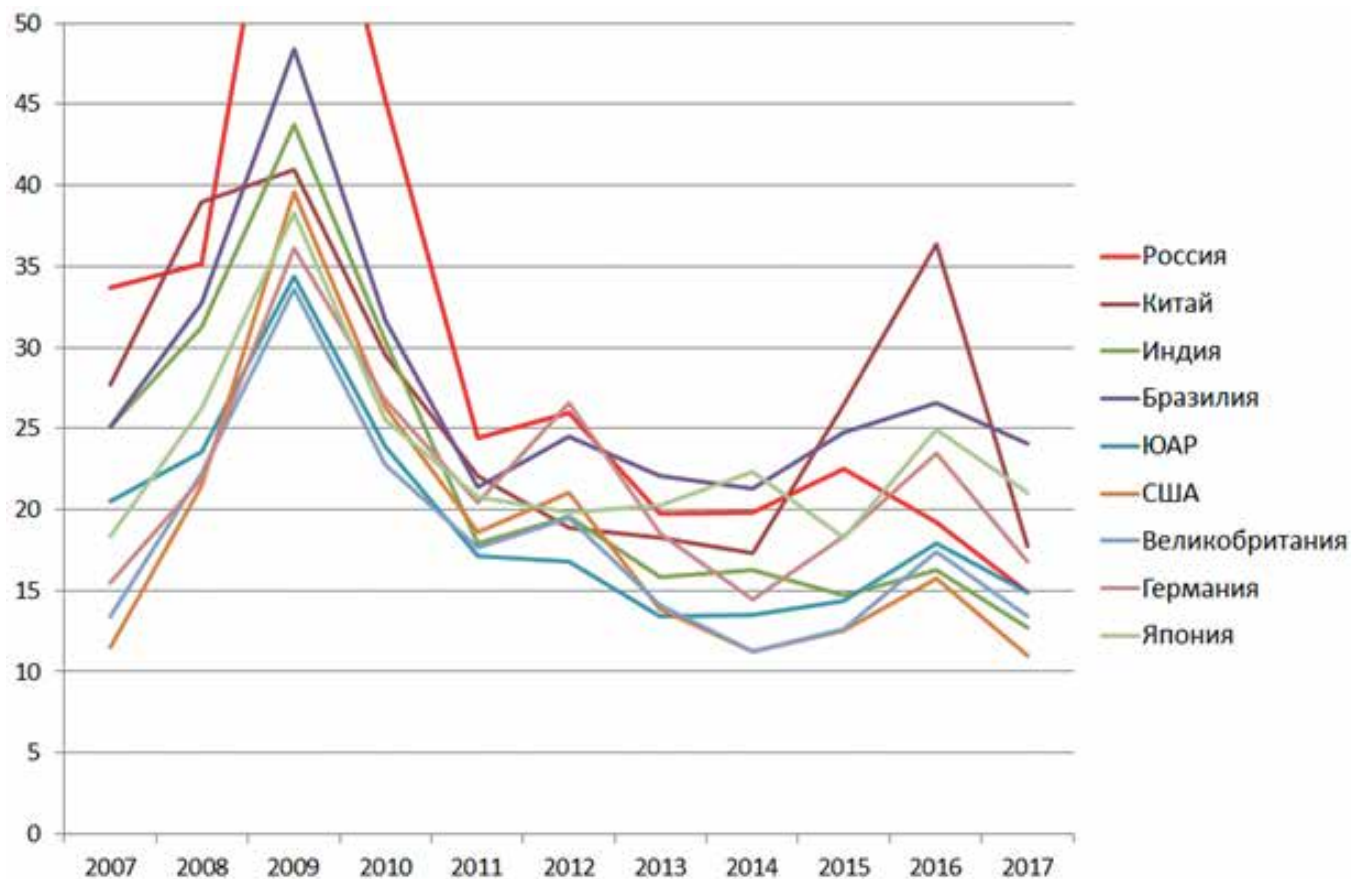


Источники: НАУФОР, Московская биржа, Санкт-Петербургская биржа.

О высокой значимости показателя количества активных розничных инвесторов свидетельствуют коэффициенты корреляции между этим показателем и остальными (были взяты приросты к 2008 году). Особенно высока корреляция с объемом торговли (0,87) и СЧА открытых паевых инвестиционных фондов (0,89).

Приход большого количества розничных инвесторов — основной и, возможно, единственный значимый фактор позитивных изменений показателей развития российского финансового рынка за последние годы. Он лежит в основе роста оборотов с ценными бумагами, улучшая не только данный показатель финансовой глубины, но с 2018 года также и соотношение оборота и капитализации, традиционно рассматриваемое как основной показатель эффективности финансового рынка в терминологии Всемирного банка. Именно он придал новый импульс росту капитализации (в течение 2019-2020 гг. выросла на 28,5%, с 40 трлн руб. в 2018 году до 51,4 трлн руб. в 2020 году) и, в свою очередь, росту доли финансовых активов в богатстве домохозяйств.

Межстрановые сопоставления показывают, что после кризиса 2008 года значительно снизилась относительная волатильность российского рынка акций (данный показатель используется Всемирным банком для оценки стабильности финансовых рынков) — см. рис. 38 (хотя, по-видимому, решающую роль в этом сыграл уход иностранных инвесторов).

Рисунок 38. Показатели волатильности некоторых национальных рынков акций (Stock price volatility²⁴).

Источник: Всемирный банк (Global Financial Development Database).

Особое внимание следует уделить снижению конкуренции на фондовом рынке. Показатели конкуренции Всемирным банком не выделяются в отдельную группу показателей финансового развития, но входят в Глобальную базу данных финансового развития (GFDD). Данные свидетельствуют об опасном росте концентрации в российском банковском секторе (в GFDD не входят показатели концентрации небанковских финансовых организаций). Очевидно, что эти тенденции оказывают негативное воздействие и на сегменты услуг небанковских финансовых организаций. О том же свидетельствуют и показатели доли рынка 3, 4, 5, 8, 10 крупнейших компаний в сегментах небанковских финансовых организаций в России.

Данные тенденции опасны, по крайней мере, по трем причинам.

Во-первых, исходя из теоретических и эмпирических работ, высокая концентрация негативно влияет на эффективность финансовых рынков и финансовых институтов. В практическом плане следствиями высокой концентрации и низкой эффективности становится низкое качество обслуживания клиентов финансовых организаций и повышенные риски инвестирования на национальных финансовых рынках.

Во-вторых, в настоящее время конкуренция на рынках финансовых услуг, предполагающая низкую концентрацию, рассматривается как "подушка безопасности" с точки зрения финансовой стабильности. На высококонкурентных рынках органы,

²⁴ Рассчитывается как среднее 360-дневной волатильности национального индекса фондового рынка (Stock price volatility is the average of the 360-day volatility of the national stock market index).

отвечающие за финансовую стабильность, располагают достаточно большим маневром для оперативного введения мер по поддержанию финансовой стабильности в кризисные периоды, особенно в моменты трансляции рисков с мирового финансового рынка. На низкоконкурентных рынках резервы для применения аналогичных мер отсутствуют, и их введение может привести не только к сокращению общего числа участников конкуренции, но и к угрозам для системно значимых финансовых организаций.

В-третьих, высокая концентрация препятствует росту финансовой инклюзии, прежде всего инклюзии фирм. Поэтому низкая активность российских предприятий по привлечению инвестиций на финансовом рынке, с теоретической точки зрения, может иметь своей причиной, в том числе, высокую концентрацию финансовых организаций. Чем выше конкуренция, тем больше финансовые организации стремятся набрать новых клиентов, особенно из реального сектора, следствием этого становится рост инклюзии фирм. Когда же конкуренции нет, стимулы финансовых организаций к поиску клиентов среди корпораций реального сектора, которые могут иметь интерес к привлечению инвестиций на рынке ценных бумаг, резко сокращаются.

МВФ разработал интегральные показатели оценки национального финансового развития — Индекс финансового развития и его субиндексы, отражающие различные аспекты развития национальных финансовых рынков и финансовых институтов. Динамика таких показателей по России приведена в таблице 12.

Таблица 12. Динамика Индекса финансового развития России и его субиндексов, 2007-2017

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Financial Development Index	0,49	0,44	0,56	0,51	0,54	0,49	0,48	0,47	0,46	0,52	0,48
Financial Institutions Access Index	0,59	0,69	0,73	0,84	0,92	0,94	0,94	0,92	0,88	0,84	0,83
Financial Institutions Depth Index	0,13	0,13	0,15	0,14	0,14	0,15	0,16	0,17	0,18	0,19	0,19
Financial Institutions Efficiency Index	0,48	0,32	0,34	0,37	0,39	0,39	0,38	0,37	0,35	0,72	0,61
Financial Institutions Index	0,43	0,41	0,44	0,49	0,53	0,54	0,54	0,54	0,52	0,62	0,58
Financial Markets Access Index	0,67	0,60	0,57	0,54	0,56	0,57	0,62	0,53	0,54	0,53	0,55
Financial Markets Depth Index	0,55	0,39	0,69	0,46	0,35	0,32	0,29	0,23	0,30	0,39	0,32
Financial Markets Efficiency Index	0,38	0,39	0,71	0,56	0,75	0,44	0,32	0,44	0,31	0,27	0,24
Financial Markets Index	0,54	0,46	0,66	0,52	0,54	0,44	0,41	0,39	0,38	0,40	0,37

Источник: IMF.

В целом эти показатели не показывают общего прогресса России по пути финансового развития. Но при этом есть индикаторы, по которым достигнут прогресс (глубина, доступность и эффективность финансовых институтов), и есть индикаторы, по которым наблюдается снижение уровня финансового развития (глубина, доступность и эффективность рынков). Поэтому очевидно, что ключевой резерв для повышения уровня финансового развития России — развитие финансовых рынков, повышение их емкости, доступности и эффективности, что наилучшим образом соответствует ключевым показателям эффективности Банка России²⁵.

Информативная оценка изменений, произошедших в течение 2008-2020 гг. на российском финансовом рынке, может быть дана на основе сопоставления полученных результатов с теми показателями, которые были предложены в качестве желательных для эффективного функционирования финансового рынка в рамках “Идеальной модели - 2008” (см. таблицу 13). Эти целевые показатели также были максимально возможными с точки зрения формировавшихся тенденций на финансовом рынке и в российской экономике в 2008 году. Сегодня эти показатели актуальны и могут использоваться как ориентиры на следующий период развития финансового рынка, обладая важным достоинством – определяя желательное соотношение между ними.

Таблица 13. Сопоставление числовых значений целевых ориентиров “Идеальной модели - 2008” с их реальными значениями 2008 г. и 2020 г.

Показатель	Значение 2007 г.	Целевой ориентир на 2020 г.	Превышение, раз	Реальное значение в 2020 г.	Реальное значение к целевому
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Капитализация	1 342 млрд долл.	5,4–5,6 трлн долл.	4,0–4,2	696 млрд долл.	12-13%
Годовой объем сделок с акциями на внутренних биржевых рынках	1 230 млрд долл.	10,3–10,6 трлн долл.	8,4–8,6	474 млрд долл.	4,5-4,6%
Соотношение между объемом привлеченного посредством IPO на внутреннем рынке капитала и объемом инвестиций в основной капитал	7,0%	11%	1,6	0,14%	1,03%
Объем IPO на внутреннем рынке (*)	17,7 млрд долл.	77–96 млрд долл.	4,4–5,4	0,3 млрд долл.	0,3-0,4%
Среднегодовое соотношение между объемом привлеченного посредством IPO на внутреннем рынке нового капитала и объемом инвестиций в основной капитал (**)	3,1%	11%	3,5	0,04%	0,36%
Стоимость корпоративных облигаций в обращении	50,2 млрд долл.	850–1100 млрд долл.	17–22	220 млрд долл.	20-26%

²⁵ Тот факт, что МВФ публикует показатели финансового развития стран с трехлетней задержкой, не должен смущать, так как методика их расчета публична, и любой научный центр может их рассчитать, используя более свежие данные.

Доля иностранных ценных бумаг в обороте российских фондовых бирж	0	12%	+ ∞	34,7%	289%
Объем срочного рынка ценных бумаг (объем срочных сделок)	284,8 млрд долл.	20–21 трлн долл.	70-74	503 млрд долл	2,4-2,5%
Доля населения России, имеющего брокерские счета и счета доверительного управления	0,4%	18%	45	6,1%	33,7%
Количество граждан, инвестирующих с использованием брокерских услуг	560 тыс. чел.	25 млн чел.	45	8,8 млн чел.	35,2%
Соотношение между стоимостью чистых активов открытых и интервальных инвестиционных фондов и валовым внутренним продуктом	0,5%	15%	30	1,3%	8,7%
Стоимость чистых активов открытых и интервальных инвестиционных фондов	7,3 млрд долл.	470–560 млрд долл.	65-77	9 млрд долл.	1,6-1,9 %
Соотношение между резервами негосударственных пенсионных фондов и капитализацией	1,43%	15-20%	10-14	2,84%	14,2-18,9 %

Примечания.

(*) При оценке целевого показателя объема IPO принимается во внимание только тот объем финансовых ресурсов, который будет поступать в распоряжение компаний-эмитентов. В колонке «целевой ориентир» оценка приводится в ценах 2020 года (долларовая оценка).

(**) В колонке «Текущее (2007 г.) значение» приведено среднегодовое значение данного соотношения за период 2005–2007 гг.; в колонке «Целевой ориентир» и «Реальное значение в 2020 г.» приведено среднегодовое значение данного показателя за период 2018–2020 гг.

2. Недостаточная эффективность выполнения функций финансового сектора для социально-экономического развития как основная проблема российского финансового рынка

Как уже отмечалось выше, роль финансового сектора в социально-экономическом развитии России в настоящее время не очень велика. Это может быть названо основной проблемой развития российского финансового рынка.

Оценить ее целесообразно по следующим показателям, характеризующим различные аспекты финансирования экономики:

1) показатели количественной оценки финансирования со стороны финансовой глубины:

- капитализация рынка акций к ВВП;
- стоимость облигаций в обращении к ВВП;

2) соотношение объема инвестиций, привлеченных российскими предприятиями на внутренних рынках акций и облигаций к объему инвестиций в основной капитал (оценка роли финансового сектора в финансировании реального сектора как основного реципиента инвестиций);

3) доля финансовых активов в богатстве домохозяйств (оценка финансиализации богатства домохозяйств) - в качестве характеристики со стороны сектора домохозяйств как основного нетто-кредитора национальной экономики.

Результаты оценки роли финансового сектора в российской экономике приведены на рисунке 39.



Заметно, что доля финансовых активов в богатстве домохозяйств варьируется в зависимости от изменения капитализации, что указывает, по крайней мере, на важную роль акций в структуре богатства домохозяйств. В этом Россия сильно отличается от многих стран. Так, если проводить сопоставление с аналогичными показателями Португалии, то незначительно превосходя эту страну по капитализации, Россия незначительно уступает ей по доле финансовых активов в богатстве домохозяйств. Причина различия очевидна — относительная емкость облигационного рынка Португалии в ВВП в несколько раз больше.

По сравнению с другими странами больше всего заметно отставание России по емкости облигационного рынка и по финансиализации богатства домохозяйств. Однако критической проблемой с точки зрения экономического развития представляется отставание по роли финансового рынка в финансировании инвестиций в основной капитал. В любом случае о полноценной роли финансового сектора в экономике не приходится говорить без выполнения им своих функций в отношении спроса и предложения инвестиционных ресурсов (фирм и домохозяйств).

Общий объем ресурсов домохозяйств, впервые пришедших на фондовый рынок только за 2020 год, составил, по данным НАУФОР, 4,38 трлн рублей²⁶, потенциально

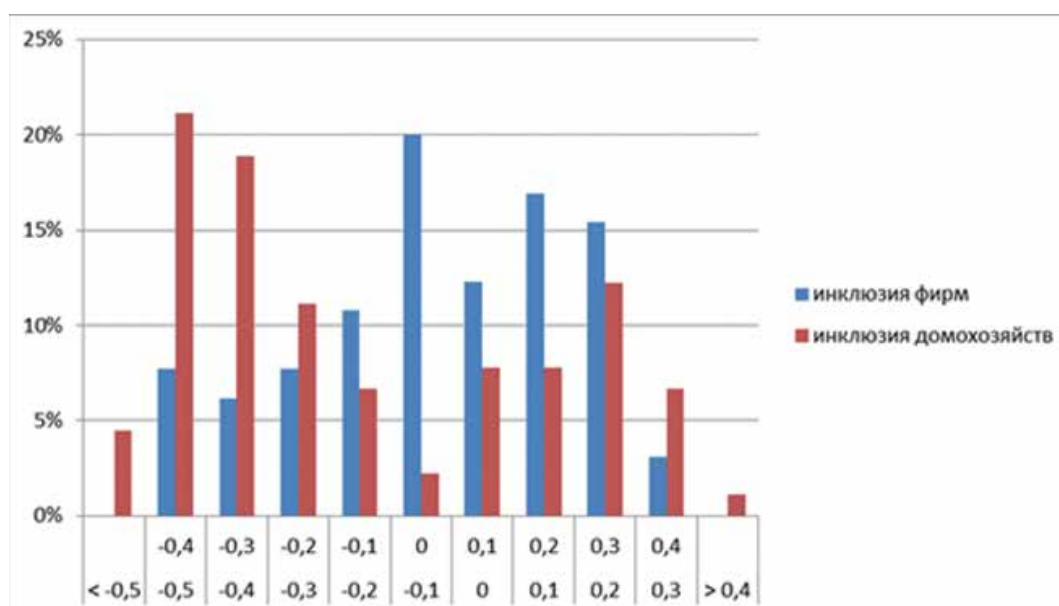
²⁶<http://naufor.ru/tree.asp?n=21226>

являясь важным ресурсом для долгосрочных инвестиций реального сектора. Однако спрос со стороны реального сектора отстает, что неудивительно с теоретической точки зрения²⁷.

Более того, на фоне растущей финансовой инклюзии домохозяйств (увеличения объема сбережений, направляемых на рынок ценных бумаг) все более острой становится проблема потенциального роста финансовой нестабильности вследствие значительного отставания финансовой инклюзии фирм от финансовой инклюзии домохозяйств²⁸. Это обусловлено различной природой влияния финансовой инклюзии фирм и финансовой инклюзии домохозяйств на финансовую стабильность. Коэффициенты корреляции между показателями финансовой стабильности и показателями инклюзии фирм гораздо чаще имеют положительные значения, чем коэффициенты корреляции между показателями финансовой стабильности и показателями инклюзии домохозяйств (см. рис. 40). Поэтому при более активном росте инклюзии фирм негативное влияние растущей инклюзии домохозяйств на финансовую стабильность сокращается.

Особое значение имеет качество государственной политики: неудачная политика вместо обеспечения синергии между финансовой инклюзией и финансовой стабильностью может стать причиной возникновения противоречия между ними²⁹.

Рисунок 40. Распределение значений коэффициентов корреляции между показателями инклюзии и стабильности (раздельно для инклюзии фирм и домохозяйств) по диапазонам, в % к общему количеству рассчитанных коэффициентов



Источник: Данилов Ю. А. Современное состояние глобальной научной дискуссии в области финансового развития // Вопросы экономики. 2019, № 3 (Рассчитано на основе данных Всемирного банка).

²⁷ Rajan R., Zingales L. (2003). *The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century* // *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, p. 17-23. Рассматривая финансовое развитие с политэкономической точки зрения, Раджан и Зингалес и их последователи противопоставили два типа политической системы капитализма: конкурентный капитализм («капитализм открытых рынков»), с одной стороны, и «капитализм связей» («arm's-length» systems, relationship capitalism), с другой стороны. Эти два типа политической системы в значительной мере определяют динамику и характер финансового развития: при конкурентном капитализме характерно опережающее количественное и качественное развитие финансового сектора; при «капитализме связей» более вероятно наблюдать стагнацию финансового сектора и/или подавление финансового развития. Подробнее см. Данилов Ю. А. Политическая система как фактор финансового развития // *Общественные науки и современность*. – 2020. – № 6. С. 5-18.

²⁸ Han R., Melecky M. (2013). *Financial inclusion for stability: Access to bank deposits and the deposit growth during the global financial crisis*. World Bank Policy Research Working Paper, No. 6577. Maimbo S. M., Melecky M. (2014). *Financial sector policy in practice. Benchmarking financial sector strategies around the world*. World Bank Policy Research Working Paper, No. 6746.

²⁹ Čihák M., Mare D., Melecky M. (2016). *The nexus of financial inclusion and financial stability: A study of trade-offs and synergies*. World Bank Policy Research Working Paper, No. 7722. Наиболее эффективным инструментом обеспечения такой синергии считается разработка комплексных стратегий развития финансового сектора (Maimbo S. M., Melecky M. (2014). *Financial sector policy in practice. Benchmarking financial sector strategies around the world*. World Bank Policy Research Working Paper, No. 6746).

В настоящий момент складывается дисбаланс между спросом, обеспеченным притоком средств домохозяйств на рынок ценных бумаг, и предложением вновь эмитируемых ценных бумаг российских эмитентов. Отечественных финансовых инструментов недостаточно для реализации более или менее сложных инвестиционных стратегий и эффективной диверсификации портфелей. В этих обстоятельствах решение о локализации рынка иностранных ценных бумаг в России является правильным, поскольку инвестиции в них снижают риск финансовой нестабильности.

Ряд индикаторов свидетельствует о том, что роль финансового сектора в России в осуществлении его ключевых экономических функций в последние годы не увеличивается или даже сокращается. В первую очередь нужно отметить следующее:

1) Доля внешних (для предприятий) финансовых источников в финансировании инвестиций в основной капитал снизилась с 62,9% в 2009 году до 45% в 2019 году. Помимо всего прочего, это означает, что финансовые рынки не содействуют диверсификации российской экономики, эффективный межсекторальный переток капитала в направлении наиболее перспективных предприятий отсутствует, консервируется отсталая структура экономики, которая все более “чеболизируется” вокруг крупнейших источников свободных финансовых ресурсов (компании-экспортеры сырья и продукции первого передела, а также государственные компании в других отраслях).

2) За 2020 год российские компании провели всего лишь два первичных размещения акций на внутреннем рынке на общую сумму 45,8 млрд рублей, из которых ровно половина пришлось на сами компании-эмитенты (22,9 млрд рублей), а вторая половина — на продающих акционеров. Этот объем является рекордным за последние три года, но в масштабах экономики это ничтожная величина: всего лишь 0,11% от объема инвестиций в основной капитал. Столь же незначительна эта величина по сравнению с объемами привлечения капитала российскими корпорациями посредством IPO до кризиса 2008-2009 годов.

3) Объем финансовых активов, принадлежащих гражданам России, составляет 1,1 трлн евро (или примерно 70% от ВВП страны)³⁰. Однако почти половина этой суммы представлена банковскими вкладами в рублях и иностранной валюте, тогда как на ценные бумаги (без учета паевых фондов и доверительного управления), несмотря на рост их доли, приходится не более 7%³¹.

4) Есть основания полагать, что российские юридические и физические лица недополучают страховые услуги, поскольку отношение собираемой в стране страховой премии к ВВП примерно в 4,5 раза уступает мировым стандартам³².

5) Граждане страны лишь в ограниченной степени прибегают к накоплению средств в НПФ, несмотря на то что практически треть граждан теоретически хочет делать такие отчисления; более того, число лиц, застрахованных в НПФ, в последнее время, по крайней мере, не увеличивается³³.

6) Международная конкурентоспособность и глобальная интегрированность российского финансового сектора в последние годы не увеличиваются. Согласно

³⁰ По состоянию на конец 2019 года - см. *The Allianz Global Wealth Report 2020*. По оценкам *Credit Suisse Research Institute* - 1,5 трлн долл. на середину 2019 года.

³¹ Банк России. *Обзор ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг*, №3, 2020.

³² Счетная палата. *Отчет о результатах экспертно-аналитического мероприятия по анализу выполнения Плана мероприятий по реализации Стратегии развития страховой деятельности в Российской Федерации до 2020 года*, 2018.

³³ Банк России. *Обзор ключевых показателей негосударственных пенсионных фондов*, №3, 2020.

данным платежного баланса, экспорт по статьям финансовых услуг, а также услуг страхования и негосударственных пенсионных фондов в 2019 году был примерно на треть ниже, чем в 2013 году.

Вывод о том, что роль финансового сектора в социально-экономическом развитии России в настоящее время незначительна, справедлив, как минимум, для двух функций финансового сектора России, количественная оценка эффективности выполнения которых относительно проста: трансформация сбережений в инвестиции и трансформация риска. Это справедливо и для роли финансового рынка в финансировании инвестиций в основной капитал реального сектора, которая снижается в течение последнего десятилетия. Это происходит несмотря на то, что повышается его значение в размещении сбережений домохозяйств (что отражается в значительном росте объемов сбережений домохозяйств, пришедших на рынок ценных бумаг в последние годы³⁴), а также в трансформации и поглощении рисков хозяйственной деятельности (о чем свидетельствует устойчивый рост емкости рынков производных финансовых инструментов³⁵ и рынка страховых услуг³⁶).

В целом можно дать следующую оценку выполнения финансовым рынком своих функций в российской социально-экономической системе:

Таблица 14. Оценка выполнения финансовым сектором социально-экономических функций в 2008-2020 гг.

Функции	Роль	Направление изменения
Трансформация сбережений в инвестиции	Низкая	Снижается
Трансформация рисков	Низкая	Растет
Обеспечение эффективной аллокации ресурсов	Низкая	Растет
Обеспечение эффективного (справедливого) ценообразования	Низкая	Снижается

Интегральная оценка выполнения финансовым рынком своих функций близка к оценкам, которые были даны в докладе ЦСР 2017 года «Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора»³⁷, то есть за прошедшие четыре года, несмотря на существенные изменения самого финансового рынка, принципиальных изменений не произошло.

³⁴ Вместе с тем доля финансовых активов в богатстве домохозяйств снизилась с 80 до 39% за десятилетие 2009-2019 гг. Тем не менее выход большого количества розничных инвесторов на финансовый рынок, на наш взгляд, более важен для выполнения функции аллокации сбережений, чем снижение стоимости финансовых активов в богатстве домохозяйств, которое отражает в значительной мере падение рыночной стоимости финансовых активов ограниченного круга домохозяйств, произошедшее вследствие резкого снижения капитализации

³⁵ Объем сделок на срочном биржевом рынке России вырос за 2010-2020 гг. более чем в четыре раза.

³⁶ Активы субъектов страхового дела выросли за период 2012-2020 гг. более чем в три раза.

³⁷ Данилов Ю. А., Абрамов А. Е., Буклемишев О. В. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. М.: ЦСР — РАНХиГС, 2017. <https://www.csr.ru/upload/iblock/0b6/0b6cf2cc1c001dbfd98d2ef1729b63fe.pdf> В этом докладе были выявлены три интегральные «мезопроблемы» небанковского финансового сектора: 1) проблема капиталообразования; 2) проблема управления рисками; 3) проблема эффективности рынка.

3. Структурные проблемы российского финансового рынка

Оценка состояния российского финансового рынка позволяет сформулировать следующие проблемы, требующие решения, для его эффективного функционирования.

3.1. Недостаточное присутствие населения на рынке ценных бумаг

Мы уже отмечали, что инклюзия домохозяйств растет, повышая качество структуры сбережений населения (до того крайне неэффективная с макроэкономической точки зрения, состоявшая главным образом из вкладов, недвижимости и иностранной валюты), качество финансового рынка, создавая тем самым потенциал для решения других проблем финансового рынка. Несмотря на то что именно в этом направлении рынок добился наибольших результатов, процесс выхода населения на рынок ценных бумаг только начался, и его присутствие на этом рынке еще далеко от желаемых объемов – количество «реальных», предоставивших свои финансовые средства фондовому рынку, розничных инвесторов оценивается в 5-6 млн.

3.2. Незначительные ресурсы институциональных инвесторов (НПФ, ПИФ, страховых компаний) и их недостаточное присутствие на фондовом рынке

В результате «заморозки» системы пенсионных накоплений с 2014 года на внутренний фондовый рынок не поступили триллионы рублей. Необходимо извлечь уроки из этого, попытавшись восстановить систему пенсионных сбережений, рассчитанную на 75 млн граждан и основанную на конкуренции между финансовыми организациями (компаниями по управлению активами, НПФ и страховыми организациями), которые располагают потенциалом управления портфелями пенсионных накоплений такой массы граждан. Предельно широкий охват новой корпоративной пенсией экономически активного населения необходим не только для финансовой устойчивости корпоративных планов, но и с точки зрения справедливого доступа к налоговым льготам, предоставляемым работникам и работодателям, разным категориям работающих независимо от уровня получаемых ими доходов. В индустрии НПФ сложилось неправильное равновесие – отсутствие конкуренции за доходность лишает НПФ мотивации к повышению доходности своих инвестиций, особенно с учетом регулятивных издержек и рисков, с которыми такие инвестиции связаны.

Продукты коллективного инвестирования остаются недостаточно доступны по нескольким причинам, где проблемы существуют как в части accessibility, так и в части availability, то есть в обоих аспектах финансовой инклюзии.

В первую очередь отсутствуют независимые сети продаж финансовых продуктов и инвестиционного консультирования, вместо этого существует крайне невыгодная для инвесторов практика продаж собственных финансовых продуктов, сохранение которой блокируется конфликтом интересов в рамках банков и крупных финансовых групп. На внутреннем рынке коллективных инвестиций отсутствуют либо недостаточно применяются различные сервисы, которые делают взаимные фонды популярными среди инвесторов в мире: продажа паев фондов через инвестиционные

платформы и робоэдвайзеров, работающих на принципах открытой архитектуры продаж; требования к финансовым посредникам, подталкивающие их к продаже продуктов разных провайдеров на наилучших для клиентов условиях; приобретение взаимных фондов участниками корпоративных и индивидуальных пенсионных планов; формирование брендов фондов с устойчивыми долгосрочными результатами деятельности; наличие интересной для населения аналитики о деятельности взаимных фондов; присутствие на рынке дочерних компаний – глобальных лидеров индустрии управления активами. Тема российских коллективных инвестиций практически игнорируется в академических исследованиях и наиболее популярных деловых СМИ во многом из-за высоких издержек на получение и обработку исходной информации. В результате в обществе сложился несправедливо низкий уровень доверия к ПИФам.

Важными причинами недостаточно быстрого роста розницы в ПИФах на фоне взрывного роста инвестиций населения с использованием брокерских счетов, на наш взгляд, являются сравнительно высокие комиссии управляющих компаний, недостаточная прозрачность их деятельности (недоступность ряда форм финансовой отчетности ПИФов для инвесторов, отсутствие информации о фактических издержках по управлению ПИФаами, игнорирование многими фондами бенчмарков для оценки эффективности их портфелей, низкий уровень прозрачности информации об инвестиционных стратегиях фондов), недостаточная технологичность продаж паев, неясность применения налоговой льготы для паев, приобретаемых на брокерские ИИС, игнорирование этих инструментов брокерами, которые являются основной движущей силой розничного бума. Важно, что индустрия биржевых ПИФ, которые лишены многих из этих недостатков, а также продаются в связке с доверительным управлением, переживает бурный рост.

3.3. Снижение конкуренции

На финансовом рынке происходит устойчивое сокращение количества профессиональных финансовых посредников, НПФ и управляющих. Концентрация услуг и активов в небольшом количестве финансовых организаций создает для них большую рыночную силу, угнетающую развитие других финансовых организаций. Правильно сказать, что конкуренция существует, хотя и находится на опасной границе, на рынке посреднических услуг и управления активами, а в индустрии НПФ уже нет.

Главными причинами этого является недостаточное внимание к вопросам конкуренции на финансовом рынке со стороны регуляторов (ЦБ, ФАС), непропорциональная и чрезмерная регулятивная нагрузка, наличие конкурентных преимуществ у крупнейших финансовых организаций и у организаций с участием государства, общий крен в сторону патернализма в государственной политике на финансовом рынке, ограничивающий продуктовую конкуренцию.

3.4. Отсутствие стимулов к привлечению инвестиционных ресурсов на внутреннем рынке ценных бумаг

В целом, главной причиной отсутствия у российских компаний интереса привлекать средства на внутреннем рынке является неудовлетворительный предпринимательский и инвестиционный климат, создающий крайне высокие риски для всех предпринимателей (включая средние и крупные корпорации, которые могли бы стать основной группой реципиентов капитала на рынке ценных бумаг) и инвесторов, а также уязвимость публичных корпораций от последствий “геополитических” решений.

В России пока не сложилось соответствия между выгодами в виде привлечения капитала и условиями этого привлечения для публичных корпораций и уровнем транзакционных издержек, включая повышение рисков и затрат в связи с привлечением капитала на рынке ценных бумаг. Привлечение капитала на небанковском финансовом рынке связано с определенными условиями (требования повышенной прозрачности; высокий уровень корпоративного управления; снижение доли мажоритарного владельца и др.), которые ведут в современных российских условиях к существенному росту транзакционных издержек привлечения капитала на этом рынке.

Особое значение имеют нерыночные риски, связанные с привлечением капитала на фондовом рынке. Соответствие требованиям финансового рынка ведет к росту рентабельности и скорости развития бизнеса (включая отражение этого в рыночной оценке бизнеса, в капитализации). Наиболее рентабельные, быстро развивающиеся и максимально прозрачные корпорации привлекают наибольшее внимание рейдеров, а возможности защиты от рейдерских захватов для публичных корпораций ограничены правоприменительной практикой, которая в современной России избирательна³⁸.

Все эти причины лежат за пределами финансовых рынков и компетенции финансовых регуляторов. К причинам, имеющим отношение к фондовому рынку, относятся недостаточная емкость, делающая зарубежный финансовый рынок более предпочтительным источником финансирования, а также недостаточное разнообразие инвесторов, готовых к участию в IPO. Постепенное изменение этих показателей заставит компании рассматривать его в качестве источника финансирования, которым они могут воспользоваться при необходимости и изменении общих экономических условий.

Для инвесторов отсутствие стимулов российских компаний к привлечению ресурсов на внутреннем рынке оборачивается крайне низким количеством ликвидных инструментов, представленных на рынке, их низким отраслевым разнообразием, а также высокой концентрацией оборота, не позволяющих строить инвестиционные стратегии, а также диверсифицировать свои портфели.

3.5. Недостаточный объем долгового рынка и высокая доля нерыночных сделок

Объем рынка долговых финансовых инструментов по-прежнему недостаточен, а концентрация на нем растет. Критически важным для правильного функционирования этого сегмента рынка является рыночный характер сделок, доля которых пада-

³⁸ Данилов Ю. А., Абрамов А. Е., Буклемишев О. В. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. М.: ЦСР — РАНХиГС, 2017. С. 49.

ет до критического уровня³⁹, делая невозможным рыночное определение стоимости финансовых активов.

3.6. Недостаточный объем и инструментарий рынка производных финансовых инструментов

Эффективной трансформации рисков на финансовом рынке препятствует недостаточная емкость рынка производных финансовых инструментов, его неполнота.

На рынке производных финансовых инструментов не представлены в достаточных объемах многие из тех инструментов, которые традиционно используются для хеджирования рисков в современном мире: товарные фьючерсы и опционы, процентные срочные инструменты, кредитные деривативы и др. При формальном наличии в структуре рынка тех или иных производных инструментов низкий уровень их ликвидности оказывается непреодолимым барьером для их использования в целях хеджирования более или менее крупными участниками рынка⁴⁰.

Часть IV. Тренды развития мировой экономики и мирового финансового сектора.

1. Замедление экономического роста и монетарная политика ведущих стран

В XXI веке мир вступил в период замедления темпов экономического роста. За последние два десятилетия произошли уже два масштабных кризиса, которые привели к падению глобального ВВП, — Великая рецессия 2007-2009 годов (-1,7% в 2008 году) и пандемический кризис 2020 года (-3,5%). После посткризисного отскока в 2010 году мировые темпы роста в течение десятилетия ни разу не превысили 3,3% в год.

В качестве реакции на кризисные события и их последствия в развитых странах были предприняты разнообразные стимулирующие меры. В монетарной сфере это, прежде всего, снижение центральными банками операционных ставок вплоть до отрицательных значений и операции количественного смягчения — эмиссионная скупка активов. Это привело к резкому падению рыночных ставок процента и устойчивому переходу доходностей по наиболее надежным краткосрочным и среднесрочным казначейским ценным бумагам ряда государств в отрицательную зону. Однако, несмотря на масштабное увеличение валюты балансов центральных банков⁴¹, инфляционные процессы на рынках товаров и услуг в ведущих странах мира остались подавленными — во многом благодаря перетоку эмитированных средств на финансовые рынки.

Антикризисная стимулирующая фискальная политика потребовала увеличения

³⁹ Так, доля денежного рынка в сделках с акциями выросла с 24% в 2005 г. до 86% в 2015 г.; в корпоративных облигациях рост составил соответственно с 42 до 94%, в секторе региональных облигаций — с 47 до 76%. — См. Данилов Ю. А., Абрамов А. Е., Буклемишев О. В. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. М.: ЦСР — РАНХиГС, 2017. С. 19-20. В дальнейшем эти цифры принципиально не изменились, хотя и продолжали расти.

⁴⁰ Данилов Ю. А., Абрамов А. Е., Буклемишев О. В. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. М.: ЦСР — РАНХиГС, 2017. С. 52. За прошедшие четыре года в данном вопросе ничего не изменилось, поэтому формулировка из доклада 2017 года сохраняется в неизменном виде.

⁴¹ В феврале 2021 года совокупный баланс ФРС США, Европейского центрального банка, Банка Японии и Народного банка Китая вырос по сравнению с началом 2007 года почти в шесть раз, достигнув 28,8 триллионов долларов! (<https://www.yardeni.com/pub/peacockfedecbassets.pdf>).

государственного долга, а низкий уровень процентных ставок способствовал росту корпоративной задолженности. В результате совокупные объемы долга в глобальном масштабе, по данным Института международных финансов (IIF) в 2020 году достигли рекордных значений в отношении к мировому ВВП — 355%⁴².

Невысокий уровень доходности надежных активов не мог не увеличить привлекательность рискованных инвестиций, в результате чего существенно выросла капитализация фондовых рынков развитых стран (в частности, индекс S&P500, несмотря на пандемический кризис, за последний год вырос более чем в два раза). Аналогичные изменения претерпела стоимость других активов (в частности, недвижимости); повысилась волатильность трансграничного перетока капиталов. В этой связи можно констатировать, что на отдельных рынках, вероятно, сформировались “пузыри” и другие угрозы общей финансовой стабильности.

В любом случае динамика будущих котировок финансовых активов в глобальном масштабе может оказаться более волатильной, чем в течение предыдущих периодов. Среди рисков — резкое повышение инфляции в ведущих странах, за которым должно последовать увеличение процентных ставок, дефолты заемщиков по корпоративным и государственным долгам, падение цен рискованных инструментов на финансовых рынках и долговременная стагнация котировок, кризис пенсионных систем, возникновение ситуации внезапной паники на финансовых рынках при первых признаках отказа от мягкой денежно-кредитной политики (“temper tantrum”).

После кризиса 2008 года финансовым регуляторам так и не удалось решить проблемы отказа от поддержки крупных финансовых компаний (проблема “too big to fail”), что является одной из причин наращивания объемов количественного смягчения и потенциальных рисков их сворачивания.

Новым трендом в 2020 года стало ужесточение требования финансовых регуляторов в Китае по отношению к финансовым рискам универсальных экосистем (Alibaba, Tencent и др.), ограничивающее экспансию данных компаний в направлении финансовых услуг с высоким уровнем риска (кредитования частных лиц и компаний, продажи сложных финансовых продуктов и др.). Учитывая перечисленные выше риски, меры китайских регуляторов могут распространиться в других странах по отношению к другим крупным финансовым организациям.

2. Цифровизация. Трансформации финансовых институтов и формирование экосистем

Определяющее воздействие на формирование современной архитектуры рынка финансовых услуг оказывают формирующиеся экосистемы⁴³. Данные тенденции не только несут позитивные новации, создающие новые возможности для потребителей финансовых структур и развития бизнеса, но и ведут к появлению новых рисков, влияющих на финансовую стабильность, конкуренцию, защиту прав инвесторов. Это предполагает формирование определенных правил игры в этой области. Создание экосистем не должно приводить к монополизации финансовых и иных рынков, ограничивать конкуренцию или вести к доминированию на рынке государства с конфликтом интересов как регулятора и прямого участника рыночных отношений.

Сегодня можно выделить две модели формирования финансовых экосистем в мире: американскую и китайскую⁴⁴.

В США преобладает рыночная модель экосистем. Каждая из действующих экоси-

⁴² <https://www.iif.com/Research/Capital-Flows-and-Debt/Global-Debt-Monito>

⁴³ Экосистема – это цифровое пространство, в котором клиентам предоставляется широкий спектр продуктов и услуг как финансового, так и нефинансового характера.

⁴⁴ The future of global e-commerce. The Economist, January, 2nd, 2021, PP.7, 47-50.

стем (Amazon, Google, Apple, Facebook, Netflix и экосистемы крупных финансовых организаций и финтех-компаний) имеет определенную область специализации и очень осторожно расширяет свое присутствие в тех или иных областях платежных, банковских и финансовых услуг. При этом ни ФРС, ни Казначейство, ни иные структуры, причастные к регулированию и надзору за финансовым рынком, не создают собственных экосистем, способных конкурировать с крупнейшими частными компаниями.

В Китае сформировались более централизованные экосистемы с универсальными функциями и более широким охватом населения. Например, Alibaba и его дочерняя структура в сфере финансовых услуг Ant Group сегодня обслуживает более 1 млрд чел. в сфере расчетов, кредитного скоринга, кредитования и инвестиционно-финансовых услуг. Формирование экосистемы происходит также вокруг Народного банка Китая, что во многом связано с находящимся уже на стадии локальных экспериментов проектом цифрового юаня.

Связь финтех-компаний и традиционных банков стала возможна благодаря внедрению технологий open banking, которые, в первую очередь, основаны на открытом интерфейсе прикладного программирования (open application programming interface, API). API можно охарактеризовать как ИТ-решение, которое позволяет приложениям взаимодействовать друг с другом и обмениваться услугами или данными.

Безопасность таких интерфейсов остается одним из главных вопросов и препятствий для еще более широкого распространения технологии. Основным направлением становится создание единых экосистем, в которых не только финтех-компании получают прибыль, а банки страдают от уменьшения спроса на их услуги, но предусматривается вектор долгосрочного развития и адаптации банковской системы для получения взаимных выгод. Для этого банки должны рассматривать протоколы API не как угрозу, а как возможность увеличения связи со своими клиентами и отраслью из-за роста каналов и способов собираемой информации и методов ее обработки в сотрудничестве с финтех-компаниями.

Примером такого процесса внедрения информационных технологий и появления новых финансовых небанковских организаций при поддержке бизнес-среды и государства является развитие платежных финтех-компаний и формирование нормативной среды в Европе.

В Европе нормативная среда для open banking и стандартов доступа через API определяется директивой Payment Services Directive 2 (PSD2). Директива определяет три наиболее важных понятия: платежные организации, а также необходимые для работы с банком от лица третьей стороны услуги инициирования платежей и специальных информационных счетов. Под последним подразумевается онлайн-сервис для предоставления консолидированной информации о платежном счете клиента между различными провайдерами платежных услуг. Основной функцией инициирования платежей является возможность инициировать платежную транзакцию третьей стороной по запросу плательщика со счета, предоставляемого провайдером платежных услуг.

Таким образом, ввод Директивы PSD2 бросает вызов традиционной банковской модели и позволяет другим организациям собрать информацию и инициировать платежи за клиента с его счета в банке. Именно этот процесс положил начало новой бизнес-модели финансовых услуг, которая получила название open banking.

Принятие PSD2 в ноябре 2015 года вызвало всплеск количества стартапов в об-

ласти PayTech. Факторами развития и появления новых финтех-стартапов в Европе стали рыночный потенциал (наибольшая популярность в странах с высокой численностью населения и предпочтениями онлайн-покупок), характеристики платежных систем, в том числе популярность платежных карт и безналичных расчетов, и нормативная среда, предоставляемая государством. Еще одним фактором поддержки развития сектора PayTech можно назвать открытую бизнес-среду так называемых регуляторных песочниц и инновационных хабов.

В связи с ростом индексного инвестирования в мире происходит переориентация моделей бизнеса финансовых структур. В крупных небанковских ФО основными генераторами прибыли и добавленной стоимости становятся услуги по обслуживанию индивидуальных портфелей клиентов на брокерских, пенсионных и сберегательных счетах.

3. Глобализация финансовых услуг

Несмотря на замедление и даже отчасти обращение вспять тенденций глобализации в течение последних лет, ожидается, что мировой рынок финансовых услуг продолжит рост и в постпандемический период и достигнет объема 28,5 трлн долларов в 2025 году (в 2020 г. — 20,5 трлн долларов), что соответствует примерно 6% ежегодного роста.

Действительно, дигитализация и экспансия цифровых платформ в финансовом секторе на фоне развития новых финансовых технологий приводят к вовлечению в трансграничные операции даже тех участников рынка, которые раньше не ставили перед собой такой задачи. Тем самым барьеры для преодоления финансовыми сделками национальных границ становятся все ниже, а в каких-то случаях вообще исчезают (например, криптовалюты). Все это вызывает к жизни различные проблемы, касающиеся угроз для финансовой стабильности, регуляторного арбитража, распространения неконкурентных практик и мошеннических схем, а также потенциального нарушения прав потребителей финансовых услуг. В отсутствие международного регулятора данных операций, симметричности трактовки регуляторных проблем и возможности оперативного двустороннего реагирования значительная часть указанных проблем может оставаться без эффективного разрешения. Несмотря на попытку IOSCO сформировать ответ на данный вызов в своем документе⁴⁵, последний так и не стал основой для формирования приемлемого для большинства юрисдикций режима регулирования подобного рода операций.

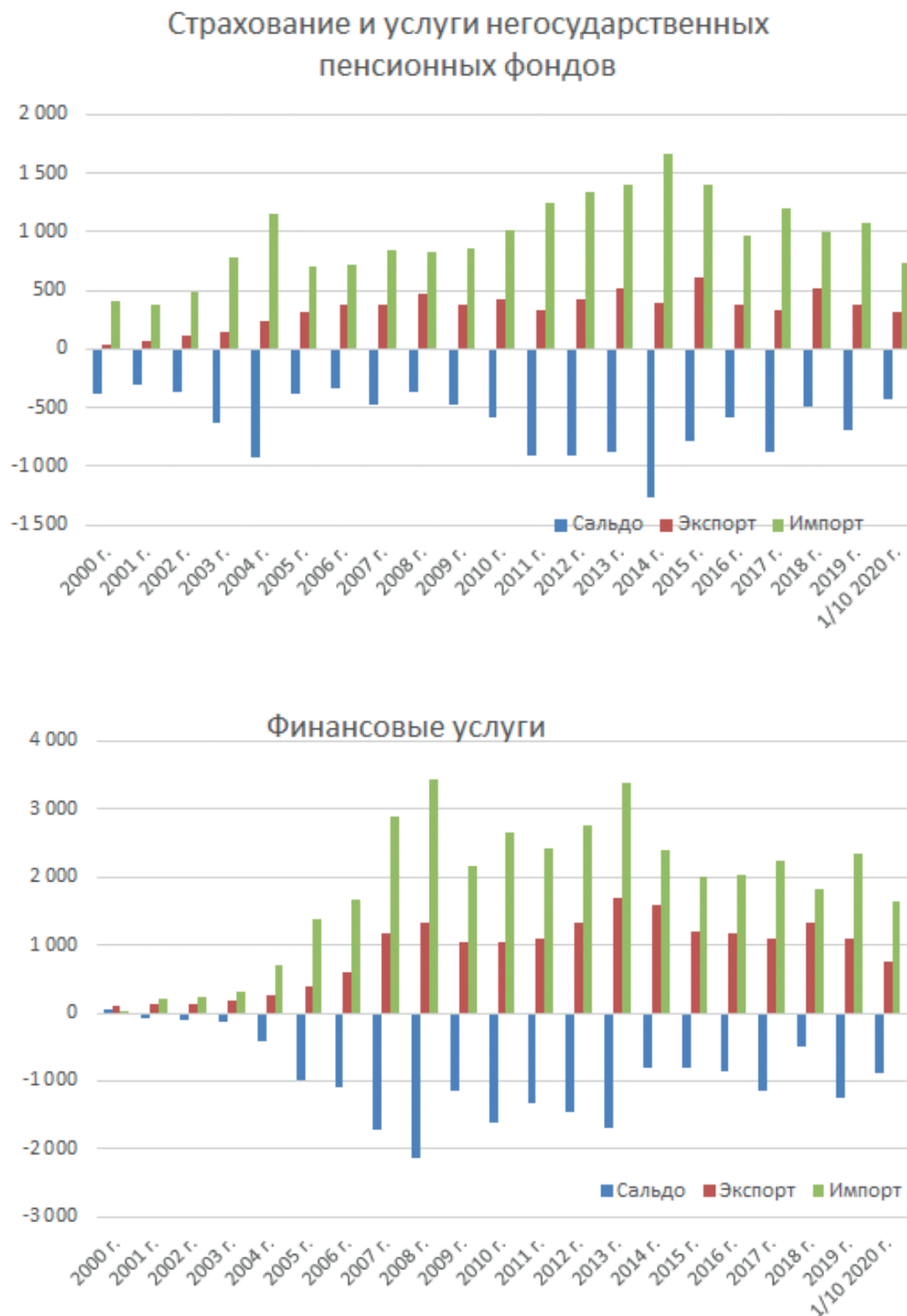
Импорт финансовых услуг в России активизируется в силу ряда причин. Прежде всего внутренний рынок оказывается по тем или иным причинам (высокий объем или специальная структура сделки, недостаточная ликвидность торговли, нестандартный профиль риска, избыточные регуляторные ограничения) не способен оказать услугу, требуемую для российского клиента. В других случаях стоимость этой услуги по налоговым или транзакционным причинам может быть заметно выше, чем у импортного аналога.

После введения санкций в 2014 году чистый импорт финансовых услуг в Россию заметно просел: нынешние показатели все еще уступают отметкам, достигнутым по

⁴⁵IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation Consultation Report, 2014 (<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD466.pdf>).

статьям платежного баланса “Страхование и услуги негосударственных пенсионных фондов”, “Финансовые услуги” десять лет назад (см. рис. 41).

Рисунок 41. Показатели по статьям платежного баланса “Страхование и услуги негосударственных пенсионных фондов”, “Финансовые услуги” за 2000-2020 гг.



Источник: Банк России.

Однако не стоит считать, что ситуация в этой связи улучшилась: российские экономические субъекты недополучили и продолжают недополучать современные

финансовые услуги либо используют для их получения зарубежных провайдеров, лишая страну высокооплачиваемых рабочих мест и налоговых поступлений. Кроме того, заметно сократился и экспорт финансовых услуг из России, а соответственно и интеграция российского финансового сектора в растущий глобальный рынок. Одновременно возрастает вероятность распространения описанных выше негативных практик, связанных с трансграничным характером рынка финансовых услуг.

4. Повышение роли ESG-принципов

Повышение роли ESG-принципов в функционировании современных экономик и финансов представляется исключительно мощным долгосрочным необратимым процессом. Для большинства развитых стран устойчивое развитие — это новая картина “идеального будущего”, на базе стремления к которому строятся все современные стратегии как в области социально-экономического, так и в сфере финансового развития. Более того, они намерены принуждать к соблюдению данных принципов те страны, которые связаны с ними внешнеторговыми потоками. Ярким примером в данном случае является ожидающееся в ближайшие годы вступление в силу пограничного корректирующего углеродного механизма («углеродного налога») ЕС и другие возможные меры по реализации «Европейского зеленого курса» (EU Green Deal). Очевидно, что «выход Европы из-под зависимости от ископаемого топлива неизбежно отрицательно скажется на ряде региональных партнеров и может даже дестабилизировать их экономически и политически»⁴⁶.

Впечатляет рост доли инвесторов, придерживающихся ESG-принципов, и, соответственно, рост объемов ответственных инвестиций. Совокупная мировая стоимость активов под управлением институциональных инвесторов, подписавших Принципы ответственного инвестирования (PRI), за 2006-2020 гг. выросла почти в 16 раз, превысив мировой ВВП. В ряде развитых стран доля ответственных инвесторов в совокупном объеме активов под управлением превысила 50% (Новая Зеландия, Австралия, Канада). В Европейском Союзе эта доля составляет 49% (снизившись с 59% в 2014 г. после введения жесткого регулирования), а в США она, по прогнозам, достигнет 50% к 2025 году.

Рост внимания к проблемам устойчивого развития обусловлен рядом фундаментальных причин, среди которых выделяют нарастание экологических проблем с учащением экологических катастроф и значительным повышением потерь от них, обострение проблем социального характера, рост глобальной взаимозависимости человечества. Опережающий рост устойчивых финансов дополнительно имеет ряд причин, среди которых особо значимы появление крупных частных инвесторов, желающих внести вклад в решение глобальных проблем, поступаясь частью прибыли, и возникновение потребности в долгосрочном доверии для снижения риска инвестиций.

Очевидно, что данный тренд в среднесрочной перспективе окажет исключительно сильное влияние на развитие российского финансового рынка. В настоящий момент в России сектор устойчивых финансов составляет статистически незначимую величину, а существенных стимулов к его развитию в рамках государственных политик нет. Но крайне жесткие последствия, которые могут наступить для российской экономики из-за отсутствия следования ESG-принципам корпорациями и финансо-

⁴⁶ Leonard M., Pisani-Ferry J., Shapiro J., Tagliapietra S., Wolff G. (2021). *The geopolitics of the European green deal*. Bruegel Policy Contribution, No. 04/2021. P. 2.

выми институтами, могут заставить начать внедрение этих принципов в экономику и, соответственно, формировать сектор устойчивых финансов в рамках финансового.

Россия существенно отличается от развитых стран неблагоприятными условиями для внедрения концепции устойчивых финансов, среди которых необходимо выделить:

- отсутствие широких коалиций за устойчивое развитие и за устойчивые финансы;
- низкий временной горизонт инвестирования;
- высокую долю государства в экономике (в экономиках с преобладанием частного сектора, развитие которого ключевым образом зависит от привлекательности в глазах инвесторов, внедрение принципов устойчивых финансов имеет вполне четкие причины и стимулы);
- в отличие от развитых стран с максимально интенсивно развивающимися сегментами устойчивых финансов, в России остаются ненулевые ставки процента (с одной стороны, это обеспечивает выполнение классических законов традиционных финансов, но, с другой стороны, применительно к устойчивым финансам этот же фактор сокращает силу стимулов к переходу как реципиентов инвестиций, так и инвесторов, к принципам устойчивых финансов).

Необходимо также отметить, что ответственное инвестирование, в том числе в активы компаний, придерживающихся ESG-принципов, сегодня не обеспечивает эффективности таких вложений в координатах «доходность - риск» в классическом понимании, по крайней мере в России. Например, «зеленые облигации», скорее всего, будут иметь более низкую доходность по сравнению со своими «коричневыми» аналогами при том же уровне кредитного и рыночного риска. В этой связи негосударственные пенсионные фонды и их управляющие компании, которых действующее регулирование обязывает инвестировать максимально в интересах участников / застрахованных лиц НПФ и быть готовыми по каждой сделке обосновать, почему эта сделка является наилучшей с точки зрения интересов указанных лиц, просто не смогут осуществлять ответственное инвестирование.

Таким образом, на сегодняшний день в России практически отсутствуют внутренние инвесторы, ориентирующиеся на стандарты ответственных практик, а приход аналогичных глобальных инвесторов в ближайшее время крайне маловероятен.

ЧАСТЬ V. Основные цели развития фондового рынка

Главная цель финансового сектора — содействовать социально-экономическому развитию страны. Поэтому цели и задачи развития финансового сектора должны формулироваться исходя из существующих задач социально-экономического развития. Конечно, задачи эти могут время от времени меняться, реагируя на изменение состояния самой социально-экономической системы и внешних условий, сохраняя неизменной главную цель.

Для достижения национальных целей развития⁴⁷ наибольшее содействие финансовый сектор может оказать в отношении подразделов цели «Достойный, эффективный труд и успешное предпринимательство», или следующих целевых показателей:

- обеспечение темпа роста валового внутреннего продукта страны выше среднемирового при сохранении макроэкономической стабильности;

⁴⁷ Указ Президента РФ от 21 июля 2020 г. № 474 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года».

- обеспечение темпа устойчивого роста доходов населения и уровня пенсионного обеспечения не ниже инфляции;
- реальный рост инвестиций в основной капитал не менее 70 процентов по сравнению с показателем 2020 года;
- реальный рост экспорта несырьевых неэнергетических товаров не менее 70% по сравнению с показателем 2020 года.

Мы исходим из предположения о том, что важнейшей целью развития экономики России в настоящее время является выход на более высокие темпы роста. Для этого необходимо выполнение целого ряда условий, важнейшим среди которых является обеспечение экономики инвестиционными ресурсами, что входит в число функций финансовой системы. Учитывая, что в структуре инвестиционных ресурсов избыточна доля государственных источников, мобилизация сбережений домохозяйств становится критически важной для восстановления роли финансового сектора как поставщика частных инвестиций для реального сектора экономики.

Важнейшей задачей финансового сектора в России на нынешнем этапе должно стать содействие эффективному инвестиционному процессу в целях обеспечения ускоренной диверсификации отечественной экономики. Речь должна идти о преодолении прогрессирующей парадигмы самофинансирования капиталовложений. Важным является преодоление доминирования банковского механизма предоставления экономике финансовых ресурсов, ориентированного на наличие залоговой массы и исторические отношения с клиентами, которое создает риск для поддержания финансовой стабильности. Преобладание в финансовой структуре финансовых рынков и небанковских финансовых организаций сокращает волатильность экономического роста, в то время как преобладание более коротких и жестких по условиям заемных операций ее усиливает⁴⁸.

Такие национальные задачи, как сохранение макроэкономической стабильности и обеспечение темпа устойчивого роста доходов населения и уровня пенсионного обеспечения не ниже инфляции, также предполагают ускоренное развитие сегмента небанковских финансовых организаций и финансовых рынков. Ускоренное развитие финансовых рынков по сравнению с банковским сектором способствует общему росту доходов домохозяйств и сокращению неравенства⁴⁹. Поэтому важнейшим условием достижения поставленной главной цели и основных задач развития российского финансового сектора на период до 2030 года является опережающее (по сравнению с банковским сегментом) развитие финансовых рынков, в первую очередь небанковских финансовых организаций (в том числе пенсионных институтов).

Повышение вклада финансового сектора в инвестиционный процесс в экономике при нормализации финансовой структуры в совокупности может оказать оптимизирующее воздействие как на реальный сектор, так и на сам финансовый сектор.

⁴⁸ Allard M.J., Blavy M.R. (2011). *Market Phoenixes and Banking Ducks Are Recoveries Faster in Market-Based Financial Systems?* // IMF Working Paper. WP/11/213; Mallick D. *Financial development, shocks, and growth volatility* // *Macroeconomic Dynamics*. 2014. Vol. 18. No. 3. Pp. 651-688; Gambacorta, Leonardo, Jing Yang and Kostas Tsatsaronis. *Financial structure and growth* // *BIS Quarterly Review*. 2014. March. Pp. 21-36; Данилов Ю. А., Подлесная А. В. *Финансовая структура и ее влияние на стабильность экономического роста и инвестиций* // *Экономическое развитие России*. 2020. Т. 27, № 8. С. 40-49.

⁴⁹ Cournède B., Denk O., Hoeller P. (2015). *Finance and inclusive growth*. OECD Economics Department Working Papers, No. 14; Peia O., Roszbach K. (2015). *Finance and growth: Time series evidence on causality* // *Journal of Financial Stability*. Volume 19, August 2015, Pages 105-118; Данилов Ю. А., Пивоваров Д. А. (2018). *Финансовая структура в России: выводы для государственной политики* // *Вопросы экономики*. № 3. С. 30-47; Ruixin Zhang, Sami Ben Naceur (2019). *Financial development, inequality, and poverty: Some international evidence* // *International Review of Economics and Finance*, Vol. 61. Pp. 1-16; Čihák M., Sahay R. (2020). *Finance and Inequality*. IMF Staff Discussion Note, SDN/20/01.

Развитие финансового сектора в России сильно зависит от внешних условий. Поэтому требуется не только поставить правильные цели и успешно решить соответствующие задачи в рамках самого финансового сектора, но и создать необходимые благоприятные условия внешней среды, в которой он функционирует. Эти требования к внешней среде были сформулированы в докладе Центра стратегических разработок 2017 года⁵⁰ и принципиально с тех пор не изменились.

ЧАСТЬ VI. Направления и меры по развитию финансового рынка

1. Стимулирование инвестиций розничных инвесторов на фондовом рынке

Учитывая долю зафондированных брокерских счетов, количество счетов доверительного управления и количество пайщиков ПИФ, число розничных инвесторов (5-6 млн) по-прежнему невелико. Таким образом, несмотря на прогресс последнего времени, активизация участия розничных инвесторов в операциях на финансовом рынке остается актуальной задачей.

Основные меры по привлечению розничных инвесторов на фондовый рынок уже приняты, и их приток в течение ближайших лет продолжится. В этих обстоятельствах важна неизменность правил игры, точнее сказать, обеспечение не худших, чем в настоящее время, продемонстрировавших свою эффективность, условий для инвесторов. Отказ от данных условий может остановить едва начавшийся приток розничных инвесторов на фондовый рынок, обесмыслив все принятые к настоящему моменту усилия. Правильным является совершенствование вариантов стимулирования, обеспечивающих интерес к наиболее долгосрочным и наиболее диверсифицированным финансовым продуктам.

Механизмы стимулирования должны сопровождаться созданием системы защиты интересов розничных инвесторов, позволяющей им рассчитывать на добросовестность индустрии, а также защиту в случае банкротства посредников. При этом, помимо специальных мер защиты интересов инвесторов, опирающихся на принуждение со стороны регуляторов, исключительно важным является сохранение на финансовом рынке конкуренции, которая поддерживает стремление финансовых организаций обеспечивать доходность операций для клиентов и выстраивать с ними долгосрочные отношения, соблюдать их права и заботиться об их интересах.

1.1. Налоговое стимулирование

1.1.1. Распространение правил определения налогооблагаемого дохода по вкладам на облигации, обращающиеся на организованном рынке.

До 1 января 2021 года в отношении государственных и муниципальных облигаций действовало освобождение от налога на доходы по облигациям, а по корпоративным облигациям, обращающимся на организованном рынке, освобо-

⁵⁰ Данилов Ю. А., Абрамов А. Е., Буклемишев О. В. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. М.: ЦСР — РАНХиГС, 2017. С. 83–85.

ждение от налога на доходы в части дохода, равного ставке рефинансирования Банка России, увеличенной на 5%. Данные налоговые льготы были отменены в связи с отменой льгот по банковским вкладам, однако одновременно по банковским вкладам было введено исключение из налогооблагаемой базы дохода в сумме, равной произведению 1 млн руб. и ключевой ставки Банка России. По облигациям этого не было сделано, что лишило налогообложение важной в ключевом вопросе нейтральности, заставляя граждан выбирать между вкладами или более рискованными финансовыми инструментами, игнорируя более надежные, но менее доходные государственные, муниципальные и корпоративные облигации.

1.1.2. Увеличение налоговой льготы, а именно суммы ежегодного налогового вычета, по ИИС 1-го типа до 1 млн руб., если счет не закрыт по прошествии трех лет. Данное решение будет стимулировать сохранение средств на ИИС 1-го типа на срок дольше минимального для этого счета срока в три года. При этом, возможно, следует предусмотреть закрытие ИИС 1-го типа, если им не воспользовались в течение одного года.

1.1.3. По ИИС 2-го типа должны быть предусмотрены лучшие условия, чем по ИИС 1-го типа. В настоящее время наиболее популярным является ИИС 1-го типа, по существу, предоставляющий гарантированный доход в виде возврата налога, в то время как по ИИС 2-го типа такой доход отсутствует. Между тем именно ИИС 2-го типа наиболее приспособлен для того, чтобы обслуживать долгосрочные инвестиции. В связи с этим следует предоставить более убедительные условия для использования ИИС 2-го типа по сравнению с ИИС 1-го типа. Сумма максимального ежегодного взноса на ИИС 2-го типа должна быть увеличена как минимум до 3 млн руб., кроме того, должна быть допущена возможность досрочного частичного, а в случаях, предусмотренных законом, даже полного возврата средств с ИИС 2-го типа. Данные решения сделают ИИС 2-го типа не менее эффективным, чем ИИС 1-го типа, а для более крупных инвестиций, чем по ИИС 1-го типа, — более эффективным. Возможность досрочного снятия средств со счета без потери налоговой льготы в случаях, установленных законом, а в иных случаях пусть и с потерей налоговой льготы, делает ИИС 2-го типа более привлекательным, чем ИИС 1-го типа, и в самом деле более долгосрочным – инвесторы с тем большей охотой и тем более значительные средства предоставляют на финансовый рынок, чем больше возможности забрать их в любой момент.

1.1.4. Введение ИИС 3-го типа – счета с комбинацией условий ИИС 1-го типа (на «входе») и 2-го типа (на «выходе»), предусматривающего при этом больший (10 лет) срок ограничения снятия средств, чем по ИИС 1-го и ИИС 2-го типа. ИИС 3-го типа должен иметь самостоятельный налоговый вычет, чтобы его можно было открывать одновременно с ИИС 1-го или 2-го типа. Льгота «на вход» на ИИС 3-го типа может предоставляться для отчислений с заработной платы, а льгота «на выход» — обуславливаться заключением договора с НПФ или приобретением аннуитета, а также иными случаями, позволяющими организовать долгосрочное финансирование инвестора. Как и по ИИС 2-го типа, должно быть разрешено частичное досрочное, а в случаях, предусмотренных законом, полное снятие средств с ИИС 3-го типа.

Помимо того что ИИС 3-го типа обеспечивает увеличение сроков инвестирования, этот инвестиционный инструмент является пограничным с пенсионными про-

дуктами, которые должны будут конкурировать с ним по доходности. В качестве такого конкурента ИИС 3-го типа создает большие возможности для создания ПИФ жизненного цикла, которые в линейке дают высокую гибкость для выбора инвесторов наиболее подходящего их возрасту портфеля финансовых инструментов.

Достоинством ИИС 3-го типа для финансового рынка является то, что регулярные взносы на эти счета, как и в случае с НПФ, создают возможность для приобретения на них финансовых инструментов в условиях падения их стоимости, с одной стороны, стабилизируя рынок, а с другой стороны, давая дополнительные возможности для получения дохода их владельцами.

1.1.5. Введение «ИИС-образование» (ИИС-О), предназначенного для формирования сбережений для финансирования образования. Максимальная сумма взноса на ИИС-О должна быть не менее 2 млн руб., который может вноситься частями или сразу. Инвестиционный доход по ценным бумагам, полученный по счёту, должен освобождаться от НДФЛ по аналогии с ИИС 2-го типа при условии, что средства с него расходуются на: (1) среднее и среднее специальное образование; (2) высшее образование; (3) дополнительное профессиональное образование; (4) дополнительное образование; (5) оплату общежития или пребывания в интернате. ИИС-О мог бы открываться как родителями для несовершеннолетних детей, так и совершеннолетними для целей собственного образования.

1.1.6. Освобождение от налога дохода в виде валютной переоценки. Одним из препятствий для привлечения российскими эмитентами долгового капитала в иностранной валюте на внутреннем рынке является то, что при реализации (погашении) облигаций, номинированных в иностранной валюте, налог на доходы физических лиц рассчитывается исходя из стоимости иностранной валюты на момент приобретения облигаций и на момент их реализации (погашения). Тем самым может возникнуть доход, образовавшийся вследствие изменения курса иностранной валюты к рублю, который будет подлежать налогообложению, в то время как на самом деле инвестор не получил дохода или получил убыток. Налогообложение валютной переоценки препятствует также и диверсификации портфелей частных инвесторов, делая невыгодным приобретение иностранных акций и иных ценных бумаг, номинированных в иностранной валюте как способ защиты от валютного риска. Исключение сделано только для облигаций внешних облигационных займов Российской Федерации (абзацы 22–23 пункта 13 статьи 214.1 НК РФ).

Предлагается освободить от налогообложения доход, образовавшийся исключительно вследствие изменения курса иностранной валюты к рублю, для всех ценных бумаг, расчеты за которые осуществляются в валюте на организованных торгах в РФ.

1.1.7. Наделение брокера функциями налогового агента по доходам розничных инвесторов по иностранным ценным бумагам. В настоящее время российские розничные инвесторы, приобретающие иностранные ценные бумаги, вынуждены самостоятельно решать вопросы налогообложения по доходам – дивидендам и процентам, полученным по иностранным ценным бумагам, что представляет сложность из-за недостаточного знания ими правил налогообложения. Брокеры предоставляют необходимую консультационную поддержку, однако могли бы играть еще большую роль, выполняя функции налогового агента и приняв на себя обязанность по уплате всех налогов в интересах своих клиентов.

1.2. Развитие индустрии ПИФ (см. п. 2 настоящей части)

1.3. Усиление защиты розничных инвесторов

Защита розничных инвесторов на новом этапе развития рынка, на наш взгляд, должна заключаться не в ограничении их операций с теми или иными финансовыми инструментами, а в защите от нерыночных рисков и в обеспечении раскрытия информации, необходимой для осознанного инвестиционного решения. Современные финансовые регуляторы четко постулируют⁵¹: инвесторы могут и должны осознанно брать на себя рыночные риски, но они должны быть защищены от нарушения их прав и законных интересов и должны иметь возможность быстро и недорого получать всю информацию, необходимую для принятия инвестиционных решений.

Доступ инвесторов к широкому кругу финансовых инструментов является принципиальным для реализации разнообразных инвестиционных стратегий и диверсификации и, как показывает опыт, самого их интереса к фондовому рынку. Ограничение доступа инвесторов к отдельным группам финансовых инструментов лишает отечественный рынок некоторых инвесторов, которые не находят на нем необходимых им финансовых инструментов и отказываются от инвестиций или инвестируют за рубежом.

Важным направлением защиты интересов пользователей финансовых услуг является развитие правил, регулирующих взаимодействие между финансовыми организациями и их клиентами как на уровне нормативных актов Банка России, так и на уровне стандартов саморегулируемых организаций. Именно такие правила и надзор за их соблюдением являются правильным регулятивным подходом без вреда для разнообразия финансовых инструментов и инвестиционных стратегий.

1.3.1. Совершенствование раскрытия информации о финансовых инструментах должно включать в себя введение предварительного раскрытия информации о сложных финансовых инструментах и услугах в форме паспорта по аналогии с регулированием Key information document в Европейском Союзе. В целях защиты интересов клиентов стандарты продажи финансовых услуг должны предусматривать обязанность продавца раскрывать клиенту всю существенную информацию, которая необходима клиенту для принятия информированного инвестиционного решения в как можно более простой и доступной для понимания инвесторами форме.

1.3.2. Введение appropriateness-тестирования клиента как условие доступа к сложным финансовым инструментам и услугам. Российское законодательство предусматривало требование об appropriateness-тестировании. Задачей тестирования является определение степени готовности неквалифицированного инвестора к операциям, относительно более сложным, чем наиболее распространенные, с точки зрения его опыта и знаний. Данный механизм требует развития, в том числе, в будущем отказа от конкретности, которая им предусмотрена в настоящее время, и связанной с ней формальности соблюдения в пользу большей абстрактности и индивидуальности.

1.3.3. Повышение эффективности поведенческого надзора предполагает использование широкого инструментария, направленного на выявление и пресечение таких нарушений, как навязывание услуг или финансовых инструментов, введение

⁵¹ См., например, сайт FCA (<https://www.fca.org.uk/about/principles-good-regulation>).

инвесторов в заблуждение, связанное с непредоставлением им необходимой информации или предоставлением искаженной информации, некорректное инвестиционное профилирование, неадекватные инвестиционному профилю аллокация активов и инвестиционные рекомендации. Надзор такого рода должен обеспечивать снижение в целом неизбежных злоупотреблений такого рода до приемлемого уровня и осуществляться совместно Банком России и саморегулируемыми организациями.

Среди надзорных приемов, используемых Банком России и СРО, должны быть оценка информации, используемая при предложении финансовых инструментов, и правила инвестиционного профилирования, проверки по жалобам и контрольные закупки, а среди наказаний – приостановление операций, связанных с сопровождающимся нарушениями предложением финансовых инструментов, и штрафы, которые могут быть увеличены, а также меры в отношении должностных лиц финансовых организаций. Такие меры, как приостановление действия и аннулирование лицензий, следует применять только после исчерпания других мер – сами по себе подобные меры не адекватны нарушениям поведенческого характера и отрицательно сказываются на конкуренции на финансовом рынке.

1.3.4. Создание компенсационного фонда в тех сегментах финансового рынка, где наиболее развита конкуренция между финансовыми посредниками и преобладают участники рынка с частным капиталом, может оказать позитивное влияние на приток инвестиций и развитие соответствующего сегмента рынка. Такой компенсационный фонд не должен защищать от рыночных рисков, но должен защищать от рисков посредника – рисков потери средств клиентов как в результате добросовестных действий (например, использования средств клиентов с их согласия), так и недобросовестных действий (использование средств клиента без согласия инвестора) финансовых посредников, оказавшихся банкротами. Решение вопроса о создании компенсационных фондов на уровне соответствующих СРО является оптимальным, поскольку может быть принято в случае готовности индустрии к связанным с его поддержанием издержкам, а также по мере обострения конкуренции с иностранной индустрией, клиенты которой защищаются компенсационными фондами, а условия его формирования могут устанавливаться СРО в зависимости от вероятности его использования.

1.3.5. Унификация требований к фидуциарной ответственности. В настоящее время законодательство по-разному формулирует требования к обязанностям и ответственности для управляющих ценными бумагами, инвестиционных советников и управляющих компаний ПИФ и НПФ (при этом в отношении НПФ даже реализован механизм административной фидуциарной ответственности), в то время как во всех этих случаях отношения сходны и предполагают высокий стандарт ответственности за действия в интересах инвестора. Неясность положений и противоречивость законодательства также создает регуляторный арбитраж, что позволяет финансовым организациям избегать ответственности перед своими клиентами.

1.4. Продолжение политики повышения финансовой грамотности частных инвесторов. Финансовая грамотность имеет большое значение для формирования общих представлений населения о финансовом рынке, его инструментах и услугах финансовых организаций. Требуют поддержки все усилия государства и негосударственных институтов по развитию финансовой грамотности населения.

2. Развитие индустрии ПИФ

На российском фондовом рынке сформировалась диспропорция между активами розничных инвесторов на брокерских счетах и счетах доверительного управления и активами ПИФ, в первую очередь открытыми и биржевыми, которые предназначены для розничных инвесторов. Между тем, как об этом говорилось выше, инвестиции частных инвесторов в открытые и биржевые ПИФ во многих отношениях являются гораздо более предпочтительными, чем инвестиции напрямую в ценные бумаги через брокеров. Это тем более справедливо, чем меньшими средствами для инвестирования располагает инвестор. Представляется, что по мере роста доверия к финансовому рынку, получения опыта инвестиций массовым инвестором его предпочтения будут смещаться в сторону институтов коллективного инвестирования, и, возможно, первые признаки роста интереса к институтам коллективного инвестирования уже заметны. Однако существует ряд препятствий для такого выбора. Кроме устранения таких препятствий, безусловно правильным является создание стимулов для выбора розничными инвесторами в пользу паевых инвестиционных фондов, более убедительных, чем выбор в пользу иных вариантов.

2.1. Налоговое стимулирование

2.1.1. Передача функций налогового агента от управляющей компании инвестиционных фондов брокеру-депозитарию, на счету которого учитываются паи ПИФ. В настоящее время налоговым агентом по инвестиционным паям является управляющая компания, исключение сделано только для депозитариев в реестре владельцев паев и не позволяет выполнять функции налогового агента брокерам-депозитариям, активы клиентов которых учитываются у других депозитариев. Это отличает порядок налогообложения по паям от порядка налогообложения по другим ценным бумагам, где налоговым агентом является брокер-депозитарий. Это препятствует брокерам предлагать инвестиционные паи, а также исключает возможность применения в большинстве случаев налоговых льгот по ИИС к инвестиционным паям.

Стоит отметить взрывной интерес к биржевым фондам, где паи в основном продаются, а не погашаются. Это позволяет брокерам с большей охотой предлагать инвестиционные паи биржевых ПИФ своим клиентам, а также выполнять роль налогового агента, в том числе рассчитывать финансовый результат по ним на ИИС. Существующий механизм налогообложения дохода от погашения паев открытых и интервальных ПИФ выглядит как очевидное недоразумение, оказывающее негативное влияние на привлекательность таких ПИФ.

2.1.2. Введение «ИИС-ПИФ». В настоящее время ИИС являются счетом внутреннего учета брокеров и доверительных управляющих и единственным способом воспользоваться налоговыми льготами, предусмотренными для ИИС, при приобретении инвестиционных паев является открыть его у брокера или управляющего. Между тем, инвесторы должны иметь возможность выбора для инвестиций напрямую в ПИФ, избегая расходов, которые связаны с услугами брокера. Это означает необходимость предусмотреть право управляющей компании ПИФ самой открывать счета ИИС для учета паев ПИФ под ее управлением.

2.1.3. Освобождение от налога доходов, выплачиваемых по паям ПИФ. Данная мера позволяет создать явные преимущества инвестиций в ПИФ по сравнению с инвестициями напрямую в акции и облигации, где доход в форме дивидендов облагается налогом даже на ИИС. Эта мера, кроме того, создаст преимущество для российских биржевых фондов перед иностранными ETF, обращающимся на российском рынке. Наконец, это может иметь большое значение для увеличения срока инвестиций в ПИФ, поскольку возможность получения регулярного необлагаемого налогом дохода по инвестиционным паям снижает необходимость их погашения.

2.1.4. Освобождение от налога дохода в виде валютной переоценки (см. п 1.1.6. настоящей части).

2.1.5. Разрешение передачи валюты в оплату паев «валютных» ПИФ. В настоящее время на рынке создаются ПИФ, стоимость чистых активов и расчетная стоимость инвестиционного пая которых рассчитываются в иностранной валюте, в иностранной валюте считается их доходность и происходит погашение инвестиционных паев – «валютные ПИФ». Валютное законодательство оставляет неясной возможность внесения валюты в открытые и интервальные ПИФ, что исключает такие расчеты и заставляет конвертировать имеющиеся у инвесторов валютные средства в рубли, а управляющую компанию вновь конвертировать их в валюту. Это создает дополнительные издержки и риски, а также преимущества для иностранных ценных бумаг, в том числе ETF, и биржевых ПИФ, где такие расчеты возможны.

2.2. Упрощение процесса размещения паев открытых и интервальных ПИФ

В настоящее время инвестиционные паи открытых и интервальных ПИФ выдаются не ранее, чем на следующий, а часто на второй день или позднее после оформления всех документов и оплаты. Максимальный срок выдачи в настоящее время составляет 5 дней. Это лишь отчасти объясняется «форвардной оценкой», которая должна применяться для того, чтобы исключить «размывание» активов ПИФ. Однако и сама процедура выдачи паев, требующая проведения средств через транзитный счет, а также двойную идентификацию лиц, подавших заявки на приобретение паев, управляющей компанией и регистратором увеличивает сроки выдачи паев. Это ограничивает спрос на инвестиционные паи со стороны розничных инвесторов, заинтересованных в скорейшем исполнении их заявки на приобретение инвестиционных паев. Предлагается оптимизировать процедуру выдачи инвестиционных паев, исключив использование транзитных счетов для расчетов при приобретении паев и упростив процесс идентификации.

2.3. Создание открытой архитектуры размещения паев открытых и интервальных ПИФ (предварительное условие – решение по п. 2.1.1)

Открытая архитектура предполагает размещение и выкуп паев широким кругом посредников и инвестиционных советников, не принадлежащих к одной группе с управляющей компанией ПИФ. Важность открытой архитектуры заключается в снижении зависимости успеха в предложении паев от наличия собственной или аффилированной агентской системы, а для инвесторов – в конкуренции между управля-

ющими компаниями и в более независимом характере предложения. Такая система могла бы основываться на центральной депозитарии - НРД, подобно FundServ в США, однако не должна быть исключена возможность использования ее другими институтами в рамках маркетплейсов и «витрин».

2.4. Совершенствование регулирования биржевых ПИФ

Биржевые ПИФ создают широкие возможности для пассивного управления, позволяющего снижать связанные с управлением издержки. Однако их быстрое развитие в последнее время на российском фондовом рынке доказывает не только спрос на пассивное управление со стороны инвесторов, но и на инструменты коллективного инвестирования в целом. Этот спрос оказался сфокусирован на биржевых фондах, поскольку они лишены недостатков, свойственных открытым и интервальным ПИФ: предлагаются брокерами и доверительными управляющими, механизм приобретения и продажи их паев – общий со всеми иными ценными бумагами, возможны расчеты за паи в иностранной валюте, отсутствуют неясности, связанные использованием льгот по ИИС. В связке с доверительным управлением их приобретение позволяет реализовать принятую в мире схему робоэдвайзинга. Кроме того, биржевые фонды должны иметь возможность конкурировать с ETF, количество которых на российском организованном рынке будет расти. Российские управляющие не должны быть вынуждены формировать биржевые ПИФ с худшими условиями и большими издержками, чем ETF, либо формировать ETF за рубежом, чтобы воспользоваться более удобными правилами.

2.4.1. Расширение состава и структуры активов биржевых ПИФ. Для биржевых фондов должны быть пересмотрены ограничения на долю одного эмитента в портфеле, которые в настоящее время ограничивают формирование портфеля на ряд индексов, в том числе иностранных, где доля одного эмитента может превышать установленные ограничения. Кроме того, биржевые фонды должны иметь возможность синтетической репликации индексов, то есть формироваться из производных финансовых инструментов, отражающих изменения индекса, не приобретая составляющие его ценные бумаги, что требует пересмотра действующих ограничений на приобретение производных финансовых инструментов в биржевые ПИФ.

2.4.2. Повышение прозрачности информации о биржевых ПИФ. Центром раскрытия информации о биржевых фондах должна стать биржа, на торгах которой они обращаются. Предлагается возложить на биржу обязанность раскрывать на своем сайте состав портфелей биржевых ПИФ, причем доступ к данной информации должен быть бесплатным.

2.5. Включение российских фондов в Global Investor Experience Study

Предлагается обратиться к информационному агентству Morningstar за возможностью включения российского рынка коллективных инвестиций в Global Investor Experience Study, характеризующий привлекательность и удобство того или иного внутреннего рынка коллективных инвестиций для частных инвесторов, в котором ныне участвуют 26 стран⁵².

⁵² <https://newsroom.morningstar.com/newsroom/news-archive/press-release-details/2019/Morningstars-Sixth-Global-Investor-Experience-Study-Finds-Inves->

2.6. Расширение возможностей инвестирования средств НПФ в ПИФ (см. п. 3.1 настоящей части)

3. Развитие индустрии НПФ

Хотя реформирование рыночного сегмента пенсионного обеспечения находится в тупике, развитие пенсионных продуктов по-прежнему необходимо как важный способ финансирования для граждан, достигших пенсионного возраста. Пенсионные активы, как и активы ПИФ, профессионально управляются, характеризуются диверсификацией и долгосрочностью, а также, в отличие от ПИФ, регулярностью взносов. Последнее делает НПФ исключительно важным финансовым институтом, лучше других обеспечивающим стабилизацию финансового рынка благодаря способности приобретать финансовые инструменты в момент падения их стоимости. Конкретная конструкция пенсионных продуктов и их провайдеры могут быть разными, но для их развития требуется бережное и стабильное регулирование. Полноценное развитие внутреннего фондового рынка невозможно без опережающего роста корпоративных и индивидуальных пенсионных планов, сочетающихся с системой государственного пенсионного обеспечения.

НПФ требуют дерегулирования, чтобы иметь возможность инвестировать не менее 20-30% своих активов в акции, что является исключительно важным для обеспечения приемлемой долгосрочной доходности. К сожалению, в настоящее время возобладало отношение к НПФ, скорее, как к социальному, чем к финансовому институту, который должен сберегать средства даже в ущерб доходности. По существу, действующая модель регулирования НПФ направлена на исключение его банкротства, а значит, и на исключение рисков, которые неотъемлемы от инвестиций в акции. НПФ обязаны проводить регулярное стресс-тестирование, а также постоянно контролируются Банком России с точки зрения адекватности инвестиционных решений с необходимостью регулярного объяснения по принятым решениям и риском возмещения ущерба, в том числе упущенной выгоды. При этом НПФ отчисляют средства в гарантийный фонд, созданный на случай их банкротства. В сумме эти требования парализуют инвестиционную активность НПФ, делая их роль бессмысленной в ряду прочих финансовых институтов и лишая отечественный рынок акций триллионов рублей, аккумулированных в НПФ.

3.1. Расширение возможностей инвестирования средств НПФ в ПИФ

В настоящее время существует ряд требований, ограничивающих инвестирование средств НПФ в паи паевых инвестиционных фондов. Так, НПФ, которые в соответствии с законодательством являются квалифицированными инвесторами, запрещается инвестирование в паи фондов для квалифицированных инвесторов. Кроме того, состав и структура активов ПИФ должны одновременно соответствовать требованиям к размещению средств НПФ напрямую, расчет и раскрытие стоимости чистых активов должны осуществляться на ежедневной основе, что по умолчанию отсутствует у ЗПИФ, а общая доля ПИФ ограничена 7% с 1 июля 2022 года. Пересмотр данных ограничений позволит НПФ шире использовать возможности инвестирования в паи ПИФ.

3.2. Расширение возможностей НПФ по участию в IPO

В настоящее время для приобретения акций при первичном размещении за счет средств пенсионных накоплений и резервов установлен ряд ограничений, в том числе объем размещения от 50 млрд руб., наличие рейтинга, договор с биржей о поддержании цен и т.п. На практике такие требования сильно ограничивают НПФ в участии в таких размещениях, а эмитентов лишают средств НПФ.

3.3. Снижение ограничений для инвестирования в иностранные финансовые инструменты средств пенсионных накоплений

В настоящее время российское законодательство не допускает размещение средств пенсионных накоплений напрямую в акции и облигации иностранных эмитентов (за исключением облигаций SPV российских эмитентов). По нашему мнению, расширение возможностей инвестирования средств пенсионных накоплений в акции и облигации иностранных эмитентов с ограничениями, аналогичными для инвестирования в эти инструменты средств пенсионных резервов, способствовало бы возможностям диверсификации соответствующих портфелей при необходимости.

3.4. Установление отдельного налогового вычета для взносов в НПФ

Для стимулирования граждан к накоплению средств в НПФ за свой счет необходимо выделение пенсионного налогового вычета в отдельную статью с суммой не менее 400 тыс. рублей в год. Кроме того, для развития корпоративных программ НПО целесообразно рассмотреть возможность предоставления дополнительных налоговых льгот работодателям, осуществляющим такие программы через НПФ.

3.5. Создание государственной программы софинансирования личных взносов граждан в НПФ (возможно, для отдельных социальных, отраслевых или демографических групп)

3.6. Создание системы гарантирования прав участников НПО по аналогии с системой гарантирования в ОПС

3.7. Отмена административной фидуциарной ответственности

В настоящее время законодательство о негосударственных пенсионных фондах предусматривает обязанность НПФ действовать с «должной степенью заботливости и осмотрительности», а также совершать любые сделки на наилучших условиях, одновременно возлагая на Банк России право контролировать соблюдение этого требования и в случае его нарушения требовать от НПФ возмещения причиненных убытков. Данные полномочия могут быть объяснены большим количеством нарушений в индустрии НПФ, однако, по существу, являются административным механизмом привлечения к гражданско-правовой ответственности. Иными словами,

оценка правильности инвестиционных решений лежит на сотрудниках Банка России, носит краткосрочный характер и исключает состязательный характер спора по этому поводу. В таком виде фидуциарная ответственность угнетающе действует на инвестиционную активность НПФ, которые ограничиваются простыми инвестиционными стратегиями, в основном облигационными, стремясь исключить рискованные, где высока вероятность ошибки и получения убытков.

4. Привлечение иностранных инвесторов

Привлечение иностранных инвесторов является задачей любого финансового рынка и, несмотря на санкции, должно рассматриваться как задача развития российского финансового рынка. В течение последних нескольких лет российский рынок ценных бумаг добился замещения покинувших его иностранных инвесторов отечественными. Это улучшило качественные характеристики фондового рынка, где до того иностранные инвесторы преобладали, что приводило к высокой волатильности рынка в зависимости от внешнеполитической конъюнктуры, общего отношения к развивающимся рынкам. В результате российский рынок стал более привлекателен для иностранных инвесторов, чем прежде.

Наиболее вероятным в настоящее время является привлечение на российский фондовый рынок инвесторов стран региона, где российский фондовый рынок добился наибольших успехов как с точки зрения глубины и ликвидности, так и разнообразия финансовых инструментов и качества инфраструктуры. Особое значение здесь имеет успех по локализации рынка иностранных финансовых инструментов, в операциях на котором могут быть заинтересованы иностранные инвесторы из стран региона. Такие операции на российском рынке при посредничестве российских финансовых организаций создают предпосылки инвестиций и в отечественные ценные бумаги. В этом смысле рынок иностранных финансовых инструментов является своего рода плацдармом для привлечения нерезидентов на российский финансовый рынок.

4.1. Упрощение идентификации физических лиц-нерезидентов

В настоящее время в России создана эффективная система удаленной идентификации для граждан РФ. Она, к сожалению, не может быть использована для привлечения иностранных граждан, поскольку предполагает открытие банковских счетов при условии личной явки и сопоставлении данных с данными государственных информационных ресурсов. В сравнении с принятыми в мире правилами идентификации российские требования строже. Для того чтобы сделать возможной идентификацию иностранных граждан, желающих дистанционно открыть счета в российских финансовых организациях, эти требования должны быть снижены. Так, должно быть возможным и достаточным предоставление скана документа, подтверждающего личность иностранного гражданина и принятых в мире способов подтверждения места его жительства, если это не фиксируется в документе, подтверждающем личность.

4.2. Налоговое стимулирование

4.2.1. Отмена или снижение для нерезидентов налогов на доходы от операций с ценными бумагами, обращающимися на российском организованном рынке и доходов по таким ценным бумагам. В настоящее время налогообложение получаемых физическими лицами-нерезидентами доходов от операций с ценными бумагами, обращающимися на российском рынке, регулируется общими правилами Налогового кодекса, устанавливающими, по существу, запретительные ставки налога (30% на доходы физических лиц – нерезидентов по сравнению с 13 и 15% для физических лиц-резидентов), а также соглашения об избежании двойного налогообложения, которые отчасти компенсируют высокие ставки налогов для нерезидентов, однако содержат большое количество различий, трудных в администрировании.

Предлагается освободить от налогов доходы от операций с ценными бумагами и доходы по ценным бумагам, обращающимся на российском организованном рынке, или, по крайней мере снизить их до ставок, действующих для резидентов. В этом случае нерезиденты будут уплачивать такие налоги по правилам своей юрисдикции, упрощая функции по расчету налогов для российских эмитентов, посредников и инфраструктуры.

4.2.2. Отмена налогов на доходы нерезидентов по долговым ценным бумагам, обращающимся на российском организованном рынке.

Российское налоговое законодательство освобождает от налога у источника доходы по долговым ценным бумагам, выпущенным российскими эмитентами или его SPV за рубежом (подпункты 7 и 8 пункта 2 статьи 310 НК РФ), поощряя тем самым размещение российскими эмитентами ценных бумаг за рубежом, где иностранные инвесторы могут воспользоваться своим или наиболее желательным для них налоговым режимом. Отмена налога на доходы по ценным бумагам, предложенная в п. 2.1, является более общим решением, однако такое решение в отношении долговых ценных бумаг должно быть принято независимо от решения для остальных ценных бумаг, поскольку в ином случае сохранится арбитраж в пользу размещения долговых ценных бумаг за рубежом, низкая степень доступа к ним российских розничных инвесторов, а также невысокая вероятность долгового заимствования у нерезидентов на внутреннем рынке.

Долговые ценные бумаги, которые могут предлагаться на внутреннем рынке для нерезидентов, могут быть выражены как в валюте, так в иностранной валюте и рублях. В сочетании с реализацией предложений пп. 1.1.6 и 5.2 настоящее предложение позволяет сформировать на российском внутреннем рынке глубокий рынок валютных и мультивалютных заимствований в высокой степени независимых от иностранных санкций.

4.3. Государственная программа продвижения российского финансового рынка за рубежом

Опыт стратегий развития внутренних фондовых рынков крупных развивающихся стран (Китай, Южной Кореи, Бразилии и других) показывает, что одним из важнейших направлений повышения их конкурентоспособности является поддержание

режима открытости данных рынков для нерезидентов — как инвесторов, так и прямых участников внутреннего рынка финансовых услуг через дочерние финансовые организации.

Сложная геополитическая ситуация и санкции существенно усложняют привлечение инвестиций нерезидентов на внутренний рынок, однако вряд ли являются поводом для «замораживания» работ в данном направлении. Напротив, опыт Китая, говорит о том, что прямое взаимодействие государственных ведомств Китая с крупнейшими американскими частными финансовыми организациями на предмет их работы на внутреннем рынке финансовых услуг является важным инструментом формирования лояльного отношения руководства данных структур к китайской экономике даже в условиях торгово-экономического противостояния.

Направлениями продвижения внутреннего финансового рынка должен стать:

- рынок корпоративных облигаций среди инвесторов-нерезидентов (взаимодействие с администраторами крупнейших индексов облигаций с точки зрения включения в них корпоративных облигаций российских эмитентов, изучение базовых требований к параметрам внутренних облигаций с точки зрения предпочтений иностранных инвесторов, продвижение положительного образа внутренних корпоративных облигаций среди нерезидентов и т.п.);
- рынок UCITS и других форм коллективных инвестиций, создаваемых структурами российских финансовых организаций за рубежом (в Европе, в странах Юго-Восточной Азии, Латинской Америки), а также аналогичных форм иностранных коллективных инвестиций на внутреннем фондовом рынке.

Помимо регулярных встреч с иностранными финансовыми организациями и крупными инвесторами правильным является проведение открытых международных конференций и семинаров с представителями зарубежных финансовых и финтех-компаний, позволяющих повысить уровень знаний сотрудников российских финансовых организаций, инвесторов и пользователей финансовых услуг о лучших примерах зарубежной практики.

5. Расширение круга обращающихся финансовых инструментов

Основная проблема российского финансового рынка, как уже отмечалось, заключается в том, что он плохо выполняет одну из своих важнейших функций – финансирование социально-экономического развития страны. Для финансового рынка это выражается в отсутствии IPO и в недостаточном количестве ценных бумаг российских корпораций в обращении. Как уже отмечалось, проблема финансирования отечественных компаний на российском финансовом рынке лишь отчасти лежит на стороне инвесторов, однако в целом отечественные инвесторы демонстрируют готовность участвовать в размещениях без дополнительных стимулов. Очевидно, что привлечение компаниями капитала долевого и долгового заимствования тормозится состоянием инвестиционного климата, который определяется факторами, лежащими за пределами финансового сектора и вне компетенции финансового регулятора. Что касается самого финансового рынка, то его объем по-прежнему создает риск недофинансирования и заставляет российские компании искать такое финан-

сирование за рубежом или одновременно и за рубежом, и в России.

Проблема недостатка финансовых инструментов связана не только с отсутствием рынка IPO. Отсутствие инструментов, привлекательных для инвесторов, препятствует инвестиционной активности. Как показывает опыт, ограничения на тот или иной круг инструментов мало влияют на привлекательность остальных – в отсутствие необходимых инструментов инвесторы ищут их за рубежом или отказываются от инвестиций вообще. Не менее важно, что разнообразие инвестиционного инструментария обеспечивает диверсификацию, которая защищает инвесторов от потерь, и является для многих основным условием инвестиций. Как уже отмечалось, с точки зрения расширения круга финансовых инструментов для российского рынка стала важна локализация рынка иностранных финансовых инструментов, которая обеспечила доступ розничным инвесторам к гораздо более широкому кругу привлекательных инструментов, обеспечила возможность отраслевой и валютной диверсификации. Представляется, что локализация рынка иностранных ценных бумаг в России имела не меньшую роль, чем снижение ставок по депозитам для выбора домохозяйств в пользу инвестирования. Важно также то, что российский организованный рынок иностранных ценных бумаг не только привлек на финансовый рынок дополнительные сбережения граждан, но и сохранил внутри рынка ту их часть, которая, в противном случае, была бы инвестирована за рубежом. Сохранение этих средств на российском финансовом рынке создает потенциал для инвестиций в российские компании по мере роста их активности.

С учетом этого, задача развития потенциала IPO и инструментария финансового рынка состоит в следующем: (1) увеличение объемов инвестиционного спроса на отечественном рынке как за счет отечественных, так и за счет иностранных инвесторов, в том числе устранение существующих препятствий для участия в IPO отечественных институциональных инвесторов; (2) поддержка развития внутреннего рынка иностранных ценных бумаг как основы для диверсификации и условия сохранения средств инвесторов внутри страны; (3) устранение существующих препятствий для размещения ценных бумаг на отечественном рынке теми эмитентами, которые готовы или лишены возможности делать это за рубежом, и совершенствование процедуры эмиссии.

5.1. Возмещение компании-эмитенту расходов по подготовке и проведению IPO

Как уже отмечалось, проблема IPO лежит в основном на стороне компаний-реципиентов, поэтому мерами поддержки должны быть меры, адресованные именно им. Так, при размещении ценных бумаг существуют условно постоянные расходы, которые делают IPO тем менее вероятным, чем меньший объем средств эмитент намерен привлечь. Вероятно, небольшие компании будут заинтересованы в возмещении всех или части их расходов, связанных с выходом на организованный рынок. Такое возмещение могло бы осуществляться за счет федерального бюджета.

5.2. Разрешение расчетов в иностранной валюте между инициатором выпуска облигаций, номинированных в иностранной валюте, и выпустившей их компанией

В настоящее время валютное законодательство запрещает расчеты в валюте между резидентами – инициатором выпуска облигаций в иностранной валюте и созданной для этих целей компанией-эмитентом. Перевод валюты, полученной при размещении таких облигаций от эмитента к инициатору и от инициатора к эмитенту для расчетов по ним, носит технический характер, а конвертация валюты в рубли, которую приходится в настоящее время делать, увеличивает расходы, связанные с обслуживанием долга, и создает дополнительные валютные риски для российских компаний. Устранение данного недостатка обеспечит возможности для выпуска облигаций в иностранной валюте российскими эмитентами на российском финансовом рынке, которые при условии освобождения нерезидентов от налога у источника по таким облигациям (см п. 4.2.2) будут пользоваться спросом со стороны нерезидентов, а также российских инвесторов, ориентированных на рынок еврооблигаций.

5.3. Развитие рынка структурных продуктов, в том числе структурных облигаций

Выпуск облигаций со структурным доходом (то есть с полной защитой капитала) или структурных облигаций (с неполной защитой капитала) с простым механизмом определения дохода или защиты капитала не должен ограничиваться для всех категорий инвесторов. Данные инструменты играют важную роль в увеличении разнообразия финансовых инструментов и реализации функций финансовой индустрии по финансовому инжинирингу, тем самым способствуя конкуренции финансовых инструментов и конкуренции в самой финансовой индустрии, и обеспечивают защиту капитала инвесторам, для которых это важно.

Помимо положительного значения для удовлетворения спроса на структурные продукты как комбинацию разных финансовых инструментов, для конкуренции на финансовом рынке, значение структурных продуктов велико для устранения ценовых различий между финансовыми инструментами, которые ими комбинируются.

Следует отметить, что государство и субъекты Российской Федерации также могут быть эмитентами облигаций со структурным, индексируемым, доходом или индексируемой номинальной стоимостью (облигаций, индексируемых по цене нефти, золота, курсу доллара и т.д.).

5.4. Передача биржам функций по регистрации финансовых инструментов

В настоящее время государственная регистрация ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, осуществляется исключительно Банком России. Это влечет удорожание стоимости небольших выпусков, размещаемых под определенную инвестиционную идею, для конкретных групп инвесторов и увеличивает сроки выпуска ценных бумаг. В целях сокращения операционных расходов

и, что самое главное, сроков выпуска облигаций, предназначенных для квалифицированных инвесторов, обращение которых предполагается на организованных торгах, целесообразно передать функции по регистрации указанных ценных бумаг биржам.

5.5. Развитие рынка иностранных финансовых инструментов и отечественных финансовых инструментов в иностранной валюте

Как уже было сказано выше, организованный рынок иностранных ценных бумаг, созданный в России, компенсирует дефицит отечественных финансовых инструментов, обеспечивает диверсификацию портфелей, удовлетворяет спрос на иностранные инструменты, обеспечивает вывод на финансовый рынок сбережений населения и сохраняет инвестиционные ресурсы внутри страны. Следует развивать организованный сегмент рынка с расчетами как в валюте, так и в рублях.

Развитие сектора иностранных ценных бумаг исключительно важно в настоящий период, специфика которого связана с двумя противоположными факторами – с одной стороны, с активным выходом на фондовый рынок сбережений домохозяйств и, с другой стороны, крайне слабой активностью российских корпораций на первичном рынке акций. Мы полагаем, что на данном этапе принципиальным является сохранение средств внутри национального рынка и поддержание процесса выхода на него новых розничных инвесторов, даже если это в значительной степени происходит за счет увеличения сектора иностранных ценных бумаг. Тем не менее рынок отечественных ценных бумаг уже является бенефициаром развития локального рынка иностранных ценных бумаг – инвесторы с большей охотой приобретают российские ценные бумаги, если рынок иностранных дает им большие возможности по диверсификации. В результате растут оба сектора российского финансового рынка – сектор российских и сектор иностранных ценных бумаг, увеличивая общую глубину и ликвидность российского рынка, привлекая на него сбережения, создавая потенциал для рынка IPO и развития других секторов финансового рынка.

Внутренний рынок иностранных финансовых инструментов представляет собой сектор российского финансового рынка. Финансовые и инфраструктурные организации, предоставляющие доступ к нему, являются работодателями и налогоплательщиками, активы инвесторов хранятся в России, а сами они совершают операции по правилам, действующим в России, и под надзором Банка России.

Одновременно с развитием рынка иностранных финансовых инструментов следует содействовать размещению в России финансовых инструментов российских эмитентов, номинированных в иностранной валюте, в том числе в иностранной валюте и в рублях. Такие финансовые инструменты могут быть привлекательны для розничных и институциональных российских инвесторов, ищущих защиты от рисков снижения курса рубля, а кроме того, – для нерезидентов. Такие ценные бумаги для российских эмитентов являются способом привлечения средств в иностранной валюте от российских и иностранных инвесторов на внутреннем финансовом рынке, на российской инфраструктуре.

5.5.1. Среди прочих мер и при условии устранения недостатков регулирования биржевых ПИФ (см п. 2.4 настоящей части) необходимо упростить допуск на него иностранных ETF. ETF являются важным инструментом для пассивного инвестиро-

вания портфелей, которое во многом более правильно для розничных инвесторов, чем инвестиции напрямую в иностранные ценные бумаги.

5.5.2 Снижение ограничений для инвестирования в иностранные финансовые инструменты средств пенсионных накоплений. (см. п. 3.3 настоящей части).

5.6. Стимулирование инвестиций розничных инвесторов на фондовом рынке (см. п. 1 настоящей части)

5.7. Отмена административной фидуциарной ответственности для НПФ (см. п. 3.7 настоящей части)

5.8. Расширение возможностей НПФ по участию в IPO см. п. 3.2 настоящей части)

5.9. Привлечение иностранных инвесторов (см п. 4 настоящей части)

5.10. Поддержка рынка российских финансовых инструментов, выпуск которых соответствует принципам и стандартам устойчивого развития (принципам ESG)

В настоящее время рынок ESG-инвестиций, направленных на финансирование проектов в области экологии, защиты окружающей среды и социальных инициатив, в Российской Федерации находится в стадии начального формирования, на нем представлено мало эмитентов, и он фрагментарен. Малое количество эмитентов и фрагментарность выпусков финансовых инструментов, соответствующих ESG принципам, в настоящее время обусловлено отсутствием в Российской Федерации единых правил и стандартов определения финансовых инструментов, соответствующих принципам ESG, стандартов финансовой отчетности и раскрытия соответствующей информации; государственной поддержки в части субсидирования или частичной компенсации дополнительных затрат эмитентов, связанных с обслуживанием выпуска финансовых инструментов, соответствующих принципам ESG; налоговых и иных поддерживаемых государством стимулов для увеличения спроса на инвестиции в финансовые инструменты, соответствующие принципам ESG, со стороны институциональных и розничных инвесторов. Представляется, что недостаточно активные усилия по развитию механизма ESG-инвестирования может привести к существенным потерям в привлечении капитала на фондовом рынке российскими корпорациями.

5.10.1. Отмена для розничных инвесторов налога на доходы, выплачиваемые по ESG-инструментам, а также сокращение с трех до одного года срока владения ESG-инструментами, допущенными к обращению на организованном рынке, для получения налогового вычета. Для институциональных инвесторов целесообразно рассмотреть возможность снижения ставки налога на прибыль по купонному доходу, получаемого по ESG-инструментам. Такие меры отражаются на доходности операций, поощряя инвестиции в ESG-инструменты по сравнению с иными финансовыми инструментами, сходными или превышающими их по доходности;

5.10.2. Принятие критериев и требований соответствия ESG, национальных стандартов раскрытия публичной нефинансовой отчетности эмитентами, выпускающими ESG инструменты, позволяющие осуществлять верификацию соответствия деятельности эмитента или привлекающего финансирование проекта принципам ESG;

5.10.3. Государственная поддержка для эмитентов ESG финансовых инструментов в виде субсидирования дохода, выплачиваемого эмитентами по ESG инструментам, и затрат на верификацию проектов в области устойчивого развития. Такое решение позволит компенсировать повышенные затраты эмитента, связанные, в том числе, с необходимостью обособления средств, привлекаемых для финансирования проектов, с оплатой труда оценщиков, аудита, поддержание нахождения выпущенных бумаг в соответствующих биржевых индексах.

6. Развитие посредничества и инвестиционного консультирования

6.1. Развитие конкуренции на рынке финансовых услуг

На российском финансовом рынке происходит постепенное снижение количества финансовых организаций и рост концентрации финансовых операций, активов и клиентов в немногих финансовых организациях, преимущественно с государственным участием. Уменьшение числа участников рынка происходит за счет небольших организаций, не способных поддержать уровень, необходимый для развития, с учетом регулятивных требований и достаточной маржинальности. Существует большой риск уменьшения числа средних некредитных организаций, поскольку рыночная мощь и возможности по привлечению клиентов, накопленные крупными банками, выше, чем у некредитных организаций, а помимо этого существуют очевидные регулятивные преимущества кредитных организаций перед некредитными. Наконец, произошло уменьшение количества финансовых организаций за счет ухода дочерних компаний крупных иностранных финансовых организаций.

На наш взгляд, важным является сохранение конкуренции на финансовом рынке, а значит, обеспечение достаточного количества участников, взаимодействующих друг с другом, и возможность выхода на рынок новых компаний, в том числе небольших с достаточной маржинальностью для ограниченного круга операций.

На наш взгляд, гипотеза о дезинтермедиации не оправдывается – технологические изменения изменяют формы оказания услуг финансовыми посредниками, однако не приводят к исчезновению самих посредников. Данная гипотеза не должна приводить к регулированию, исключаящему посредников из процесса доступа на финансовый рынок, и переноса их функций на организаторов торговли или другие инфраструктурные организации. Упрощение доступа к финансовому рынку сегодня осуществляется на конкурентной основе усилиями самих посредников. Однако их роль отнюдь не ограничивается таким доступом. Вокруг этой главной функции строятся услуги по консультированию, в том числе инвестиционному консультированию и аналитической поддержке клиентов, предоставлению «кредитных плечей», решения по улучшению цены, создание новых финансовых инструментов – финансовый инжиниринг, а также, что очень важно, использование временно свободных активов клиентов для операций на финансовом рынке.

Дискуссия о маркетплейсах и экосистемах основана на ошибочном представлении о них как аналогии организованных торгов и лишь вводит в заблуждение относительно их значения для развития финансового рынка и, в частности, значения для развития конкуренции. По существу, маркетплейсы были предложены не как механизм конкуренции между посредниками, а как механизм конкуренции между посредниками и организаторами торговли. То же касается дискуссии о доминировании экосистем, являющемся на самом деле проявлением доминирования отдельных финансовых институтов, создающих экосистемы. Эта дискуссия не должна затенять обсуждение мер, которые действительно должны быть приняты для развития конкуренции на финансовом рынке.

6.1.1. Введение возможности «кросс-идентификации» клиентов для некредитных организаций. В настоящее время кредитные организации могут выполнять задачи по идентификации клиентов в интересах других финансовых организаций, а некредитные финансовые организации не могут этого делать в интересах друг друга и кредитных организаций. Это создает высокую степень зависимости некредитных финансовых организаций в предложении своих услуг от кредитных организаций, резко снижая конкуренцию в индустрии.

6.1.2. Продолжение процесса снижения регулятивной нагрузки. В настоящее время приходится признать, что регулятивная нагрузка остается высокой, несмотря на многолетние усилия Банка России и индустрии по пропорциональному регулированию и оптимизации регулирования. В основном это происходит из-за того, что на смену отменяемым требованиям вводятся новые. Так, в недавнем прошлом были введены требования по обеспечению информационной безопасности, которые излишне обременительны для средних и небольших компаний. В ряде случаев изменение регулятивных требований мало обосновывается необходимостью, в то время как следовало бы руководствоваться подходом «не сломано – не чини», или непропорционально возникшим проблемам.

Регулятивная нагрузка также формируется используемым Банком России надзорным инструментарием, в том числе принципом проактивного надзора, который подразумевает стремление предотвратить нарушения или проблемы, и оборачивается для индустрии необходимостью поддерживать постоянный надзорный диалог с регулятором, сопряженный с высокими издержками.

6.1.3. Обеспечение возможности финансового инжиниринга – продуктовая конкуренция. Финансовые организации конкурируют друг с другом не только условиями доступа клиентам к финансовым рынкам и финансовым инструментам третьих лиц, но и созданием собственных финансовых инструментов, в том числе способностью их кастомизации под нужды разных групп инвесторов. В большинстве случаев речь идет о создании структурных продуктов, которые отражают спрос инвесторов на комбинацию разных финансовых инструментов, которые в противном случае должны быть приобретены напрямую, что зачастую невозможно. Необходимо исключительно осторожно подходить к ограничениям на структурные продукты, при этом защита интересов инвесторов должна строиться на основе правил предложения финансовых инструментов и надзора за их соблюдением (см. п. 1.3 настоящей части).

6.1.4. Предоставление небанковским финансовым организациям возможности осуществлять услуги по организации платежей. Предоставление некредитным финансовым организациям, в первую очередь брокерам, возможности оказывать клиентам в статусе платежного агента отдельные виды расчетных услуг за счет находящихся у них денежных средств соответствующих клиентов повысит интерес инвесторов к вложениям на финансовом рынке, а также позволит клиентам удобно и технологично распоряжаться своими временно свободными денежными средствами.

6.1.5. Создание бизнес-модели для выхода на рынок новых небольших технологичных компаний. Создание правовых условий для ускоренного развития финтеха в некредитных финансовых организациях, в том числе за счет принятия регулирования, аналогичного Второй платежной Директиве Европейского Союза об обязательности предоставления банками доступа к API и счетам клиентов третьих лиц по поручению данных клиентов. Опережающее развитие таких услуг на базе финтех-технологий, как инвестиционное консультирование и робоэдвайзинг, финансовое планирование, продажи финансовых продуктов на основе правил открытой архитектуры продаж, услуги супермаркетов депозитов, паевых инвестиционных фондов и страховых продуктов, управление клиентскими денежными средствами на счетах в банках, расчетных услуг и многих других.

6.1.6. Создание правовых предпосылок для расширения возможностей управления денежными средствами клиентов при использовании брокерских услуг и услуг по доверительному управлению.

Это направление может включать создание правовых предпосылок для открытия брокерами и доверительными управляющими специальных счетов управления денежными средствами клиентов (СДУ) с распространением на указанные средства механизма системы гарантирования банковских вкладов. Практика применения СДУ в виде «cash management accounts» широко распространена за рубежом в большинстве брокерских и финтех-компаний (Robinhood, Acorns, Betterment, Wealthfront, SoFi, Fidelity Investments и многих других).

6.2. Развитие индустрии инвестиционных советников

6.2.1. Отмена НДС для специализированных инвестиционных советников. В настоящее время услуги специализированных инвестиционных советников, в отличие от услуг по инвестиционному консультированию, оказываемых брокерами и управляющими, облагаются НДС, что делает их дороже для клиентов, чем услуги остальных. При этом, будучи профессиональными участниками рынка ценных бумаг, специализированные инвестиционные советники лишены возможности использовать упрощенную систему налогообложения, позволяющую избежать такого налога. В результате НДС избегают только мелкие специализированные инвестиционные советники с оборотом менее 2 млн рублей в квартал, а средние и крупные такой возможности лишены. Это негативно сказывается на формировании индустрии специализированных инвестиционных советников и, что особенно важно, независимых инвестиционных советников.

6.2.2. Улучшение системы квалификации инвестиционных советников.

В настоящее время на рынке ценных бумаг действует общая система независимой оценки квалификации, которая предполагает участие в ней большого числа субъектов, в разной степени заинтересованных в обеспечении качественных знаний специалистов финансового рынка, дорогая, косная и ограниченная в развитии. В случае с инвестиционными советниками, особенно с учетом того, что закон допускает осуществление деятельности по инвестиционному консультированию индивидуальными предпринимателями, компетенция является главным профессиональным требованием, а низкое доверие к качеству ее оценки имеет наиболее драматическое значение. Необходима разработка альтернативной системы оценки квалификации инвестиционных советников, как сотрудников финансовых организаций, осуществляющих соответствующие функции, так и советников – индивидуальных предпринимателей.

