

# Без законодательной травмы

В рамках состоявшейся 25 ноября 2019 года ежегодной совместной конференции НАУФОР и Московской биржи «Розничный инвестор» прошла панель «Ключевые регуляторные и технологические тренды в индустрии частных инвестиций»

Фотографии Павел Перов

Участники: Анатолий Аксаков (председатель комитета Государственной Думы по финансовому рынку); Юрий Денисов (председатель Правления ПАО Московская Биржа); Яна Пурескина (директор департамента финансовой политики Министерства финансов РФ); Сергей Швецов (первый заместитель Председателя Банка России).

Модератор: Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

**Алексей Тимофеев.** Добрый день, коллеги. Приветствую вас на ежегодной конференции «Розничный инвестор». Ее совместно проводят НАУФОР и Московская биржа; мы — я и глава Биржи Юрий Денисов — рады приветствовать вас. Именно Юрию Денисову хотел бы предложить начать нашу сессию с краткого обзора того, что происходит в сфере развития финансового рынка. В первую очередь, розничного сегмента финансового рынка, которому посвящена наша сегодняшняя конференция.

**Юрий Денисов.** Здравствуйте, дорогие коллеги! Спасибо большое, Алексей, за представление. Мы

подготовили небольшую презентацию о том, как видим ситуацию на фондовом рынке и с розничным инвестором. Думаю, что она будет интересна в плане цифр и фактов.

Давайте начнем с индексов. Индекс МосБиржи с 2015 года только растет (лишь в 2017 году было небольшое падение). За последний год, как видите, рост составил 25%, неплохо очень. А как выглядит наш рост на международных рынках, будучи номинирован в иностранной валюте? Мы видим, что Индекс MSCI вырос сильнее всех индексов, сильнее индексов и развитых, и развивающихся стран, — 33% роста, это очень неплохо.

Следующий слайд показывает, почему мы растем. У российских бумаг хорошая дивидендная доходность в силу того, что в лучшую сторону меняются и принципы корпоративного управления, и дивидендная политика компаний. Большую работу в этом плане проводил в последнее время и Центральный банк, и все инвестиционное сообщество. Мы видим, что дивидендная доходность на российском рынке в локальной валюте составляет сейчас 6,7%, а еще недавно была 7% с копейками.



На отечественном рынке присутствует большое количество высокодоходных акций. Поэтому интерес к российскому рынку сейчас велик — и у иностранных, и у локальных инвесторов.

Теперь смотрим, что происходит с частными инвесторами: тут имеет место рекордный приток. Еще на конференции в июне говорилось о том, что на Биржу приходит 100 тысяч новых физических лиц в месяц; сейчас мы видим, что приходит уже 150 тысяч. Реально появляется интерес к фондовому рынку. Понятно, что для этого много причин: и хорошие налоговые возможности, и понижение процентной ставки. Все это толкает инвестора идти на фондовый рынок. За

этот год пришел 1 млн 300 тысяч инвесторов, при том, что раньше приходило 100 тысяч инвесторов в год.

В акции Московской биржи в 2015-м году инвестировало примерно 4 тысячи инвесторов; сейчас у Биржи практически 61 тысяча инвесторов – физических лиц. Я думаю, что это показывает общую ситуацию тоже.

Еще одна цифра: за последнюю неделю было открыто 42 тысячи счетов ИИС. Иными словами, ускоряется приход новых клиентов и на этот рынок. Структура активов по ИИС подтверждает, что люди идут в акции. Мы видим, что 52% — это акции, 24% — корпоративные облигации и ОФЗ — 21%. На текущий момент на

этот рынок в основном приходят люди в возрасте от 25 до 45 лет.

Следующий слайд показывает, что люди, которые открывают счета ИИС, приходят в основном из регионов — 77%. Это говорит о том, что ИИС — большая программа, очень важная, очень интересная для всех, фактически общестрановая. Физические лица явно заинтересованы в ее продолжении.

Но хотя граждане России и открывают сейчас по 42 тысячи счетов в неделю, но в целом явно открыли их еще не очень много, фактически ИИС имеет 0,9% населения. Мы видим, что этот рынок будет расти и важно его четко понимать и прогнозировать. Следующий

график, тоже интересный, показывает ситуацию в разрезе «банки и брокеры»: через какого посредника в основном сейчас совершают сделки клиенты. Мы видим, что банки усилили свое присутствие на фондовом рынке, открывают много счетов, к ним приходит все больше и больше клиентов. У брокеров тоже продолжается рост, но умеренный.

Хочу еще один слайд показать перед тем, как мы начнем обсуждать все показанное. Это слайд о перспективах — куда дальше можно идти и каким может быть будущее. На графике серым обозначены объемы депозитов физических лиц [в общем объеме располагаемых личных финансов] в разных экономиках. Вы видите, что в Соединенных Штатах депозитов у граждан совсем немножко — 14%, в Бразилии — 19%, а в РФ — 65%. У российских физических лиц аккумулировано в сбережениях 30 триллионов рублей. Из них инвестировано в фондовый рынок только 5 триллионов рублей. Это при том, что капитализация российского фондового рынка сейчас составляет 48 трлн рублей. Это, кстати, тоже рекорд, за последние годы такого не было.

Вот, в принципе, то, что я хотел сказать для затравки нашего разговора. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Мне кажется, что этот обзор (мы делаем его из года в год) выглядит все более убедительным доказательством успеха усилий, которые мы предпринимали вместе, действуя дружно, — и государство, и Центральный банк, и Министерство финансов, и индустрия, и ее саморегулируемые организации. Однажды было решено, что для рынка важен интерес со стороны именно национального инвестора. После этого были приняты системные, сбалансированные решения — налоговые (связанные с налогообложением при долгосрочном владении, с налоговым вычетом для индивидуальных инвестиционных счетов), регулятивные, технологические решения (упрощение процесса идентификации, давшее возможность дис-

танционного открытия счетов и брокерских, и доверительного управления). Я думаю, что в этом контексте лежат и наши общие усилия по развитию деятельности инвестиционных советников. Все это, на мой взгляд, будет чрезвычайно важным для того, чтобы можно было рассчитывать на продолжение сформировавшейся тенденции в течение еще нескольких лет.

Спасибо Государственной Думе, которая нас поддержала в ключевой момент со всеми этими инициативами.

Но есть две темы, которые, мне кажется, было бы неправильно игнорировать на этой конференции. Я знаю, что Сергей Швецов собирается сфокусироваться на двух этих темах, в равной степени важных для обсуждения развития розничного сегмента фондового рынка. И хотел бы предоставить следующее слово ему, для того чтобы обозначить позицию Центрального банка по этим важнейшим темам.

Первая тема — это то, что мы называем категоризацией инвесторов, законопроект о требованиях к брокерам, оказывающим услуги розничным инвесторам, о том, какие инструменты какой из категорий инвесторов должны быть доступны. Еще одна тема, которая тоже уже некоторое время обсуждается, — не следует ли сфокусировать усилия на развитии индивидуальных счетов второго типа.

НАУФОР свои предложения на этот счет сделала. Теперь работа ведется на площадке Центрального банка и его мнение на этот счет является, на наш взгляд, ключевым.

Сергей, прошу высказаться.

**Сергей Швецов.** Коллеги, доброе утро!

Я продолжу тему ИИСов. Тут не хватает двух цифр. Первая — это соотношение объема средств на ИИСах, которые направляются в индивидуальное инвестирование, и средств, идущих в доверительное управление. Сегодня через счета ИИС 1/3 средств идет на ДУ, а 2/3 идут в индивидуальное инвести-

рование, что абсолютно нетипично для других рынков. Подавляющее большинство розничных инвесторов на разных рынках идет через схемы коллективных инвестиций или через схемы доверительного управления. У нас же «физики» предпочитают инвестировать сами.

Вторая цифра — а что, собственно, люди заработали. Потому что цель развития финансового рынка, которую мы всегда анонсировали и фиксировали при развитии финансового рынка, — это повышение уровня жизни наших граждан за счет использования инструментов финансового рынка. Если человек идет на рынок капитала, уходя из банковских депозитов, то, наверное, нужно иметь эмпирические доказательства, что это ему выгодно. Что можно заработать более высокую доходность, используя инструменты не сбережения, а инвестирования. Потому что вклад в банке — это инструмент сбережения.

Вот две мысли, они важные. Надеюсь, что на основе данных, которые есть у брокеров, есть у Московской Биржи, есть в Центральном банке, будет возможно, не открывая персональные данные владельцев счетов, получить соответствующую статистику, разбитую на группы. И, исходя из этого, дальше уже настраивать российское регулирование более зрячим образом.

Вернемся к истокам, чтобы понять, достигли мы цели или нет.

Первая цель — привлечение населения на фондовый рынок. Эту цель мы ставили, создавая ИИСы. Думаю, что здесь все идет очень хорошо. Год назад мы спорили, как будет расти рынок ИИС. НАУФОР был более консервативен, Центральный банк считал, что рост будет больше, в итоге рост превысил любые оценки. Понятно, что не все счета наполнены деньгами, понятно, что не все их владельцы активно инвестируют. Тем не менее, кросс-продажи банков сделали чудо: мы получили миллион с лишним индивидуальных инвестсчетов, и в следующем году, если все так пойдет, можем дойти до двух.



Вторая цель — повышение финансовой грамотности населения. Это очень важная задача, Минфин выделяет денежные средства через налоговые стимулы именно для того, чтобы привлечь население в эти инструменты. На российском рынке были неплохие годы в плане доходности по акциям (Юрий Олегович это показал), достигнуты хорошие результаты по смещению кривой ОФЗ вниз с пиков апреля 2018 года. Сейчас население должно стремиться немножечко усложнять свои стратегии, потому что по простым стратегиям оно получило хороший финансовый результат. Но это обязывает нас более правильно взаимодействовать с населением, объяснять риски, потому что

не каждый риск, который заново принимает инвестор, приносит ему счастье. Риском надо уметь управлять, а не только принимать его.

Ну, и третье — это привлечение длинных денег в экономику. Мы, конечно, далеки от выполнения этой задачи, пока объем средств на ИИСах не носит макроэкономически значимого характера, пока он на порядки меньше, чем инвестиции пенсионных фондов, страховых компаний, самих кредитных организаций. Но движение будет носить долгосрочный характер, если в долгосрочном плане эффект от инвестиций массово будет выше, чем эффект от банковских депозитов. Мне кажется,

профессионалы должны зарабатывать для частного инвестора больше, чем он сам, не обладая специфическими знаниями, навыками и поведенческими характеристиками. Однако в целом, наверное, мы все удовлетворены от того, что имеем сегодня.

Но где мы могли бы снимать избыточные барьеры или создавать дополнительные стимулы для того, чтобы эти деньги не просто приходили, но и оставались? Как можно переключать население со счетов типа А на счета типа Б? Мы договорились несколько лет не возвращаться к вопросу о пересмотре работы налоговых стимулов, вшитых в счета типа А. Тем не менее,





тип Б мы тоже хотим развивать, это длинные деньги, и люди не должны иметь внутренних стимулов их забирать.

Что, как видится, ограничивает развитие счетов типа Б? Во-первых, лимит в 1 миллион рублей, которые можно внести в течение года. Кроме того, невозможно открывать счета у разных провайдеров, которые (с точки зрения самого клиента) лучше делают отдельные формы работы. Один провайдер хорошо дает доступ к собственно торговле, у второго провайдера хорошо организовано доверительное управление и финансовое консультирование и так далее. Но сегодня человек не может диверсифи-

цировать свои накопления на ИИС, он должен раз и навсегда, как практически в браке, выбрать себе провайдера и с ним жить, пока жив сам ИИС. Отношения умрут только в день, когда он этот ИИС закроет.

Вот эти три главных ограничения и есть предмет нашего обсуждения для дальнейшего развития счетов типа Б.

ИИС не похож на пенсионный счет, где человек делает выплаты для того, чтобы получить их только на пенсии. Это немножко другой продукт, он предполагает возможность реализовывать не только долгосрочные, но и краткосрочные и среднесрочные задачи, связанные с улучшением качества жизни.

Как Банк России предлагает увеличить ежегодный размер взноса на ИИС? Я не могу обсуждать налоговые стимулы, их дает Минфин. Но мы предлагаем, если человек не использовал лимит пополнения счета за предшествующие два года, давать ему возможность использовать эти лимиты совокупно в текущем году. Более того, если человек получил вдруг большую сумму (для кого-то это премия, для кого-то продажа недвижимости, получение наследства), то может задействовать не только лимит назад, но и лимит вперед, то есть истратить в 2019 году лимит за 2021-й и 2022 год. Логично не резать эту сумму на куски, а сразу

положить ее на ИИС и дальше уже инвестировать.

Ну и, если человек вдруг изымал с ИИСа денежные средства, то 50% того, что он изъял, наверное, можно разрешать положить обратно. Мало ли, какая была жизненная ситуация: в моменте понадобились деньги, а через три месяца кассовый разрыв закрыт. Условно говоря, человек оплатил новую квартиру, но затем продал старую и может хотеть продолжить инвестирование. В этом случае 50% от того, что он снял за последний год, добавляется к базовому миллиону. В итоге получается неплохая сумма.

Запрет на открытие одного ИИСа. Каким может быть решение в этом вопросе? Тут сделаю отступление и скажу о сроках подготовки соответствующего законодательства. Я думаю, что мы не управимся в весеннюю сессию: есть три противоположных варианта законопроекта, эта дискуссия технологическая, ее предстоит пройти. Поэтому либерализация количества ИИСов — это тема осенней сессии следующего года. Все остальные предложения вполне можно принять уже весной.

Итак, вариант решения — делается основной ИИС и вокруг него открываются дополнительные, имея в виду, что основной держатель ИИСа ведет налоговый учет всей совокупности счетов. Вариант второй — когда каждый год можно открывать новый ИИС в другом месте. Ну, и вариант третий — человек может открывать несколько ИИСов, но при этом возникает некий администратор, который собирает всю эту информацию, обобщает ее и управляет отчетами перед налоговой инспекцией. Этим администратором может быть сам ФНС, а может быть центральный депозитарий, который сейчас готовится стать регистратором финансовых транзакций и администратором по пенсионным историям.

Эту дискуссию нам предстоит пройти с точки зрения эффективности, с точки

зрения понятности для населения и с точки зрения влияния на конкурентную среду, а мы здесь за развитие конкуренции.

Изъятие средств со счета владельцем. Мне кажется, это простая история: все, что положено на ИИС за пределами последних трех лет, точно может быть изъято владельцем счета без каких-либо проблем.

Второй момент — изъятие со счета в тяжелой жизненной ситуации. Сейчас объявлены каникулы по ипотеке, реализуется еще несколько важных инициатив, когда человек в тяжелой жизненной ситуации может воспользоваться возможностями, которыми в обычной жизни ему воспользоваться можно только со штрафом.

И третий вариант. Мы предлагаем, если вдруг так получилось, что человек решил войти в ипотечные отношения с банком и ему нужно сделать первый взнос на ипотеку, то ИИС второго типа может быть полностью и без ограничения истрачен на этот взнос, без каких-либо санкций налогового типа со стороны министерства финансов.

Может быть, в ходе обсуждения этого закона возникнут еще какие-то идеи, но вот эти пункты, мне кажется, сильно улучшают экономику ИИС типа Б.

Второй вопрос — это статус квалифицированного/неквалифицированного инвестора. Он связан с первым вопросом. Мы бы достаточно долго не трогали законодательство о квалифицированных/неквалифицированных инвесторах, если бы не проекты ИИС. Потому что проект ИИС означает, что на рынок массово приходят неподготовленные люди: они никогда не работали на рынке капитала, они привыкли использовать инструменты, которые типичны для сбережения, а не для инвестиций. Избыточное инвестирование или сохранение денежных средств через инструменты сбережений является неэффективным как для экономики (которая не получает длинных денег), так и для самих людей (ко-

торые недополучают доходность, будучи слишком консервативны).

Мы поэтому приветствуем, что люди приходят на фондовый рынок. Но к людям надо относиться бережно: они должны проходить свои университеты step-by-step, не должны вовлекаться в слишком сложные истории. Поэтому есть, как я уже говорил, два пути. Первый путь — это доверительное управление (будь то коллективные инвестиции или индивидуальное доверительное управление), думаю, что через два-три года состоится институт финансовых консультантов. Второй путь — частное инвестирование, где человек принимает решения сам, на свой страх и риск. К сожалению, пока последний вариант доминирует. Говорю «к сожалению», потому что здесь будет много разочарований: принятие рисков дает результаты, только если имеются соответствующие знания.

Два года назад регулятор вместе с рынком начал обсуждать, как ограничить риски граждан при вступлении в контакт с рынком капитала, особенно если речь идет о плече либо о действительно сложных финансовых инструментах. Цель законопроекта — создать систему, которая позволит неквалифицированному инвестору не приобретать избыточные риски, если он того не желает, причем настойчиво не пожелает.

Кто, собственно, будет тем субъектом российского рынка капитала, который будет встречаться с физическим лицом и выполнять особенные процедуры, которых требует законопроект о работе с неквалифицированным инвестором? Таким субъектом будут брокеры, форекс-дилеры, доверительные управляющие, управляющие компании, оператор инвестиционной платформы.

Мы не против, если внутри группы брокер разрешит передавать определенные процедуры на аутсорсинг другим компаниям группы: финансовому советнику или в банк. Но при этом ответственность все равно должна оставаться

на самом брокере, потому что аутсорсинг — это решение брокера, и брокер должен нести ответственность за качество такого аутсорсинга.

Мы предполагаем, что первая волна реформы будет касаться исключительно физических лиц. Регулирование юридических лиц — следующий этап, который мы будем обсуждать, думаю, даже не в следующем году. Но он тоже назрел, с учетом ряда судебных разбирательств по деривативным транзакциям между банками и компаниями, которые мы видели в предыдущие годы и где речь шла о том, можно ли признавать юридическое лицо квалифицированным инвестором.

Категоризация инвесторов производится очень просто: все, кто не прошел процедуру категоризации, являются неквалифицированными инвесторами. Если же гражданин прошел процедуру категоризации и было принято решение, что его можно признать квалифицированным инвестором, тот он получает совершенно другой статус: статус квалифицированного инвестора.

Кто такой квалиинвестор? Это человек, который либо имеет доказательство своих знаний в виде сертификата, либо эти доказательства вытекают из опыта его работы в определенной должности в финансовом секторе (не только Российской Федерации), либо который в свою пользу совершал не менее двух лет операции на российском финансовом рынке, либо человек, который имеет достаточно много денег.

Этот подход очень забавен, потому что само по себе богатство не означает наличия квалификации. Но богатый человек может себе позволить нанять эдвайзеров, может оплатить свое обучение, и, в конце концов, ответственность за собственность несет собственник. Если человек имеет большие деньги, то даже если он их проиграет, это не будет столь критично, как если бедный человек проиграет последнее. В этом смысле богатый имеет больше права рисковать своими деньгами. Регулятор поставил

[для получения статуса квалифицированного инвестора] маленькую планку (сравнительно с международным опытом): 10 млн рублей. Это чуть больше, чем сейчас (сейчас 6 млн рублей). Мы считаем, что быстрый приход к международным стандартам может навредить этому институту, отсекая от рынка людей, которые достаточно подготовлены, но не обладают большими денежными средствами. Создание больших баз данных, анализ операций физических лиц поможет нам через несколько лет, анализируя статистику, калибровать показатели более зрячим образом.

Философия законопроекта устроена очень просто: все инструменты делятся на две части. Неквалифицированному инвестору доступны только те инструменты, которые не ограничены в обороте. Те инструменты, которые прямо выпускаются для квалиинвестора, будут доступны только квалифицированному инвестору.

Дальше те инструменты, которые не ограничены в обороте, делятся на две части: доступные после тестирования и доступные без тестирования. 95% инструментов, которые сегодня потребляются российским неквалифицированным инвестором, смогут быть ему доступны по-прежнему без какого-либо тестирования: это акции и облигации, входящие в котировальные списки; это облигации, не входящие в котировальные списки, но имеющие определенный уровень рейтинга; это биржевые инструменты коллективных инвестиций (паи интервальных фондов, открытых фондов). Коллеги нас уговаривают (наверное, мы с этим согласимся) разрешить еще и паи фондов, которые соответствуют требованиям UCITS (это простые фонды, обращающиеся на организованном рынке). Остальные инструменты будут доступны через тестирование.

Что такое тестирование? Тестирование — это несколько вопросов, которые задаются инвестору в целях выявления уровня понимания инстру-

ментов, которые он покупает. Если тест показывает, что инвестор понимает данную категорию инструментов, то он дальше приобретает их всю свою сознательную жизнь, пока самому не надоест, уже без тестирования. Если же тестирование показывает, что он не понимает, о чем идет речь, то в этом случае у него есть выбор — либо отказаться от данного инструмента, пройти курсы и идти на повторное тестирование; либо топнуть ногой и сказать «да, я не понимаю, что покупаю, но мне так хочется это купить, что я готов к приобретению данного инструмента, пусть и непонятного». В этом случае брокер будет иметь право выполнить данное «последнее слово» клиента в рамках 50 тысяч рублей на одно поручение.

Но есть один нюанс. На прошлой неделе мы закончили работу над Кодексом этики, этот кодекс в значительной степени построен на международных подходах, и мы как регулятор вместе с саморегулируемыми организациями будем приветствовать его внедрение в провайдерах финансовых услуг. Если брокер не может выполнить «последнее слово» клиента по этическим соображениям, то клиенту будет сказано: да, ты имеешь право на «последнее слово», но брокер тоже имеет право отказать тебе в его выполнении; мы здесь эвтаназией не занимаемся. Хочешь получить эту услугу — должен искать нового брокера, который все-таки согласится выполнять такое поручение.

Этика идет несколько дальше законодательного установления. Поэтому у брокера, в силу внедрения этических стандартов будет не только критерий — удовлетворять ли «последнее слово» человека, который не понимает, что покупает. Брокер дополнительно получит возможность анализировать, насколько такой инструмент действительно нужен клиенту, насколько его статистика проведения торговых операций показывает, что человек делает сделки себе во благо. Если человек приходит на рынок Форекс

для того, чтобы получить адреналин и заявляет в качестве цели инвестирования острые ощущения, — ну, милости просим. Но если человек все-таки приходит на рынок для того, чтобы получить материальную выгоду, то брокер должен ему помогать, обращать его внимание на потери, которые он несет в силу недостатка знаний.

Не буду сильно внедряться в детали законопроекта. Мы практически договорились с брокерским сообществом (остался пяток разногласий), и мы практически договорились с теми, кто защищает интересы инвесторов. Гэп касается двух-трех ключевых историй. Эти истории связаны с пресловутыми иностранными ценными бумагами. Мы исходим из того, что неквалифицированному инвестору после тестирования должны быть доступны только ликвидные ценные бумаги. Потому что купить-то легко, а вот что потребитель будет делать, если бумага неликвидна, с каким спрэдом ее продаст — это вопрос.

Третье наше разногласие касается переходных положений, вступления в силу этого закона. Я надеюсь, что Государственная Дума, как всегда, примет мудрое, взвешенное решение по этим моментам, и закон будет принят.

Мы согласны, что должен быть отведен достаточно большой период на то, чтобы СРО сделали стандарты тестирования. И должен быть отведен достаточно большой период на то, чтобы брокеры и другие участники запрограммировали тестирование в своих бизнес-моделях. Мы, конечно, далеки от мысли, что тестирование будет носить физический характер: это будет электронное взаимодействие, нормальный роботизированный процесс, который надо внедрить. Полтора года, с нашей точки зрения, это минимальный срок, который нужен для того, чтобы все прошло гладко.

И важный момент — последствия. Если все-таки брокер нарушил требования к тестированию, нарушил

требования к «последнему слову», то у потребителя будет возможность пойти в суд и взыскать с брокера все убытки, которые он понес в результате сделок, совершенных пусть даже и по своей инициативе, но с нарушением процедурных вопросов. И брокеру в суде придется доказывать, что процедурно не было нарушений. Этот момент призван дисциплинировать брокеров и убирать из практик моменты, которые уничтожают дух закона, сохраняя букву.

Еще коротко скажу о Кодексе финансового аналитика. Мы закончили его разработку. Но хочу сказать, что эта работа покрывает и публичных аналитиков, которые поддерживают те или иные ценные бумаги, дают по ним комментарии, делают прогнозы относительно потенциала роста и так далее. Надеюсь, именно внедрение этических стандартов позволит обеспечить «физикам» комфортную среду обитания на рынке капитала и даст им возможность действительно зарабатывать больше, чем они получили бы, оставаясь в рамках депозитных операций кредитных организаций. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Сергей, спасибо большое. Мне трудно оставаться просто модератором. Как представитель индустрии, которая спорит с регулятором по поводу этого законопроекта, перечислю эти четыре или пять разногласий, которые у нас с Центральным банком пока остаются. Вначале соглашусь с тем, что их осталось не так много, чтобы нельзя было договориться. Но они важны. Нам довольно трудно дается договоренность по поводу этих немногих оставшихся разногласий.

Первое. Ценные бумаги, обращающиеся на бирже, но не входящие ни в один из котировальных списков, как нам кажется, должны быть доступны неквалифицированным инвесторам без тестирования. На самом деле большая часть бумаг, доступных неквалифицированным инвесторам сегодня, это именно биржевые, но внесписочные ценные

бумаги. Цена вопроса — тысяча бумаг на Московской бирже вне списка, плюс к 880 бумагам в первом и втором списке, и тысяча иностранных бумаг на Санкт-Петербургской бирже. Нам кажется, что так же, как и по MiFID, эти бумаги могут быть доступны неквалифицированным инвесторам без специального тестирования.

Второе. Действительно, в плане тестирования сделан хороший шаг вперед, брокеры должны тестировать понимание клиентом инструмента и связанных с ним рисков. Спор лишь о круге инструментов, которые должны такому тестированию подчиняться.

В ходе дискуссии появилась мысль о том, что внебиржевые производные финансовые инструменты могут быть доступны только квалифицированным инвесторам. Это неправильно, потому что в эту категорию входят структурные продукты. И если есть общее решение — тестирование, то, на наш взгляд, тестированию должно подчиняться предложение любых структурных продуктов, таких, например, как инвестиционное страхование жизни. Если есть общее решение, давайте его в законопроекте зафиксируем. Нужно избежать регуляторного арбитража, когда инвестиционное страхование жизни было бы освобождено от всех требований, которые мы сегодня формулируем для индустрии посредников, а посредники бы восприняли всю тяжесть регулирования уже сейчас.

Дискуссия о сумме в 10 миллионов — много это или мало — зависит от того, какой круг инструментов будет позволен неквалифицированным инвесторам. Если неквалифицированным инвесторам не будут позволены внебиржевые производные финансовые инструменты, в том числе структурные продукты, — то это слишком большая цифра. Если речь идет о доступе неквалифицированных инвесторов к таким инструментам, то мы согласны, может быть, даже с повышением границы между квалифици-





рованными и неквалифицированными инвесторами. Тестирование и проводится для того, чтобы инвесторы отдавали себе отчет в том, что они приобретают.

Внебиржевые производные финансовые инструменты должны быть доступны? Конечно же. Планка на уровне 10 миллионов рублей лишает возможности доступа к таким инструментам слишком многих инвесторов.

Инвестиционные советники. Здесь сделана очень хорошая попытка в виде такой юридической конструкции, как поручение. Будут инвестиционные советники, которым брокер доверяет. Почему бы не отдать на усмотрение инвестсоветника решение о том, следует

ли проводить тестирование или нет, в зависимости от того, доверяет брокер инвестиционному советнику или нет. В этом случае он так же, как в случае с поручением, не будет освобождаться от гражданско-правовой ответственности за проведение тестирования. Почему бы не сделать этот шаг навстречу индустрии инвестиционных советников?

Мы почти уверены в том, что по крайней мере для инвестиционных советников в составе единой группы, где советник взаимодействует с брокером, это было бы хорошим решением. Давайте отложим окончательное решение на этот счет до оценки того, как хорошо работает индустрия финансовых

советников. Но если мы не освобождаем брокера от ответственности за то, что будет сделано советником, то почему бы не дать ему на усмотрение решение соответствующего вопроса?

Переходные положения. Я уже увидел хорошее движение вперед, мы близки к тому, чтобы договориться по этому поводу, мы готовы это обсуждать. Не так много пунктов осталось согласовать, давайте их согласуем тоже, и тогда рынок не будет возражать против этого законопроекта. Думаю, больше не будет препятствий, если мы договоримся по оставшимся трем или четырем позициям.

Ну, может быть, еще возникал вопрос, следует ли обусловить доступ к ино-

странным ценным бумагам включением их в специальные индексы, предусмотренные Центральным банком. Давайте это обсудим.

**Сергей Швецов.** Практически все так, но есть одно лукавство. Сделки с внебиржевыми производными с «физиком» сегодня являются сделками «пари».

И, собственно, претензии регулятора не столько про сложность, сколько про то, что вовлекать неквалифицированных инвесторов в истории, где они не могут иметь судебной защиты против сильных провайдеров финансовых услуг, — неправильно. Поэтому пока внебиржевые ПФИ будут оставаться сделками «пари», мы не готовы соглашаться с тем, что некавалинвесторы будут их делать.

Про брокеров я сказал. Я не против агентской схемы, еще раз говорю. Если ответственность остается на брокере, то пусть хоть «Спортлото» поручает этим заниматься.

**Алексей Тимофеев.** Я и соглашусь, и не соглашусь с подходом, связанным с судебной защитой. Получается нелепая ситуация: гражданам отказывают в судебной защите и на этом основании не дают им доступа к инструментам. Если вы, в нарушение запрета на предложение финансового инструмента его, тем не менее, гражданину предлагаете, то почему гражданин должен быть наказан за это и лишен судебной защиты?

Между тем, мне кажется, здесь решение есть: мы же за судебную защиту. Давайте здесь же, в этом законопроекте, предусмотрим судебную защиту для всех производных финансовых инструментов подобно тому, как это было сделано для форекс-дилеров. Вряд ли кто-то в индустрии будет против этого возражать. И позволим, при условии тестирования, приобретать такие инструменты. Может быть, дадим Центральному банку возможность ограничить круг таких инструментов, но вовсе запрещать их для неквалифицированных инвесторов, — это неверно. Давайте введем судебную защиту, дадим возможность

получать доступ к таким инструментам через тестирование, и, может быть, через полномочия Центрального банка вводить дополнительные ограничения для некоторых инструментов.

**Сергей Швецов.** Еще раз, опять черт кроется в деталях. У форекс-дилеров физическое лицо не обязано платить маржинальные взносы, у него не возникает безусловной обязанности доплачивать более того, что есть на залоговом счете. Вот если мы готовы (это надо посчитать, посмотреть) вводить судебную защиту по модели форекс-дилеров, — это возможный вариант. Там физическое лицо не сможет уйти в минус по производным инструментам. Он может потерять то, что инвестировал, условно говоря, в конкретной нише, но в обратную сторону это работать не будет. В таком варианте, наверное, имеет смысл пообсуждать.

Но еще раз говорю: жизнь длинная и закон мы будем менять еще не один раз. Я бы не хотел, чтобы эти сложные истории привели к тому, чтобы закон переехал на 2020 год. Мы его обсуждаем два года, дообсуждались до того, что разногласия носят миллиметровый характер по четырем-пяти пунктам. Надо теперь закон принимать, и будет пять лет до его вступления в силу, чтобы зачистить то, что требует либо изменения ГК, либо большой дискуссии. Потому что под инвестиционное страхование жизни требуется изменение Гражданского кодекса. Делать это одновременно означает, что мы еще год-полтора будем жить с непринятым законом.

Поэтому я еще раз говорю: надо собраться у Анатолия Геннадьевича [Аксакова], все это дело обсудить и поставить на обсуждения точку.

**Алексей Тимофеев.** Ведь ИСЖ не запрещен для неквалифицированных инвесторов, а это структурный продукт, включающий в себя производный финансовый инструмент. Он является внебиржевым производным финансовым инструментом. Давайте продолжим обсуждение. Это откроет возможность для

принятия закона в отношении всех тех позиций, о которых мы договорились.

Я думаю, что участникам конференции важно знать, в каком месте нашей дискуссии мы находимся, и многие из них здесь именно поэтому. Если мы сможем ввести в этом законопроекте судебную защиту, если мы с этим согласны (а я согласен с теми экспертами, кто считает это возможным), то давайте это сделаем и продолжим дискуссии. Продолжим дискуссии о том, не следует ли впоследствии закрутить гайки сильнее.

Да, и хотел сказать по поводу ИИС. Хотел бы поддержать все, о чем говорил Сергей относительно индивидуальных инвестиционных счетов типа Б. Конечно же, увеличивать сумму взноса на ИИС типа Б важно. Потому что, по нашим расчетам, в трехлетней перспективе экономика счетов типа А и счетов типа Б сравнивается. А если мы увеличиваем сумму инвестиций в 2-2,5 раза, то через три года экономика счета типа Б становится более выгодной, чем экономика ИИС первого типа. Если люди будут предпочитать ИИСы второго типа, то мы решим сразу много задач.

Анатолий Геннадьевич, вам предстоит добиться компромисса на вашей площадке, и я бы хотел, чтобы вы подытожили нашу дискуссии.

Яна, прошу тебя.

**Яна Пурескина.** Коллеги, добрый день! Спасибо за слово. Начинаю с ИИСов. Сергей Анатольевич сказал о том, что ключевые задачи, которые мы решаем посредством ИИС, — это длинные деньги в экономику, это приток инвесторов на фондовый рынок. Но еще одна ключевая задача, которую мы решаем через ИИС, — это доверие инвестора к инструментам подобного рода, которые только-только начинают развиваться. Надо, чтобы этот инструмент вошел в рыночный обиход без сбоев, без явных мошеннических схем, с объективными преимуществами для потенциальных инвесторов. Чтобы он смог развить индивидуальную культуру инвестирования,

которая до сих пор массово не сформировалась, надо это признать.

Минфин — за развитие этого инструмента, и, конечно, надо говорить о рассмотрении увеличения лимитов. Я согласна и с предложениями изучить предоставление возможностей частичного изъятия, тем более что уже есть примеры, связанные с жизненными ситуациями, по другим финансовым сценариям. Наверное, правомерно говорить и о существовании нескольких счетов, и думать об иных преимуществах, в том числе налоговых, чтобы культивировать этот продукт, давать ему развитие и тем самым разворачивать экономическую модель от сбережения в инвестиции.

Интересно прозвучало в презентации Сергея Анатольевича, что 2/3 общего числа счетов ИИС — это частные инвестиции и только 1/3 идет через доверительное управление. Но этот факт требует анализа, на мой взгляд. Может быть, высока стоимость услуг индустрии доверительного управления? Может быть, нужно посмотреть на тарифную политику? Потому что, конечно, для формирования массового инвестора профессиональное управление имеет большое значение.

Конечно, хотелось бы видеть, сколько люди заработали, дают ли инвестиции выгоду сравнительно с депозитами.

Ну, и если говорить о существовании ИИСов первого и второго типа, то, наверное, сегодня оба эти продукта имеют право на существование. Я бы развивала ИИС второго типа в параллели, не ставя вопрос о запрете первого, потому что у счетов типа А есть результаты, и продукт надо лелеять.

Теперь к вопросу о квалифицированных инвесторах. Это системная реформа, и сейчас, по истечении двух лет, мы существенно продвинулись в подходах и приблизились к хорошему решению.

Мне казалось бы, что ключевым в разделении между квалифицированным и неквалифицированным инвестором должно быть все-таки тести-

рование, то есть понимание человеком продукта и риска, связанного с ним. В этом смысле институт инвестсоветников, наверное, даже глубже сможет оценить это знание. Поэтому здесь я бы согласилась с Алексеем, что вполне можно отдать брокеру право вместо тестирования принимать рекомендацию инвестсоветника.

Коротко по разногласиям, которые остаются. Мне тоже казалось бы, что можно отойти от привязки к котировальным спискам и использовать подход собственно допуска бумаг к организованным торгам.

Внебиржевые ПФИ. Я бы допустила ограниченное количество ПФИ для неквалифицированных инвесторов. По критерию защиты капитала, прежде всего. Может быть, имеет смысл оговорить еще какие-то критерии.

Если говорить о конкуренции с ИЖС. Неправильно, конечно, когда на рынке появляются продукты с разными условиями допуска, и мы постараемся, чтобы такая ситуация не возникла. Есть полтора года на вступление в силу закона, и за это время, я думаю, при поддержке Государственной думы мы постараемся внести соответствующие изменения в Гражданский кодекс.

Что касается судебной защиты для физических лиц — это общий конституционный признак, и если специально не оговаривать в законодательстве изъятия из него, то он и будет применяться. Мне кажется, что в отношении физических лиц это правильно, это дополнительная защита, к которой человек во всех жизненных ситуациях может и должен прибегать.

Если говорить об ограничении судебной защиты, то это, скорее, актуально для юридических лиц, для профессиональных организаций. Сейчас мы нечто подобное сделали для непрофессиональных кредиторов, которые замечены в мошеннических схемах по выдаче незаконных потребительских кредитов. Ну, вот в целом так, спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Спасибо большое. В этой дискуссии много участников, это не только дискуссия индустрии с регулятором, в ней участвует и министерство финансов. Эта дискуссия идет на площадке комитета по финансовым рынкам. Я, кстати, этому очень рад. Чем дальше, тем чаще именно комитет по финансовым рынкам оказывается площадкой для обсуждения наиболее важных и очень часто весьма горячо дискутируемых тем.

Я думаю, что Анатолий Геннадьевич — исключительная личность, способная справиться с вызовами, которые такого рода дискуссии создают. Это непросто. И я очень признателен за все, что он сделал до этого момента и что ему предстоит сделать, каким бы ни был окончательный вывод в этой дискуссии.

Анатолий Геннадьевич, я был бы признателен, если бы вы поделились своими соображениями: как вы видите дальнейшую организацию дискуссий и продолжение процесса разработки законопроекта?

**Анатолий Аксаков.** Добрый день! Алексей Викторович облегчил мою задачу, он уже озвучил вопросы, которые требуют дополнительного обсуждения и дискуссии с Банком России. Соответственно, мне надо быть действительно мудрым и, как сказал Сергей Анатольевич, все точки над «i» расставить уже на заседании, которое пройдет в Комитете по финансовым рынкам.

Могу сказать, что мы уже мудро поступили в том плане, что закон до сих пор не принят. Хотя несколько раз ставились отсечки по выводу его на второе и третье чтение. В том числе с очень высоких уровней ставилась задача, что закон приоритетный и надо как можно быстрее его принимать.

Мы уже больше года его обсуждаем и пока, как видите, не приняли. Но тем не менее здорово продвинулись. Я сам несколько раз организовывал эти дискуссии. Начинались они чуть ли не с

бренных слов со стороны рынка, сейчас дискуссия идет намного более спокойно. Это говорит о том, что мы подошли к этапу, когда закон можно уже выносить на принятие.

Мы с Сергеем Анатольевичем договорились, что соберем узкий круг представителей (от Банка России, от рынка, от Минфина, естественно). И постараемся договориться о последних штрихах, которые сегодня здесь озвучивались. Как именно договоримся, я пока не готов прогнозировать, но решение будет мудрым, это однозначно.

Пока по плану, как мы договорились с Сергеем Анатольевичем, на декабрь — второе и третье чтение. Надеюсь, что нам удастся. Но есть просьбы от Эльвиры Сахипзадовны закон принять, причем они звучали несколько раз, и уже надо приходиться к финальному решению.

Что касается ИИС. Все озвучено, Алексей Викторович мне это в шпаргалке написал, все предложения известны, я их тоже озвучивал раньше. Сумма, до которой мы предлагаем увеличить взнос для ИИСов второго типа, — до 2,5 млн рублей. Надеюсь, Минфин нас в этом вопросе поддержит. Кстати, надо посчитать, выведет ли эта мера на те уровни доходности, которые позволят сделать второй тип счета более привлекательным, нежели первый тип ИИС.

Конечно, надо дополнить и возможности частичного изъятия средств с ИИС, возможность использования неиспользованных лимитов в последующие периоды действия ИИС — это все поддерживается. Все это внесено в текст законопроекта, мы его в ближайшее время разошлем, для того чтобы хотя бы в январе-феврале уже выходить на принятие решений.

При этом вопросы страхования средств на ИИС подвесли, мы еще подумаем над формулировками. Там проблема еще и в том, что сам закон, который мы приняли в первом чтении, называется «О страховании средств на индивидуальных инвестиционных сче-

тах», поэтому новое содержание в старое название очень трудно будет вклинить. Тоже трудность, которая требует подумать над тем, как страхование все-таки сохранить.

Ну, и еще одна информация, просто к сведению, но, возможно, она будет важна. Все-таки массовым розничным инвестором у нас были участники долевого строительства, дольщики. Ежегодно наши граждане вкладывали в жилищное строительство до 2 трлн рублей, и вы знаете все проблемы, которые с этим связаны. Последняя ситуация связана с тем, что некоторые страховые компании не перечисляют деньги в компенсационный фонд. Одна компания быстренько обанкротилась для того, чтобы не перечислять (очевидно, что она и не собиралась этого делать), и вывела активы, которые могли бы пополнить компенсационный фонд, используемый для дольщиков.

Обсуждая эту ситуацию, пришли к следующему. У Банка России должны быть полномочия по использованию неформальных способов оценки реальных бенефициаров, реальных контролирующих лиц во всех финансовых организациях для того, чтобы иметь возможность применить обеспечительные меры, причем в ускоренном порядке, для того, чтобы ограничить вывод активов и привлекать к субсидиарной ответственности контролирующих лиц, которые влияли на работу соответствующей финансовой организации.

В этом вопросе мы идем по пути ужесточения, повышения гибкости, оперативности реакции. Минфин нас в этом поддерживает, Банк России тоже поддерживает. Так что в ближайшее время такие изменения, связанные с розничным инвестированием, скорее всего, будут приняты. Спасибо за внимание.

**Алексей Тимофеев.** Анатолий Геннадьевич, большое спасибо.

Уважаемые коллеги! Вы были свидетелями дискуссии, которую мы ведем. Она очень напряженная, она довольно

эмоциональная. Люди заинтригованы законодательным процессом. Это часто ярко, это интересно.

**Анатолий Аксаков.** Я встречался с участниками рынка не только на публичной площадке. Они поодиночке ко мне приходили и высказывали свои мнения. Бывало, очень эмоциональные.

**Алексей Тимофеев.** Эта дискуссия довольно тяжелая. Я пока не могу сказать, что полон оптимизма в достижении компромисса, который так нужен для принятия этого законопроекта. Некоторые из тем, которые мы сегодня обозначили, могут быть очень тяжелыми для того, чтобы какая-то из сторон согласилась безоговорочно. Тем не менее, не зря мы провели в дискуссиях по поводу этого законопроекта коло трех лет. Нынешний законопроект здорово отличается от того, который был предложен в самом начале. И я должен отдать должное, с одной стороны, Центральному банку, который двигается в сторону, позволяющую достичь компромисса, а с другой стороны, индустрии, которая продемонстрировала готовность спорить с регулятором. Очень много законопроектов, к которым индустрия демонстрирует безразличие. Они не так болезненны, не так травматичны для ее развития. Этот законопроект может оказаться смертельным для развития индустрии, мы все это прекрасно видим и хотим этого избежать. Нам действительно еще предстоит шаг за шагом совершенствовать наше законодательство, и вовсе незачем принимать меры, очень сильно травмирующие индустрию, препятствующие развитию той тенденции, которой мы так радовались в начале нашей сессии. Я признателен участникам сессии за возможность предложить их вниманию спектр мнений по наиболее важным дискуссионным вопросам.

Спасибо вам большое. □