

Структура — сложная

В РАМКАХ ПРОШЕДШЕЙ 11 СЕНТЯБРЯ 2019 ГОДА КОНФЕРЕНЦИИ «СТРУКТУРНЫЕ ПРОДУКТЫ», ОРГАНИЗОВАННОЙ НАУФОР И МОСКОВСКОЙ БИРЖЕЙ, СОСТОЯЛАСЬ СЕССИЯ «РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА СТРУКТУРНЫХ ПРОДУКТОВ»

Фотографии Павел Перов

Участники: Михаил Мамута (руководитель Службы Банка России по защите прав потребителей и обеспечению доступности финансовых услуг); Ольга Шишляникова (первый заместитель директора Департамента рынка ценных бумаг и товарного рынка Банка России); Анна Кузнецова (управляющий директор по фондовому рынку, член правления ПАО Московская Биржа); Эдвард Голосов (заместитель президента-председателя правления по инвестиционному и страховому бизнесу ФГ БКС); Владислав Кочетков (президент, председатель правления ИХ «Финам»); Денис Спиридонов (заместитель начальника управления торговых операций, начальник отдела международных рынков и структурных продуктов департамента брокерского обслуживания ПАО «Банк ВТБ»); Константин Шульга (директор по развитию брокерского бизнеса ПАО «Сбербанк»).

Модератор: Алексей Тимофеев, президент НАУФОР.

Алексей Тимофеев. Дорогие друзья, уважаемые коллеги, разрешите приветствовать вас на очередной конференции «Структурные продукты», которую НАУФОР проводит совместно с «Московской биржей». У нас не остается сомнений, что эта конференция станет площадкой для обсуждения всех вопросов, связанных с формированием рынка структурных продуктов в России.

Я бы предложил спикерам поговорить о перспективах, о состоянии дел на рынке структурных продуктов, согласиться с мнением, что мы можем стать свидетелями очень бурного развития этого рынка, — я, во всяком случае, вижу сразу много причин для этого. И нужно сформировать как правильное отношение к этому рынку, так и отношения на нем самом — и со стороны индустрии в ее отношениях с клиентами, и со стороны регулятора по отношению к инструментарию и индустрии. Правильное отношение к степени защиты интере-



сов инвесторов на рынке ПФИ, к оценке важности его роли в финансировании экономики, в обеспечении разнообразия инструментария и инвестиционных стратегий на финансовом рынке. Все это очень важно.

Думаю, что пришла пора поговорить о том, какое именно место структурные продукты занимают в ряду других финансовых инструментов, каков их экономический смысл, каковы факторы, которые определяют спрос на эти инструменты со стороны розничных инвесторов, со стороны институциональных инвесторов. Обсудить, имеется ли такой спрос, какие именно инструменты мы увидим на рынке в

ближайшее время, почему мы думаем, что именно эти инструменты будут интересны инвесторам.

Давайте поговорим обо всем этом. Предложу первое слово Михаилу Мамуте, но я бы хотел, чтобы он и в дальнейшем имел возможность реагировать на выступления остальных участников. Тем не менее, должен начать с него, потому что он должен уйти раньше. Поэтому чем скорее мы узнаем его мнение, тем скорее дадим возможность остальным спикерам отреагировать, а Михаил, может быть, будет иметь шанс отреагировать на выступление других. Михаил Мамута. Алексей, спасибо за приглашение. Мне очень прият-

но видеть такой заполненный зал и такое внимание к теме структурных продуктов.

Имеет смысл поговорить для начала о некоторых общих подходах к структурным продуктам, к тому, как они должны (или не должны) продаваться. В этом смысле для последующей дискуссии может иметь достаточно большой интерес международный опыт, в частности, европейский опыт. Европа накопила уже очень большую практику реализации структурных продуктов, правил их продажи — а также, видимо, и проблем, связанных с их продажей.

Структурные инструменты, вообще говоря, это довольно широкий класс

инструментов, которые могут иметь разную структуру, разную форму сделки. Продукт может быть запакован в формат структурных облигаций или структурных сделок, которые внутри себя имеют смешанную природу, включают разные инструменты — и обычные, и производные. Все это очень сильно влияет на последующие действия.

С одной стороны, такое многообразие форм, многообразие внутренней структуры продуктов — безусловно, повышает гибкость этого класса инструментов, возможность паковать их в разных комбинациях, которые для розничного инвестора более понятны или менее понятны. Которые более, скажем так, просты также и в плане наличия условий, которые влияют на последующее наступление тех или иных событий, влияющих на выплату дохода, в частности. Думаю, в нашей дискуссии мы должны обязательно затронуть тему того, какие именно структурные продукты рынок считает наиболее перспективными, наиболее интересными для России, для неквалифицированного инвестора и для квалифицированного инвестора. Представляется, что такая дискуссия будет иметь, во-первых, большой практический интерес, а во-вторых, еще и скажется определенным образом на дальнейшем взаимодействии регулятора с рынком по этому вопросу.

С другой стороны, если посмотреть на европейский опыт, то можно увидеть, что в рамках второго MIFID и связанных с ним регулирующих норм структурные продукты попадают в категорию так называемых упакованных продуктов. Они относятся к категории сложных финансовых инструментов, без сомнения, именно в силу того, что у них довольно сложная структура.

Что это за собой влечет? Несколько базовых последствий. Последствие первое: поскольку инструмент сложный, то его продажа подчиняется пра-

вилам продажи через тестирование. Эти инструменты точно нельзя продавать по умолчанию какой-либо группе неквалифицированных инвесторов.

Второе — в европейском регулировании они относятся к категории PRIIPs [Packaged Retail and Insurance-based Investment Products, инструменты, стоимость которых может колебаться из-за динамики активов, не находящихся в прямом владении данного розничного инвестора]. Поэтому к ним обязательно применяется правило раскрытия информации об их структуре через KID [Key Information Document, который содержит такие сведения, как описание продукта, стоимость, соотношение риска и прибыли, а также возможные сценарии производительности]. И сейчас регулятор, вместе с НАУФОР и с НФА, достаточно активно работает над внедрением соответствующего подхода в российском регулировании и практике. Мы договорились, что будем делать KIDы по определенным видам инструментов. И, по моему глубокому убеждению, структурные продукты, конечно, должны быть частью этого процесса, вне всякого сомнения. Надеюсь, что Алексей Тимофеев прокомментирует эту историю дополнительно.

KID по своей природе должен быть простым и понятным, иметь очень четкую структуру, очень четкую форму раскрытия, небольшой объем. Если KID занимает 10 страниц, то это уже не KID, его потребитель самостоятельно уже не прочтает, — это уже договор. В европейской практике KID — это две-три страницы, лучше две, еще лучше одна (может быть, с приложениями, которые разъясняют детали). Но самое главное, что из прочтения этого документа у потенциального инвестора должно сложиться полное понимание об условиях продукта, о рисках, которые этому продукту присущи, и о том, в каких случаях можно рассчитывать получить доход.

Безусловно, разделение структурных продуктов по степени защиты — с полной защитой капитала, неполной защитой, без защиты — это тоже очень важная история. Потому что, в зависимости от того, как продукты организованы внутри, уровень риска для розничного инвестора тоже в этом смысле очень сильно отличается.

На наш взгляд, именно информирование и правильное понимание риска являются ключевыми условиями для избегания дальнейших проблем. Потому что структурный продукт, если перенестись теперь на российский рынок, будучи новым, по определению является непонятным. Он может быть даже очень простым внутри, но все равно он непонятный, потому что люди с ним раньше никогда не сталкивались.

Мы, кстати, с коллегами из ISMA [Международная ассоциация рынков капитала] имели достаточно интересную дискуссию на предмет того, что такой сложный и простой финансовый инструмент. И пришли к достаточно очевидному выводу, что «сложный-простой» в данном случае является некоторым аналогом слов «привычный-непривычный», «понятный-непонятный». Это не значит, что акция проще структурного инструмента, там, если глубоко закопаться внутрь, то еще можно поспорить, что проще. Но акция существует на европейском рынке несколько сот лет, и все к ней настолько привыкли, что как бы инстинктивно понимают, чего от нее ждать, по каким законам она живет.

Поэтому, когда мы сейчас в России подходим к задаче определения сложных финансовых инструментов, то в ходе внутренней дискуссии пришли к похожему выводу: не существует выраженных объективных критериев, что вот этот инструмент сложный, а вот этот простой. Более правильным является, наверное, другой подход: простые инструменты — это инстру-



менты, к которым привыкли, которые понятны, в отношении которых существуют устойчивые стереотипы (как они себя ведут, при каких условиях можно получить убыток, при каких прибыль). Все остальное — это сложный финансовый инструмент. Ровно такая логика используется во втором MIFIDe. И к сложным инструментам, как я уже сказал, активно применяются KIDы как обязательное условие продаж.

Что еще можно было бы отметить, как достаточно интересный факт? Европа тоже лет 5–7 назад столкнулась с очень быстрым ростом структурных финансовых продуктов. Столкнулась

на фоне быстрого снижения в тот момент ставок по депозитам в евро (вы знаете, что там происходит со ставками сейчас, не будем в эту тему лезть). Понятно, что аппетит к доходности повышал аппетит к риску. На этом фоне получила очень быстрое развитие индустрия розничных структурных продуктов, структурных депозитов (как разновидности структурных нот) и так далее.

На первом этапе Европа столкнулась с выраженным мисселингом, они это признают. Потому что люди точно так же, как это было и у нас по некоторым видам инструментов, не понимали, что они покупают, будучи уверенными,

что покупают депозит. После того, как европейцы прошли первый этап и, что называется, «наелись», они достаточно глубоко урегулировали историю, связанную с правилами продажи сложных инструментов: появились KIDы, появились правила информирования. И ситуация стала более или менее нормализоваться.

Но для того, чтобы не дать инвестору неоправданных ожиданий относительно доходности по таким инструментам, в некоторых европейских странах (на самом деле во многих) действует правило обязательного раскрытия доходности по аналогичным инструментам за предшествующий период времени, ретроспективно.



Более того, эта информация раскрывается не по каждому инструменту конкретной компании. Есть специальные сайты, где собрана информация о структурных продуктах разных эмитентов, с разными контролируруемыми активами внутри, поэтому розничный инвестор может определенным образом сравнить продукты и выбрать из них те, что кажутся ему наиболее подходящим.

Это очень хорошая история. Потому что, как показывает практика, в Европе доходность по многим структурным инструментам за последние три года по факту оказалась в итоге не выше

доходности по депозитам. Те же самые десятки доли процентов. Важно, очень важно не создавать у инвестора завышенных ожиданий. Он не должен думать, что инвестиции — некая гарантированная история про большой доход. Совершенно не факт. Это может быть очень сильно по-разному.

Я рассказывал европейским коллегам, что у нас тоже, наверное, будет развиваться рынок структурных продуктов, и, кстати, снижение ставок по депозитам — это драйвер и в России. Но, правда, когда они услышали про ставки 6-7%, то разве что в голос не заплакали. Я говорю: «Людам кажется,

что это мало». Они говорят: «Мы все хотим приехать к вам жить. Можно мы будем у вас жить и вкладывать деньги в депозиты российских банков». Я не возражал, пожалуйста. Правда, сказал, что доходность в рублях, чтобы они уж совсем сильно не расстраивались. Но, по-моему, такая доходность даже в рублях — это хорошо, если сравнивать с доходностью по вкладам в евро.

Поэтому все-таки, коллеги, надо понимать, на фоне каких базовых условий происходит развитие этого рынка, чего мы можем ждать и какие ошибки не должны повторять. Естественно,

наступать второй раз на те же грабли никакого смысла нет, ровно поэтому мы договорились, что всю эту историю очень глубоко проанализируем. Сейчас такой анализ проводится. У регулятора идет диалог с разными участниками рынка, ассоциациями, СРО по тематике различных структурных инструментов. Вы знаете, что Банк России устанавливает требования к тем структурным облигациям, которые доступны для неквалифицированного инвестора. Это все предмет достаточно интересной, содержательной дискуссии.

Но, в целом, что я хотел бы сказать. История с ИСЖ (которую, в некотором смысле, ассоциируют со структурным продуктом) показывает очень простую вещь. Ведь проблема ИСЖ была связана не с особенностями самого продукта, а именно с тем, что люди не понимали, что именно покупают. Новые правила раскрытия информации, которые действуют с апреля, довольно позитивно в этом смысле влияют на рынок. По крайней мере, скажем так, влияют на начальную неудовлетворенность потребителя тем, что он купил ИСЖ, думая, что это депозит.

До начала нынешней конференции организаторы задали мне вопрос: «Нет ли опасений, что со структурными продуктами повторится та же история, которая случилась с ИСЖ?» Безусловно, это так бы и было, если бы регулятор сразу не установил правила, которые бы этому препятствовали, — правила раскрытия информации, правила продаж. Мы тут очень сильно рассчитываем на СРО, на его вклад в разработку КИДов, в доведение правильной информации до рынка, коммуникацию с рынком. Ну и, безусловно, на контроль за тем, как качество этих требований реализуется. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Спасибо большое. Мне очень нравится то, что я слышу. Потому что это подход, основанный на гибкости в регулировании, в оценке

понимания инвестором характеристик финансового продукта и рисков, которые с ним ассоциируются. Это не запрет, потому что по пути запрета мы (был такой момент) пошли, и эксперимент получился не слишком удачным, я имею в виду структурные облигации.

Но вот несколько комментариев, которыми я бы хотел дополнить выступление Михаила. Мы ведь в отношении структурных облигаций предусмотрели необходимость разработки критериев доступности для неквалифицированных инвесторов. НАУФОР больше года потратила в консультациях с Центральным банком, пытаюсь такого рода критерии выработать. У нас не получилось, и сейчас этот вопрос — вопрос дискуссии о категоризации инвесторов, которая предполагает более гибкий механизм. Там в плане структурных продуктов, по-моему, нет запретов, ключевой регулятивный прием — appropriateness-тестирование, на который мы бы хотели рассчитывать. Да, инвесторы должны отдавать себе отчет о том, что за инструмент они приобретают. Да, не всякий инструмент не всякому клиенту годится. И третье важное обстоятельство (важность которого показала история с ИСЖ) — это то, что клиент должен знать, какую комиссию берет финансовая организация, этот инструмент предлагающая. Он должен понимать, какая часть из переданных им агенту денег реально пойдет на инвестирование. Для того, чтобы иметь возможность судить, может ли он надеяться на тот доход, о котором идет речь в условиях этого инструмента. Михаил, ты хотел добавить?

Михаил Мамута. Буквально в качестве реплики на твой комментарий. Ты правильно все сказал, но есть еще одна важная история — право на отказ от услуги. Я напомним, что есть специальные нормы. Период охлаждения здорово помог в противодействии мисселлингу на рынке ИСЖ, когда люди

сразу понимали, что они купили что-то не то. У регулятора есть понимание, что аналогичный подход (он записан в законе) должен реализовываться и для структурных облигаций, ровно по той же самой причине. Но при условии хорошего качественного первичного раскрытия информации эта проблема вообще должна реализовываться в меньшем объеме, что очевидно, и с меньшими последствиями.

Алексей Тимофеев. Спасибо. Что касается структурных облигаций, то их, как и другие торгуемые инструменты, лучше всего видит Анна Кузнецова. Структурные облигации, которые выпускаются на нашем рынке сейчас (пусть со мной поспорит Константин Шульга, когда придет пора выступать ему), например, инвестиционные облигации Сбербанка — это, конечно, структурный продукт, потому что структурный элемент там — это доход. Строго говоря, эти облигации — структурный продукт, но не структурные облигации с точки зрения нашего законодательства.

Вот эти вещи не должны вводить в заблуждение в отношении общего регулятивного подхода к такого рода инструментарию.

Аня, я хочу, чтобы ты поделилась своим видением того, как развивается этот рынок.

Анна Кузнецова. Всем добрый день. Спасибо, что пришли на конференцию, для нас это действительно важно, потому что сейчас структурные продукты — это приблизительно как недавно биржевые фонды. Насчет фондов дискуссия шла лет пять, наверное, — нужны ли они, не нужны. А сегодня этих продуктов на рынке много.

Мы знаем, что уже сделан первый зарегистрированный выпуск облигаций без защиты капитала по новому законодательству, которое вступило в силу примерно год назад, в октябре прошлого года. И я очень рассчитываю, что эти продукты на российском рынке появятся и будут востребованы.

Но те структурные продукты с защитой капитала, которые сегодня обращаются на «Московской бирже», — это на самом деле лишь верхушка и, может быть, даже не вся верхушка айсберга. Почему? Потому что, если бы в этой панели был человек, курировавший private banking любого из топ-10 российских банков, то он бы, наверное, рассказал, каким серьезным спросом пользуются у россиян — физических лиц такие структурные продукты, как облигации Ситибанка, Коммерцбанка и других международных банков. Думаю, что та часть айсберга, которую мы сегодня не видим, именно благодаря изменениям в регулировании может появиться на российском рынке.

И конечно, для нас сейчас важно соблюсти баланс в этом вопросе. Раскрытие информации, информирование инвестора о рисках и доступности этого продукта должно стать не таким тягостным и для эмитента, и для продавца. Если мы перегнем планку в этом вопросе, то подводная часть айсберга так и останется под водой.

Теперь о видимой части айсберга. Сегодня на Московской бирже обращаются облигации, которые называются не структурными (у русских в этом вопросе тоже свой особый путь). В основном они называются инвестиционными — это облигации с защитой капитала; структура относится к купону. Сегодня таких облигаций обращается на 177 млрд рублей, примерно 190 выпусков. Эти облигации выпускают сегодня 10 эмитентов. Все это банки, крупнейшие российские банки. Примерно 80% выпусков номинированы в рублях, соответственно, оставшаяся часть — в долларах и в евро.

Что важно? Важно то, что эти облигации покупают физические лица. Если мы посмотрим на общий объем облигаций, приобретаемых физическими лицами (сегодня на первичном

рынке эта доля составляет 12%), то из этого объема на структурные продукты приходится 15%. То есть, грубо говоря, недостаточное количество других продуктов на рынке приводит к тому, что появление какой-либо новой инвестиционной идеи реализуется в структурную облигацию банка, которую с удовольствием приобретает клиент. Это, в принципе, некий способ приобрести продукты, которых на российском рынке нет.

Что именно банки выпускают (а инвесторы предпочитают)? Примерно 40% структурных продуктов приходится на различные акции и депозитарные расписки (смею предположить, большая их часть — не российские). Следующим по популярности продуктом являются ставки. Доля таких продуктов — 13%. Валюта — всего 3%, то есть в валюте, видимо, существуют другие идеи и стратегии, не обязательно для этого выпускать структурные облигации. На кредитные ноты приходится 9% рынка, и 14% приходится на товары. Соответственно, инвестиции физлиц составляют в структурных продуктах 78%, а 22% приходится на доверительное управление.

Как вы знаете, по российскому праву выпустить облигацию без защиты капитала невозможно. Поэтому на «Московской бирже» есть продукты, которые выпущены по международному праву, имеют вторичный листинг — это примерно 28% всех структурных продуктов, и 53% структурных облигаций — это выпуски, сделанные компанией «BCS Structured Products Plc».

Средний портфель клиента, который покупает структурные продукты, по нашим вычислениям, составляет 6,8 млн рублей. Но это средний. Смею предположить, что у части клиентов портфели больше, и физические лица с меньшими портфелями тоже заинтересованы в таких интересных, хоть и содержащих риск, продуктах.

Какие проблемы, как мне кажется, мы должны решить, кроме, обозначенных Михаилом и Алексеем? Мне кажется, существует еще две части проблемы. Эти продукты должны очень быстро появляться. То есть, если возникает какая-то инвестиционная идея, ее нужно реализовывать очень быстро. С одной стороны, Московская биржа в своей части все, что могла, сделала: пакетные тарифы, общую согласованную структуру за исключением, грубо говоря, купона, подписание финальных документов за один день и не обязательно единственным исполнительным органом, очень быстрое рассмотрение этих документов на бирже. Но все равно у меня осталось впечатление, что такой продукт не может появиться на российском рынке быстрее, чем за два дня, а по большому счету, за три. И это то самое время, в которое данная идея может потеряться.

Вторая часть, на мой взгляд, завязана на налогообложение. Я уже сказала, что есть видимые наблюдателю продукты, вершина айсберга. Это бумаги, обращаемые на публичной торговой площадке, соответственно, финансовый результат физического лица может сальдироваться с его другими обращаемыми инвестициями. Но на рынке очень много продуктов не обращаемых, клиенты их с удовольствием покупают, но эта часть не сальдируется при расчете налогообложения. Мне представляется, что в этом направлении вопрос нужно немножечко продумать. Он, наверное, касается не только структурных продуктов. У нас не обращаемыми являются ОФЗН, например. Соответственно, мне, например, странно слышать со стороны наших клиентов запрос: «Допустите, пожалуйста, 500 структурных продуктов, которые есть в международном праве и которые покупают российские клиенты для того, чтобы можно было считать налогообложение по этим продуктам



вместе с обрашаемыми». Мне кажется, что эту границу тоже нужно пройти. Этим я бы, наверное, пока ограничила свой комментарий.

Алексей Тимофеев. Спасибо. Если есть желание поплодировать, не сдерживайте себя, поскольку есть чему. (*Аплодисменты*).

Тут упомянули две организации и выпускаемые ими инструменты. Считаю себя обязанным предоставить слово сначала человеку, представляющему одну упомянутую организацию, потом представителю второй компании. И хочу повторить вопрос, на который хотел бы, чтобы они в своем выступле-

нии поискали ответы. Прав ли я, думая, что мы будем свидетелями бурного развития этого рынка? Какого рода инструменты будут пользоваться спросом? Со стороны каких именно групп инвесторов, какие именно инструменты будут пользоваться спросом? Как избежать повторения истории вокруг ИСЖ? Согласны ли вы с тем регулятивным подходом, который описал Михаил Мамута, и которым следует НАУФОР как саморегулируемая организация, стандартизируя, паспортизируя информацию о сложных финансовых инструментах? Может быть, Костя, сначала ты? Прошу тебя.

Константин Шульга. Спасибо. В первую очередь, конечно, хотелось бы поблагодарить за возможность выступить на этой прекрасной площадке. Мне кажется, отличная традиция, нужно ее продолжать. Ну, и, мне кажется, отдельно стоит отметить диалог, который рынок успешно ведет вместе с СРО, с Центральным банком. Мне кажется, весь рынок очень позитивно оценивает тот диалог, в котором мы развиваем новые инструменты, это здорово. Даже многие европейские страны все-таки не идут по такому открытому пути. Поэтому здесь огромное спасибо

Центральному банку, ну и, может быть, Московской бирже...

Алексей Тимофеев. Я не могу помешать залу аплодировать, а Константину не могу помешать благодарить Центральный банк.

Константин Шульга. Конечно. Я считаю, да, это достойно аплодисментов. Коллеги, давайте поддержим. (*Аплодисменты*).

Анна сказала, что одна из наиболее важных вех в развитии структурных продуктов — это «time to market» — возможность быстро запустить и реализовать какую-то идею. Здесь, конечно, Московская биржа оказывает максимальную поддержку. Я уверен, коллеги, вы все это замечаете. И это здорово, нужно и дальше, мне кажется, продолжать развивать наши успешные взаимоотношения.

Теперь возвращаюсь к вопросу. Какие инструменты и какие перспективы? Я считаю, что рынок структурных продуктов за последние лет пять прошел в России огромный путь, но апсайд гораздо больше. Если взять тот инструмент, который уже сейчас имеется на рынке, то очевидно, что по мировым меркам инструменты с защитой капитала занимают меньшую долю в общем объеме рынка структурных продуктов. Но уже сейчас у нас этот рынок исчисляется триллионами рублей и продолжает бурный рост.

Мы считаем, что инструмент с защитой капитала — это очень удобный инструмент первого входа инвестора на рынок. Потому что он дает возможность поучаствовать в какой-либо инвестиционной идее, при этом не неся рыночный риск и не имея даунсайда. Инвестор понимает, что приобретает инструмент с гарантией возврата всех его средств. Здесь наша основная задача как эмитентов и как провайдеров этих услуг (о чем говорил Михаил) — работать над отсутствием мисселинга. Нужно во всех практиках раскрытия и стандартах про-

даж подсветить вариативность: чтобы клиент видел, какой исход возможен по итогу покупки и экспирации того или иного структурного продукта. То есть что важно? Важно показать и негативный, и позитивный сценарий.

Мы в Сбербанке эту практику активно применяем и считаем, что она очень хорошо влияет именно на количество удовлетворенных клиентов, у которых потом не возникает вопросов — а почему так вышло? почему та или иная идея не принесла дохода? Потому что мы изначально предупреждали (и логика была достаточно прозрачна для клиента, в первую очередь), что, если какая-то инвестиционная идея не срабатывает, то, соответственно, клиент получает обратно либо полностью весь свой депозит, либо еще какую-то гарантированную ставку поверх тела депозита. Это важная история, поэтому структурные продукты, мы уверены, будут развиваться больше и больше, опять же со снижением ставок. Этот тренд мы видим.

В плане новых инструментов одной из самых интересных категорий я бы назвал структурные облигации с кредитным риском. Это инструменты, которые по структуре риска не сильно отличаются от корпоративных облигаций, но при этом дают возможность инвестору и эмитенту монетизировать возникающие на рынке неэффективности. Тем самым зарабатывает и клиент, и эмитент этого структурного продукта.

Опять же подчеркну: если мы берем [для выпуска структурной облигации] эмитентов, чей риск вшиваем внутрь, и при этом берем их, например, из топ-5, топ-10 наиболее ликвидных, наиболее надежных компаний, то такие кредитные структурные облигации, на наш взгляд, можно предлагать и неквалифицированным инвесторам. Просто поскольку это инструмент с защитой капитала, с прозрачным кредитным риском того конкретного

эмитента, который вшит в структуру облигации.

С точки зрения тех практик, которые сейчас у нас сформировались в стандартах, есть тоже несколько комментариев.

Сейчас присутствует ограничение объемом 400 тысяч рублей по номинальной стоимости структурных облигаций, которое активно обсуждается. На наш взгляд, такое ограничение — это, наверное, излишнее подталкивание инвесторов к концентрации риска в определенных бумагах. Имеет смысл еще раз обсудить и, может быть, уменьшить этот порог, сделать его аналогичным условиям по другим инструментам, другим облигациям. Просто потому, что диверсифицированный портфель — благо для инвестора. Пусть он будет составлен из разных продуктов — и структурных, и неструктурных. Если у клиента в портфеле много таких инструментов, то вероятность получения дохода или, например, вероятность наступления негативного события, за счет диверсификации будет играть в пользу инвестора. Поэтому пороговое значение на уровне 400 тысяч, мне кажется, важно было бы пересмотреть.

Еще одна существенная мысль: стандарты продаж, наверное, в первую очередь должны включать вариативность. Мы этот опыт применяем теперь ко всем инструментам и видим, что он работает, количество клиентских жалоб снизилось просто в разы.

Вот такие мысли, такие комментарии. В целом наш прогноз по развитию рынка структурных продуктов таков: в ближайшие лет пять он может еще удвоиться, просто за счет того, что мы сейчас стоим на пороге дальнейшего снижения ставок, низкой базы и появления вот той части айсберга, о которой сказала Анна.

Уверен, все российские брокеры, эмитенты, все вообще компании нашего профессионального сообщества будут

очень рады заместить иностранные бумаги российскими — при достаточных регуляторных возможностях, при отсутствии ограничений для быстрого тайминга по листингу, по регистрации. И у нас для этого есть все шансы.

Анна Кузнецова. Удвоится или утроится?

Константин Шульга. Минимум удвоится.

Анна Кузнецова. Как-то не амбициозно. Я понимаю, что мы последние пять лет двигались от нуля, но даже с прошлого года и за неполный 2019-й рынок уже утроился.

Михаил Мамута. Хорошо делать сдержанные оценки.

Алексей Тимофеев. Подожди, не торопись.

Константин Шульга. Ну, за 3–5 лет, думаю, мы вполне можем увидеть результаты где-то между удвоением и утроением рынка. Я не уверен, что моментально пройдет замещение сразу всех инструментов, которые доступны в иностранном праве. Но хотелось бы верить, что это можно будет сделать скорее раньше, чем позже.

Алексей Тимофеев. Мы с Аней угадали перспективу того, что будет достигнуто миллионное количество индивидуальных инвестиционных счетов, поэтому и других вдохновляем. А это был амбициозный, мне кажется, прогноз, в котором я в какой-то момент успел разочароваться. А потом вдруг неожиданно стал свидетелем его осуществления.

В данном случае я не собираюсь скромничать. Думаю, что рынок структурных продуктов находится только в начале развития, потому что розничный инвестор только выходит на этот рынок. Константин говорил об этом: вчерашние депоненты ищут защиты, ищут диверсификации, и средства у них не очень большие, поэтому им нужно предложить правильный портфель. В этом смысле структурные продукты являются очень хорошим шагом. Помимо

ОФЗ, очень простого инструмента, они могут быть следующим шагом к более разнообразному инвестиционному продукту.

Я думаю, что не останется почти ни одной финансовой организации, которая думает о привлечении розничных инвесторов и при этом не думает над предложением структурных продуктов.

Пусть продолжит Эдвард.

Эдвард Голосов. Здравствуйте!

Спасибо большое организаторам — и Московской бирже, и НАУФОР — за возможность выступить. Я хотел присоединиться к коллеге Шульге, поблагодарить нашего регулятора за тот диалог, который идет в рамках рабочих групп по структурным облигациям — это и служба Михаила Валерьевича Мамуты, и департамент Елены Игоревны Курицыной.

Попытаюсь предложить свои варианты ответов на те вопросы, которые задали организаторы.

Итак, хотел бы предложить мой ответ на вопрос, в чем, собственно, состоит роль структурных продуктов, почему они востребованы, почему нужны. Если инвестор готов инвестировать на долгие сроки (10 лет, 15 лет, 20 лет), то что говорит финансовая теория? Что ему нужно брать самый диверсифицированный портфель. Что такое диверсифицированный портфель? Это определенная комбинация разных инструментов, составленная в соответствии с риск-профилем, которую надо просто держать, и все. То есть, если в компанию БКС придет инвестор и скажет, что готов инвестировать в очень долгую перспективу, до пенсии, готов дисциплинированно помещать в ценные бумаги часть своего дохода, то с ним ни про какие структурные продукты мы говорить не будем. Мы просто скажем: держи вот этот портфель до пенсии, и все.

Необходимость структурных продуктов, их преимущество возникает из-за того, что людям, в силу разных причин,

важно и нужно инвестировать на короткий срок. Потому что, когда инвестируешь в рынок на короткий срок, то имеешь дело с волатильностью. Рынок гуляет вверх и вниз.

Преимущество структурных продуктов в том, что они позволяют сделать продукты на короткие сроки инвестирования (один, два, три года) с разным уровнем риска, с различными уровнями защиты, с различными уровнями дохода (как фиксированным, так и не фиксированным), и с более прогнозируемым результатом, чем результат прямого пассивного краткосрочного инвестирования. То есть нет ничего, на мой взгляд, более опасного, чем предложить клиенту просто зайти в рынок на год. Мы же прекрасно понимаем, что результатом такого захода может быть плюс 10% и плюс 20%, а может быть минус 10% и минус 20%.

Человек, как правильно сказал Михаил Валерьевич, на основании начального опыта будет потом принимать дальнейшие инвестиционные решения. Если первый опыт не очень хороший, то, наверное, последующие решения будут понятны какие. Вот структурные продукты позволяют за счет своей гибкости делать продукты понятные и более предсказуемые, чем прямое краткосрочное инвестирование в рынок.

Российский инвестор в большинстве своем знаком только с депозитами и инвестирует в депозиты тоже на короткий срок (на год, на два, на три). Важно изменить эту парадигму, чтобы инвестирование происходило на 10 лет, на 15 лет. Потому что с течением времени доход растет линейно, как мы все знаем (здесь же в основном профессионалы собрались). Риск же растет не линейно, а как квадрат от времени. То есть чем больше я инвестирую на более долгий срок, тем у меня ожидаемый доход растет быстрее, чем уровень риска. И наоборот, когда инвестирую на короткий срок, то результатом будет чистая

волатильность рынка — плюс 1%, плюс 2%, минус 1%, минус 2%.

Вот здесь на слайде показаны инструменты текущей продуктовой линейки компании БКС: структурные продукты, разбитые по риск-профилям от самого низкого до самого высокого. И вы видите, что можно делать продукты с различными уровнями защиты. Один из самых наших популярных продуктов — продукт «Феникс». Есть «Фениксы» с защитой 100%. Для более рискованных клиентов есть более низкие уровни защиты — 95-й, 85-й, 75-й и так далее. В зависимости от уровня риска, который клиент готов принять, мы можем предложить продукты с разным уровнем защиты.

Сейчас, если мы каким-то образом уберем структурные продукты, то на рынке нет другого продукта, который мог бы заместить их, заполнить эту нишу.

Анна упомянула о нашей программе нот, листингованных на Московской бирже. Мы очень благодарны Московской бирже за ту помощь и поддержку, которую они нам уже пятый год оказывают. Наш первый листинг был в 2015 году.

Далее, в качестве ответа на вопрос, какой структурный продукт может быть популярным и почему, я хотел бы привести небольшую статистику компании БКС. Мы условно разбили наши продукты на четыре категории. Есть варианты продуктов с защитой, две категории: с фиксированным либо нефиксированным купоном. И есть более рискованные продукты, где защита условная — это кредитные продукты (Константин как пример приводил продукты, где встроены различные бонды). Объем выпущенных в 2019 году нот показывает, что спрос на них растет, — по крайней мере, у той небольшой части рынка, с которой мы работаем.

Я хотел проиллюстрировать простую идею: спрос во многом отвечает динамике рынка. В 2015–2016 годах

рынки росли более-менее нормально, как российские, так и зарубежные. Как только в 2017–2018 годах начались коррекции, сразу же увеличился спрос на продукты с защитой. В этом смысле, мне кажется, спрос будет на все продукты. Наша цель — предлагать всевозможные продукты. И уже в зависимости от состояния рынка у людей будет формироваться тот или иной спрос на те или иные продукты.

И, наконец, насчет того, каков правильный подход к регулированию. Говоря простыми словами, есть, наверное, два основных направления. Можно либо вводить различные запреты (частичные либо полные) для разных категорий инвесторов. Либо идти по пути, который используется в Европе и на других развитых рынках — это путь, который обозначен в директиве MIFID. Это выделение инструментов категории PRIIPs, раскрытие информации, КИДы и так далее.

Если идти по пути частичного и полного запрета, то плюсы очевидны: будет ноль жалоб. Если цель именно эта (ноль жалоб), то, наверное, запреты — правильный выбор. Но в плане предоставления инвесторам возможности инвестировать, сберегать на пенсию, на какое-то будущее для себя или для своих детей — это не оптимальный выбор. Как я уже сказал, если структурные продукты запретить, то ниша продуктов с различными уровнями защиты опустеет.

Каковы, таким образом, минусы запретительного подхода? Он дает инвесторам очень мало возможностей достичь инвестиционных целей. Если мы пойдем в основном по пути запрета, то многие инвесторы будут вытеснены в работу с «серыми» и «черными», то есть не регулируемые в российском поле провайдерами. Такие провайдеры найдут способ добраться до российского, плохо защищенного инвестора. А защита у него слабая потому, что он не будет знаком со структурными продуктами, поскольку они запрещены.

Если же идти по пути преимущественного раскрытия информации, то я полностью присоединяюсь к тому, что сказал коллега Шульга. Мы в БКС тоже предложили клиентам свою версию КИДов, раскрытия информации. Мы имеем возможность создать прозрачный регулируемый рынок структурных продуктов в России, в российском правовом поле. Тогда нам не нужно будет полагаться на иностранные коммерческие банки, на всех этих замечательных людей, которые хотят на нашем рынке только заработать. У нас будет собственный рынок, который мы сами будем наполнять и контролировать.

У инвесторов будет возможность сравнивать продукты различных провайдеров. И у инвесторов, что самое важное, будет формироваться инвестиционный опыт. Я совершенно присоединяюсь к тому, что сказал Михаил Валерьевич: нет сложных или простых продуктов, есть только опыт и знания. Нужно просто честно пойти по этому пути, дать инвесторам возможность формировать соответствующий опыт, узнавать структурные продукты, и тогда у нас в будущем будет существенно меньше проблем.

Конечно, недостаток этого подхода — дополнительная регуляторная нагрузка на провайдеров, связанная с раскрытием информации. Но все провайдеры, когда мы общаемся между собой, говорят, что, если будет принято решение идти именно по этому пути, они готовы нести нагрузку, потому что считают этот подход правильным. И, наверное, будут какие-то жалобы. Формата «ноль жалоб» в этом варианте не получится. Наверное, недовольные люди найдутся всегда. Но, на наш взгляд, в целом подход именно через полноту информации — это правильный и честный подход.

Все, собственно, что хотел сказать. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Спасибо, Эдвард. Михаил, буду признателен за комментарий.



Михаил Мамута. Да, спасибо. Добавлю буквально штрихи. Первое — про КИДы. Я бы сказал, что это суперважная история, если ее правильно реализовать. Чтобы КИДы достигали своей цели, они должны быть очень хорошо структурированы и они должны быть единообразны. Потому что иначе сравнивать их между собой розничному инвестору будет невозможно (если они будут исполнены в разной форме).

Поэтому Банк России исходит из того, что требования к форме КИДов, к раскрытию информации, к содержанию этой информации будут установлены,

может быть, сначала во внутренних, а потом в базовых стандартах СРО — для создания единообразного подхода. Регулятор в этом, естественно, будет принимать со своей стороны самое активное участие.

Опять же, может, не надо изобретать велосипед. А надо внимательно посмотреть на уже существующие документы и форматы (PRIIPs, второй MIFID и так далее). Мы наступим (или не наступим) на те же самые грабли, поскольку других граблей там особо не лежит, потому что находимся в очень схожей с Европой ситуации минус семь лет назад.

Второе — про квалификацию (имею в виду закон о квалификации розничных инвесторов). Я хочу еще раз повторить очень простой тезис. Это очень важная, в некотором смысле даже идеологическая установка. Квалификация — это не про запреты; это про правила продаж. И эти правила должны быть такими, чтобы исключить риск манипулирования, риск введения в заблуждение, риск неполного понимания сути инструмента и его рисков, чтобы дать инвестору тот продукт, который он понимает.

Основная проблема предшествующих лет и проблема миссинга связана

именно с непониманием инвестора, с введением его в заблуждение. И мы все, участники процесса, должны ровно в рамках завершения работы, которую сейчас активно ведем, прийти к общему пониманию того, как можно избежать этих проблем в рамках нового закона о квалификации.

И про подход, собственно, к структурным продуктам. Совершенно правильно было отмечено, что в Банке России есть специальная рабочая группа по структурным бондам, в ней лидирует Елена Игоревна Курицына, которая ведет большую работу. Мы тоже в ней участвуем.

К чему приводит даже наша, пока очень короткая, дискуссия? К пониманию того, насколько многообразен и разнонаправлен рынок структурных продуктов, из какого большого количества разных видов, подвидов, типов продуктов он состоит. И поскольку этот рынок сейчас находится на этапе очень быстрого развития, я хочу подчеркнуть одну важную мысль: нужно очень хорошо в нем разобраться. Мы в некотором смысле должны быть консервативными в предложении структурных продуктов розничному инвестору. Они действительно достаточно сложны, поэтому хочу настроить на содержательную и, может быть, не самую быструю дискуссию. Она, естественно, ведется, но насколько качественной она будет, насколько хорошо мы сможем спрогнозировать последствия, таков будет и результат. Это очень сильно повлияет на будущее. Я бы предложил не наступать на те же самые грабли.

Мы знаем, что такое репутационный риск, когда у значительной части масс-маркет сегмента формируется устойчивое негативное отношение к тому или иному слову или сочетанию слов (а структурный продукт — это очень широкое определение). Формирование такого отношения, безусловно, может оказывать не очень

хорошее влияние на развитие соответствующих сегментов рынка. Поэтому, с учетом всего сказанного, следует применять очень взвешенный подход, вести содержательную, серьезную дискуссию, смысл которой состоит в том, чтобы участники и сами могли понять, что именно находится внутри того или иного инструмента конкретно, и имели возможность избежать возможных проблем для розничных инвесторов.

Рынок интересный, мы это понимаем, и даже короткая дискуссия это подтверждает. Поэтому хочу всем пожелать успешной работы. Рынок будет развиваться, так что продолжим дискуссию во всех форматах, в которых уже работаем и планируем работать дальше.

Спасибо больше за приглашение. (*Аплодисменты*).

Алексей Тимофеев. Спасибо. Владислав, ты будешь следующим выступающим. Вопросы такие: будет ли этот рынок развиваться, каковы его опасности, как избежать повторения истории с инвестиционным страхованием жизни, есть ли основания такого повторения опасаться (на что обратил внимание, когда говорил про старые грабли, Михаил Мамута), какие инструменты будут предлагаться в ближайшее время?

Владислав Кочетков. Хотя слово «дискуссия» звучит, но дискуссии все-таки нет, прозвучала серия очень позитивных и благостных монологов. Со стороны коллег, которые являются активными провайдерами структурных продуктов, через три предложения слышу слово «запрет», то есть страх все-таки в них живет. Хотя я вижу, что регулятор настроен позитивно, и, на мой взгляд, он должен быть заинтересован в развитии рынка структурных продуктов. Если уж задача ЦБ — забота об инвесторе частном, особенно начинающем, то, в принципе, структурный продукт для такого инвестора, как правило, хорошее решение: это коробочка, которая в идеальном мире

диверсифицирована внутри, в нее уже зашит риск-менеджмент. И если начинающий инвестор покупает структурный продукт, особенно более-менее прозрачный продукт, который торгуется на бирже, то ему можно прямо по риск-профилю очень все хорошо подобрать. На мой взгляд, для регулятора это продукт идеальный, и вроде бы ЦБ сказал, что не будет его запрещать, так что рынок будет развиваться, развиваться активно. Удвоение несколько лет подряд, особенно в биржевой части, вполне реалистично, потому что сейчас совпадают два понятных момента. Во-первых, идет приток на рынок массового инвестора, без активного инвестиционного опыта, инвестора, который хочет купить депозитоподобный продукт. А структурный продукт именно в таком виде обычно и продается. Риск нулевой, доходность до какого-то уровня (в отдельных продуктах даже от какого-то уровня) более-менее понятна, можно заработать, точно ничего не потерять, срок инвестирования ясный. Причем срок действительно небольшой, большинство структурных продуктов, которые реально продаются, имеют срок до года. И я даже скажу, почему до года: в том числе, потому что многие брокеры, которые их продают, на три года продают ИСЖ за комиссию от страховых, а на меньшие сроки — свои структурные продукты.

В общем, первый фактор, который на рынке сложился, — это приход частного инвестора, для которого структурник — хороший продукт.

Во-вторых, продукт тоже имеет-ся, его качества участников процесса устраивают: он бы не продавался, если бы не был выгоден для брокера, для банка, для провайдера. В чем фишка структурного продукта, почему его активно продают и продвигают, почему Сбербанк и ВТБ, которые толком брокерские продукты никогда не продвигали, сейчас имеют в своих



приоритетах структурные продукты в разных форматах? Потому что в структурные продукты сразу защита высокая доходность — 5%, 7%, 10%. То есть, продав структурный продукт один раз, провайдер мгновенно получает доход, который сопоставим с комиссией, которую брокер получает от клиента за год, за два, а то и за три. Продукт мегавыгодный.

И вот тут, чтобы система была сбалансированной и правильной, чтобы мы действительно не ушли в тему ИСЖ, не хватает третьей составляющей — чтобы структурный продукт был выгоден не только провайдеру, но и клиенту, чтобы он был прозрачным.

Потому что в текущий момент, даже если говорить о биржевых структурных продуктах, — ну, вот я не уверен, что кипрская или еще какая-то иностранная компания действительно обеспечивает облигации, которые продает в составе портфеля ценных бумаг. Гарантий нет. А когда продукт внебиржевой, вы вообще не можете быть уверены, что брокер на ваши деньги купил какие-то бумаги.

В принципе, нормальная модель: брокер просто попользовался деньгами [клиента], кто-то поставил на рост индекса РТС, кто-то на его падение, половина инвестиций вышла в ноль, половина дала доходность 8%. Отличная

стоимость фондирования. Нехватка прозрачности на рынке структурных продуктов — это, на мой взгляд, один из больных моментов, с этим нужно бороться. То есть прозрачность, в том числе с точки зрения доходов, которые получает брокер (который где на внебиржевом опционе проскользнул, где еще чего), — все это должно быть видно, должно быть понятно.

И, конечно, структурный продукт, особенно продукт с кредитным риском, должен подбираться по риск-профилю. Кроме того, скорее всего, и механизм подбора сам по себе — не знаю, как, но должен меняться. Потому что структурный продукт — совсем другая тема,



чем-то похожая на рынок бинарных опционов.

Эдвард справедливо сказал, что прогнозировать рынок на три месяца, на полгода нельзя. Но в то же время брокер именно это говорит клиенту — ты вот на три месяца определись, будет ли индекс РТС расти или не будет. То есть мы продаем ему некую лотерейную тему. Поэтому некая механика подбора, больше даже консультационная составляющая — в структурике должна быть, эта тема должна развиваться. Сейчас есть перекося, этот перекося надо устранять.

Я уверен, что, если рынок не отрегулируется сам, то это сделает регулятор

своими нежными руками, и все будет хорошо. *(Аплодисменты)*.

Алексей Тимофеев. У нас в составе участников есть еще Ольга Шишляникова, но ее попрошу высказаться в конце, для того чтобы она могла подытожить все услышанное от наших спикеров. Дело не только в защите прав инвесторов (за что отвечает Михаил Мамута). Требуется своего разрешения еще очень многие регулятивные вызовы, которые стоят перед рынком структурных продуктов.

Но я бы хотел уточнить вот что. Влад, и, может быть, все остальные тоже поучаствуют. Апсайд, вознаграждение продавца, — вот, на мой взгляд,

самая большая проблема рынка ИСЖ. Почему эти продукты продавались, почему это было нужно страховщикам?

Владислав Кочетков. Они и сейчас продаются.

Алексей Тимофеев. Является ли это уже проблемой? Существует ли (в ближайшем будущем или в отдаленной перспективе) риск того, что предложение структурных продуктов на фондовом рынке пойдет по этому же пути?

Владислав Кочетков. В линейке большинства банков структурные продукты и ИСЖ и так соседствуют. Когда начинаешь общаться с банками насчет продаж, то первое, что говорит банк:

«Дайте мне структурный продукт, потому что мне платят за него 8% от продаж, мне нравится, отличный продукт».

Мы такого предложить не можем, у нас в линейке структурные продукты есть, но они развиты слабо. Потому что «черный ящик» нам совесть не позволяет продавать. А на нормальном структурном продукте (скажем, те же самые облигации и биржевой опцион без проскальзывания), — на нем можно заработать максимум 2% и космического вознаграждения банку предложить нельзя.

Да, на рынке существует вот этот немножко деформированный структурный продукт, в линейке банков он конкурирует с ИСЖ, в том числе по модели продаж. Основными мисселерами, безусловно, являются банки, и по мере того, как регулятор будет их регулировать... (Смех в зале). Нет, я не про инвестиционные блоки, я в целом про банки, потому что они продают структурный продукт как депозит, это ясно совершенно.

Соответственно по мере того, как регулятор будет делать банки более правильными, более лояльными клиентам, ориентированными не на наживу, а на заботу о клиенте, — вот как брокеры на это ориентированы (смех, аплодисменты), — ситуация будет меняться. Константин Шульга. Я хоть и представляю брокерское подразделение Сбербанка, но все-таки не могу не вступить в дискуссию. Я не уверен насчет характеристики, что банки — основные мисселеры. Мы все-таки основные селлеры, продавцы. Если лет пять-семь назад рынок структурных продуктов (в любых его формах) был еще достаточно диким, то сейчас, я уверен, он уже сформировался. У всех участников уже есть понимание, что делать такую же маржу, как лет семь назад, сейчас физически не получается. И это не нужно, потому что клиент должен на структурном продукте зарабатывать.

Все сидящие в зале (по крайней мере, на трибуне), усвоили этот урок и с этим знанием работают, — что клиент должен на продукте зарабатывать и быть счастливым.

Раскрытие конкретной цифры [стоимости комиссии при продаже структурного продукта] — тоже вопрос дискуссионный. Есть основания думать, что это не такой принципиальный момент, потому что у клиента нет бенчмарка. Мы в Сбербанке делали несколько исследований на эту тему, слышали отзывы клиентов. Допустим, человек всю жизнь вкладывал деньги в депозит. Если теперь ему говорят, что есть продукт, через покупку которого можно поучаствовать в какой-то инвестиционной идее и при этом потенциально (при позитивном развитии сценария) получить доход больший, чем по депозиту, — то для клиента уже не так важно, какая комиссия там вшита. Потому что нет общего бенчмарка, с которым он бы мог сравнить. Он может сравнить, например, коэффициент участия, или какой-то уже сейчас раскрываемый параметр. Мне кажется, стоит ориентировать на это.

Алексей Тимофеев. Дело, мне кажется, не в том, есть ли бенчмарк или его нет. Дело в том, почему предлагается именно этот продукт. Если клиент видит, что агент предлагает его потому, что продукт выгоден самому клиенту, то это важно для клиента. Думаю, конечно, не всякий инвестор может это оценить, но осторожный инвестор может на это обратить внимание. А второе, что очень важно, клиент должен знать, какая часть из предоставленных им средств финансовой организации в самом деле пойдет на покупку. На инвестирование.

Насчет того, что банки являются мисселерами. Думаю, Владислав имел в виду, что банки являются главными провайдерами структурных продуктов и производители в значительной

степени зависят от интереса к их продукту, продвижению их продукта. Поэтому банки, в общем-то, диктуют свои условия. И если финансовый производитель надеется на масштабное предложение своих продуктов, то он должен идти навстречу требованиям банка, для того чтобы банк включил его продукт в свою сетку продаж в перечень предлагаемых инструментов, поставив его при этом не на самое последнее место.

Эдвард Голосов. Алексей, я очень быстро хотел добавить. Согласен с Константином, что раскрытие комиссии — это вещь важная, и она хорошо сработала для ИСЖ, но это действительно не панацея. Мы все понимаем прекрасно, как делаются продукты типа ИСЖ, продукты с полной защитой: клиент, условно, инвестирует 100 рублей, из них 80 (опять же условно) уходит на покупку какого-то инструмента с фиксированной доходностью — в ОФЗ, в корпоративные бонды, куда угодно. За 3–5 лет (срок самого продукта) они дорастают до 100 рублей (условно) и, собственно, гарантируют сохранность капитала.

А что происходит с оставшимися 20-ю рублями? Из них выплачивается маржа провайдера (например, страховой компании), выплачивается комиссионное вознаграждение (допустим, банку), а на остаток нужно купить опцион с тем, чтобы обеспечить доходность на все 100 [рублей базовой инвестиции]. И если очень много платить, допустим, дистрибутору или провайдеру, то на опцион ничего не остается. Коэффициент участия, соответственно, будет очень низкий.

Так вот, экономика для простых продуктов с полной защитой работает именно так. Поэтому для них уровень комиссионного вознаграждения в каком-то смысле является показателем качества продукта. Хотя, как мы понимаем, не совсем.

А вот у других продуктов, например, — купонных продуктов, — такой

простой экономики нет. Нельзя вот так просто сказать, например, что провайдеру заплатили слишком большую комиссию, потому что провайдер такого продукта берет на себя риск. А если, к примеру, провайдер работает под ноль маржи просто потому, что хочет завоевать часть рынка? А если он финансирует эту операцию? А если он, как совершенно правильно сказал Алексей, идет в банковскую сеть, а в банковской сети ему говорят: «Дорогой, спасибо, что пришел. Но если ты мне не заплатишь 10% или 12% апфронт, то я с тобой работать не буду». Это типовая бизнес-модель, с которой провайдеру приходится сталкиваться. Если мы будем просто сравнивать, какие комиссии платятся, это не будет однозначным показателем, хороший продукт или плохой.

Мне кажется, нужен комплексный подход: нужно показывать, например, коэффициенты участия; или сравнивать разные продукты. Именно поэтому я говорил, что правильно пойти по пути раскрытия информации. Нужен прозрачный рынок, на котором и инвесторы, и сами банки могут сравнивать предложения от разных провайдеров и самостоятельно решать, что хорошее, а что плохое. (*Аплодисменты*).

Алексей Тимофеев. Мне тоже кажется, что решением является гибкий подход. Замечание насчет того, что вознаграждение может зависеть от типа структурного продукта, — очень верное. Гибкий подход позволяет предложить этот инструмент во всем его многообразии, не исключать возможность предложения хороших инструментов для самых разных групп инвесторов. Как только мы начинаем формулировать запреты, это всегда неловко выходит. Немало примеров этому. Когда мы заботимся о клиенте вместо него самого, мы его лишаем очень больших возможностей, на которые он мог бы рассчитывать.

Денис, пришла пора тебе присоединиться к нашей дискуссии.

Денис Спиридонов. Добрый день, коллеги! Большое спасибо организаторам, что пригласили на эту встречу. Хотел бы сначала парировать утверждение Влада относительно высоких комиссий на этом рынке.

Рынок за последнее время достаточно сильно изменился именно в части структурных продуктов, выросла достаточно серьезная конкуренция между брокерами и банками. И нужно честно сказать, что банки и брокеры все больше и больше поворачиваются лицом к клиенту в части раскрытия информации о комиссии, в части предоставления наилучших условий. Потому что сейчас приходится бороться за клиента в части предоставления ему наиболее интересных условий. Поэтому комиссия, о которой сказал Влад, является достаточно большой редкостью: думаю, у топ-5 брокеров таких цифр сейчас уже нет. А если мы говорим про продукты с защитой капитала, то там P&L (Profits and Losses statement) на данный момент измеряется не в процентах, а в десятых долях процента.

Второй важный момент, который хочется отметить: достаточно много участников сегодняшней дискуссии говорили про раскрытие информации. Да, несомненно, это очень важная часть регулирования, которая должна вступить в силу в скором времени, сейчас разрабатываются стандарты по предоставлению паспорта сложных финансовых продуктов.

Со своей стороны хотел отметить, что это отличная практика. Мы даже квалифицированным клиентам (которые работают с иностранными финансовыми инструментами, с иностранными структурными нотами) уже много лет в инициативном порядке готовим подобный документ. Он называется немножко по-другому, но по структуре практически полностью по-

вторяет предлагаемый сейчас в рамках внутреннего стандарта СРО паспорт сложного финансового продукта. В нем содержится вся важная информация, описанная доступным для клиента языком — когда, на каких условиях, по каким формулам происходят выплаты, какие основные риски клиент несет при инвестиции в данный продукт; описаны возможные позитивные и негативные исходы.

Более того, мы как брокер и банк с государственным участием, конечно, чувствуем ответственность за клиента, за адаптацию новых клиентов, обучение их на этом рынке.

С учетом цифровизации бизнеса сейчас основным каналом общения с клиентом для нас является мобильное приложение «ВТБ — Мои инвестиции». В этой части мы тоже проделали существенную работу. Например, если говорить про инвестиционные облигации ВТБ, которые по своей сути являются структурным продуктом со 100-процентной защитой капитала, — то мы по каждому выпуску таких инструментов готовим в мобильном приложении 5-6 слайдов с иллюстрациями. В доступной форме, чтобы клиенты, которые только делают первые шаги на фондовом рынке, могли понять, как работает этот продукт, могли понять риски получения/неполучения дохода в той или иной ситуации.

Поэтому, с нашей точки зрения, все предложения регулятора очень здравые, очень своевременные. В рамках рабочей группы, где обсуждается разработка критериев по предложению структурных облигаций для неквалифицированных инвесторов, Служба по защите прав потребителей играет очень значимую роль.

Алексей Тимофеев. Большое спасибо. Но у меня немножко другой, более скептический, честно говоря, взгляд на результаты работы группы. Как раз суть этой работы заключается в том, какие



исключения надо сделать из, в общем-то, запрета. Структурные облигации могут предлагаться, во-первых, квалифицированным инвесторам, и, во-вторых, лишь тем неквалифицированным инвесторам, которые соответствуют определенным критериям. Таким образом, это запрет до тех пор, пока критерии разработаны не будут. Хорошо бы эту работу завершить.

С другой стороны, законопроект о категоризации предлагает другой подход, что ли, к предложению такого рода продуктов. И очень трудно идти обоими путями, пользоваться и тем, и другим регулятивным приемом — и запретом для неквалифицированных

инвесторов с применением критериев, допускающих инвестирование для некоторых из них, и раскрытием информации в отношении тех немногих структурных облигаций, которые остались в категории разрешенных для инвестирования неквалифицированным инвесторам. Это немножко деформирует дискуссию и мешает ее завершению до завершения дискуссии о категоризации. Но я думаю, что мы должны найти способ этот спор финализировать, найти место для каждого из регулятивных приемов в отношении каждого из структурных продуктов.

Ольга, каковы регулятивные вызовы: какие меры регулятор откладывал,

а какие нельзя больше откладывать, поскольку структурные инструменты становятся массовым продуктом, создающим риски для индустрии, создающим риски для инвесторов?

Ольга Шишляникова. Время дискуссии почти истекло, и я в какой-то момент даже стала переживать, что не смогу сказать все, что хочу. Но тут выступил Владислав. Спасибо, он сказал многое за меня, поэтому у меня останется время добавить еще что-то.

С чего бы хотела начать. Я все-таки хотела бы напомнить о том, что два-три года назад многие из сегодняшних участников тоже присутствовали на какой-то конференции, где клейми-

ли ИСЖ. Все очень громко клеймили ИСЖ, рассказывали, какое оно плохое. Я помню ту дискуссию, сейчас она идет приблизительно в том же ключе: мы все говорим о том, что надо сделать. Но вот я никак не пойму, что же мешает раскрывать информацию уже сейчас, почему обязательно надо дождаться какого-то регулирования.

Вот я, например, сегодня с утра перед тем, как поехать на конференцию, полистала несколько сайтов наших профессиональных участников. Которые все, как один, предлагают структурные продукты. И там либо только бравурная информация о том, какие структурные продукты хорошие и что их обязательно надо покупать, а другой информации никакой; либо (второй вариант) такая же бравурная информация, но дальше надо долго-долго искать по сайту более подробную информацию, в том числе, о рисках, которые содержатся в этом инструменте.

Если мы говорим про розничных инвесторов (прямо ем сейчас хлеб Михаила Валерьевича), то розничному инвестору, который еще только переходит из депозитов к инструментам фондового рынка, этой бравурной информации, конечно же, недостаточно. Все выступающие сегодня в дискуссии сказали про то, что раскрытие информации для структурных продуктов — это благо. Многие коллеги добавляют, что у них уже есть документы, похожие на КИДы (которые разрабатывают сейчас СРО совместно со Службой по защите). Так если они у вас уже есть, — ну так выложите их на сайте, покажите эту информацию!

Во-вторых, я посмотрела некоторые КИДы. Даже мне как человеку, который не первый год работает на финансовом рынке, разобраться в этом КИДе — зачастую отдельная история и отдельная проблема. Его не получается просто прочитать и сразу все понять, нет, документ требует

вдумчивого размышления. Поэтому я не уверена, что наличие такого КИДа принесет большую пользу тем розничным инвесторам, которые приходят из вкладов.

Я не хочу сказать, что структурные продукты надо запретить, нет. Я считаю, что структурные продукты — это правильное направление. Но я также (об этом и Михаил Валерьевич Мамута, и Алексей Тимофеев говорили) за то, чтобы инвестор принимал разумное и взвешенное решение относительно приобретения таких инструментов.

Что регулятор видит со своей стороны, со стороны тех рисков, которые несут наши поднадзорные? Облигации — это одна история, у нее свои риски. Но мы видим, что профессиональные участники предлагают инвесторам не только облигации. Предлагаются как облигации, так и смешанные договоры. И здесь какие мы видим риски.

Ну, во-первых, конечно, правовой риск. Поскольку инструмент не определен, поскольку он не урегулирован, то возможно возникновение проблем, связанных с тем, как трактуется то или иное положение договора.

Во-вторых. Как правило, профессиональный участник получает все платежи на начальной стадии заключения такого договора. Но, опять же, как правило, структурный продукт содержит в себе производный финансовый инструмент. И если он внебиржевой, то мы все знаем, что судебной защиты по такому инструменту предоставлено не будет. Это плохо для клиента. В определенных случаях это может нести дополнительные риски также и для профессионального участника, который при возникновении проблем не сможет решить спор в рамках судебных систем, потому что эти инструменты [внебиржевые ПФИ] не подлежат защите.

В-третьих, налоговая составляющая. Там, на мой взгляд, возникает

огромный налоговый риск, потому что брокеры, которые предлагают структурные инструменты, выполняют функцию налогового агента. Им следует очень хорошо понимать, как такой инструмент должен налогооблагаться. Поскольку в случае, если брокер неправильно применит налогообложение к такому инструменту в отношении клиента, по клиентским доходам, то все проблемы, связанные с налоговой инспекцией, — это прямой риск данного профучастника. И он должен будет этот риск на себе нести.

Опять же, для клиента продукты со стопроцентной или с частичной защитой — это хорошо. Но в случае, когда такой инструмент выпускает профессиональный участник, то для него это, конечно, нагрузка на капитал. Поскольку вполне возможно, что профучастник денег не заработает (тут разные варианты могут быть), но клиенту он деньги должен будет отдать. Соответственно, регулятор должен будет это учитывать при расчете норматива достаточности капитала. И, поскольку структурные инструменты получают сейчас достаточно большое развитие, то, когда пройдет тестовый период, регулятор введет конкретный норматив, который надо соблюдать. При введении этого норматива регулятор еще раз посмотрит на порядок расчета данного норматива и, в случае необходимости, предложит учитывать тот риск на капитал, который связан с продажей структурных инструментов.

Что еще хотела отметить. Предлагаю такие инструменты, конечно же, надо помнить о том, чтобы предложение не стало инвестиционной рекомендацией. Потому что регулятор сталкивается с тем, что они предлагаются достаточно агрессивно: инвестору говорят, что структурные инструменты — это именно то, что надо. Грань между продажей и инвестиционной рекомендацией — очень тонкая, и главное, чтобы профучаст-

ники при продаже таких инструментов не заступали за эту грань, чтобы регулятор не мог квалифицировать их действия как инвестиционную рекомендацию.

Мы видим и негативную практику использования структурных продуктов. По разным направлениям. Сегодня больше говорили про брокеров, я скажу про доверительное управление — в виде некоего структурированного продукта, вклада с доходом, который зависит от некоего базового актива. Что здесь не нравится регулятору? Нам не нравится, когда в рамках доверительного управления такой инструмент предлагается следующим образом: «Мы возьмем у вас деньги в доверительное управление, проинвестируем вот в такой инструмент. Определите базисный актив, который будет лежать в основе». Я, если честно, вообще не понимаю, где здесь доверительное управление. Но при этом за такое предложение берется комиссия по доверительному управлению.

Далее. Регулятора несколько смущает (и мы будем думать, что здесь делать в рамках именно надзора за профессиональным участником) вопрос, инвестируются ли те средства, которые были получены от инвесторов, именно в те активы, которые были обозначены. Либо они были использованы так, как говорит Владислав. Это тоже вопрос, который требует дополнительного обсуждения.

Поэтому, подводя небольшой итог, я бы хотела призвать, конечно, развивать этот рынок. Но развивать его все-таки с учетом того, что мы перешли к более развитому рынку. И продажа структурных инструментов клиентам должна теперь действительно учитывать не только интерес профессионального участника заработать деньги, но и интерес клиента — получить доходность. И чтобы эта доходность не оказалась после завершения срока структурного продукта такой

же, как по ИСЖ, когда клиенты говорили: «Зачем же мы под это подписались, уж лучше дальше инвестировать путем размещения денег во вклады. По депозитам доход маленький, но зато хотя бы изначально понятно, каким он будет, а риски минимальны, особенно с учетом системы страхования вкладов».

Призываю к очень активной позиции со стороны именно профессионального сообщества с тем, чтобы мы как регулятор не стали писать регулирование, которое вы потом начнете клеймить.

Ну, а Алексею отдельное спасибо за то, что мне последней предоставил слово. Помните, как в известном телефильме: «Штирлиц знал: запоминается то, что было сказано последним». Вот он мне дал такую возможность. Спасибо. *(Аплодисменты)*.

Алексей Тимофеев. А я со своей стороны хочу, чтобы было понятно: эта конференция и наши обсуждения этого рынка — как раз свидетельство ответственности индустрии в своих отношениях с клиентами. И здесь мы не опаздываем. ИСЖ обсуждалось уже по итогам практического предложения этого инструмента клиентам. Сейчас, со структурными продуктами, мы забежали, и довольно сильно забежали, вперед. Спасибо ИСЖ за негативный опыт, будет пытаться его избежать.

Думаю, что до конца года мы сможем уже принять и тот, и другой стандарт — и стандарт инвестиционного консультирования, и стандарт о предложении финансовых продуктов, сфокусированный главным образом на предложении сложных продуктов. Причем утверждающих логику того самого гибкого регулирования, которое базировалось бы, главным образом, на раскрытии информации о качествах инструментов. Надеюсь, мы не опоздаем.

Уважаемые коллеги, на этом я должен завершить нашу сессию. Позвольте от

вашего имени поблагодарить спикеров, а от их имени — вас за внимание. Все только начинается, конференция в самом разгаре, возникшие вопросы вы сможете обсудить еще более детально на следующих сессиях. Спасибо вам большое. *(Аплодисменты)*. ■