

# Фокус на ПФИ

Состоялась конференция, посвященная актуальным вопросам рынка структурных продуктов. Ее по традиции совместно проводят НАУФОР и Московская биржа

Участники: Павел Васильев (Сбербанк), Эдуард Голосов (БКС), Дмитрий Енуков (Росбанк), Артем Мартиросов (ВТБ), Ирина Осюк (Управление эмиссионных ценных бумаг Банка России), Данила Панин («Альфа-Капитал»), Кирилл Пестов (Московская биржа), Антон Плясунов (ФК «Открытие»), Елена Шервуд (Служба по защите прав потребителей Банка России).

Модератор — Алексей Тимофеев (НАУФОР).

**Алексей Тимофеев.** Уважаемые коллеги, дорогие друзья, позвольте приветствовать вас на очередной конференции, посвященной рынку структурных продуктов, которую традиционно проводят НАУФОР и Московская биржа! В очередной раз мы собираемся для того, чтобы обсудить развитие рынка производных инструментов: предпочтения в инструментах, инициативы индустрии. Фокус именно на рынке ПФИ естествен: на наш взгляд, он бурно развивается и, вероятно, будет развиваться в течение ближайшего времени. Мотивов для развития очень

много. Во-первых, таким мотивом является все более растущий интерес розничных инвесторов к российскому фондовому рынку, их желание, с одной стороны, поучаствовать в его доходности, с другой — защитить себя от рисков, которые с этим рынком связаны. Далее, второй мотив — интерес индустрии в получении дополнительных доходов, а также естественный интерес к финансовому инжинирингу. Финансовый инжиниринг — естественная функция инвестиционной индустрии, ее важная роль, которая обеспечивает возможность устранения дисбалансов между ценами простых инструментов. Производные инструменты — довольно сложные, с этим моментом связан и определенный регулятивный вызов, и вызов для самой индустрии. Вот это все мы будем обсуждать сегодня с моими спикерами.

Прежде чем я приглашу их к выступлениям, хотел бы напомнить о тех основных изменениях, которые произошли со времени нашей последней конференции по структурным продуктам.

НАУФОР

МОСКОВСКАЯ  
БИРЖА

ОНЛАЙН-КОНФЕРЕНЦИЯ

# СТРУКТУРНЫЕ ПРОДУКТЫ



Наверное, самое важное изменение, произошедшее в последнее время, — поправки в закон о рынке ценных бумаг, так называемый закон о категоризации инвесторов, который предусмотрел тестирование неквалифицированных инвесторов при приобретении ими структурных продуктов и так называемых «квазиструктурных облигаций». В тех случаях, если тестирование имело отрицательный результат — суммы сделок ограничиваются объемом 100 тысяч рублей.

Квазиструктурные облигации (очень важно это сказать) — это облигации, у которых может быть и стопроцентная защита капитала, обязанность

по возврату всего номинала, однако доход по которым определяется в зависимости от обстоятельств, которые в обычном случае ассоциируются с производными финансовыми инструментами. Вообще отношение к производным финансовым инструментам и их соотношение со структурными продуктами чрезвычайно важно. Закон не говорит, кроме структурных облигаций, ни о каких структурных продуктах. Но я как юрист считаю, что все относящееся к производным финансовым инструментам, к срочным сделкам, в равной степени относится и к структурным продуктам. Потому что структурные продукты суть комбина-

ция разных продуктов, включающая в себя производные финансовые инструменты.

Таким образом, поправки в закон о категоризации, предусматривающие тестирование биржевых и внебиржевых срочных сделок и последствия, которые с этим связаны, адресованы не только биржевым и внебиржевым срочным сделкам, но также включенным в их состав структурным продуктам. Закон вводит новые требования для внебиржевых производных финансовых инструментов, с которыми совершают сделки физические лица, сформулирован он довольно жестко. Нам еще предстоит понять, что оз-

начает нарушение этих требований, каковы последствия нарушения. Закон сформулирован таким образом, что запрещает кому бы то ни было, кроме брокеров и управляющих, заключать сделки с производными финансовыми инструментами за счет физических лиц; а из физических лиц заключать сделки с производными финансовыми инструментами разрешает только брокерам.

Закон предусматривает, что для неквалифицированных инвесторов доступны только такие производные финансовые инструменты, которые предполагают уплату за счет физического лица твердой денежной суммы, не зависящей от изменения цен на базовый актив, при условии, что информация об изменении значения базового актива раскрывается уполномоченным лицом. На этот счет требуется разработка базового стандарта, а также списка лиц, которые являются возможным источником такого рода информации.

Наконец (это очень важное изменение), судебная защита внебиржевых производных финансовых инструментов. Теперь они получили ее, поправки уже вступили в силу и действуют, судебная защита у внебиржевых производных финансовых инструментов с участием граждан теперь есть.

Касательно этих поправок есть несколько вопросов, которые требуют обсуждения. О некоторых из них я уже стал говорить: во-первых, каковы последствия нарушения требования; во-вторых, как относиться к структурным продуктам, которые делаются не брокерами, а банками (структурные депозиты); далее, как относиться к структурным продуктам, включающим производный финансовый инструмент, который делает страховая организация; далее, есть ли судебная защита у структурных облигаций?

Следующее изменение, которое вступает в силу раньше, чем те, о

которых я сказал (кроме изменения положения относительно судебной защиты, да и оно не вступило в силу, пока не будут выполнены определенные условия, в том числе не будет разработан базовый стандарт, о котором я говорил). Еще раньше был принят закон, вносящий изменения в закон о рынке ценных бумаг, уточнивший правила ведения брокерской деятельности, и в части, которая нас интересует, вступающий в силу с 1 января 2021 года. Брокер до принятия поручения на совершение срочных сделок обязан предоставить неквалифицированному инвестору информацию (или доступ к информации) о ценах спроса/предложения производного финансового инструмента (либо об иных обстоятельствах, информация о которых необходима в силу характера сделки); о расходах, возмещаемых клиентом брокеру в связи с выполнением поручения; прочие ценовые и имеющие отношение к конечному результату операции данные. Эти требования, которые необходимы для того, чтобы норма закона действовала, должны быть описаны в базовом стандарте. Наверное, уместно сказать о том, что в настоящее время базовый стандарт находится в стадии разработки. НАУФОР вместе с Национальной финансовой ассоциацией создали рабочую группу, очень надеемся, что до ноября текст такого рода стандартов официально внесем в Банк России. И после этого начнется его подготовка в рамках комитета по базовым стандартам. Если успеем, то препятствий для совершения такого рода сделок не возникнет, в противном случае возникнут препятствия. Так вот, если мы успеем — а мы хотим успеть до 1 января 2021 года — то препятствий для такого рода сделок на рынке возникнуть не должно.

Наконец, последнее, что я хотел бы упомянуть: стандарт предложений финансовых инструментов. Это внутренние

стандарты НАУФОР и Национальной финансовой ассоциации, регулирующие процесс предложения финансовых инструментов. Среди них — паспорта финансовых инструментов для 12 видов таких финансовых инструментов. Всем этим вопросам у нас будет повод посвятить больше времени в ходе нашей дискуссии.

Сейчас хотел бы передать слово Кириллу Пестову. Один из наиболее важных и заметных сегментов рынка структурных продуктов — это рынок Московской биржи в первую очередь. Вообще в ходе нашей конференции мы, конечно, постараемся уделить должное внимание в равной степени и биржевому, и внебиржевому рынку структурных продуктов. Начнем с биржевого. Кирилл, тебе слово.

**Кирилл Пестов.** Коллеги, добрый день! Я подготовил пару слайдов, чтобы проиллюстрировать, как рынок биржевых структурных продуктов развивается последние пару лет. Это относительно новый сегмент рынка, но тем не менее уже можно выделить определенные тренды.

Хотелось бы рассказать в первую очередь об инструменте, который мы называем «биржевые облигации со структурным элементом». Это классические облигации, которые выпускались еще до того, как были приняты поправки в закон о рынке ценных бумаг, позволяющие выпускать структурные облигации. Структурный элемент заключается в том, что купон, который выплачивается, является переменным и зависит от наступления определенных обстоятельств или достижения определенных индикаторами рынка определенных уровней. Фактически это классическая облигация, которая при погашении выплачивает 100% номинал, но при этом имеет купон, который является переменным.

Вот здесь, на диаграмме, приведена картинка с начала 2019 года. Мы видим достаточно стабильный, можно

сказать, уверенный рост и в объемах, и в количестве выпусков. Если за 2019 год объем выпуска таких инструментов составил около 150 млрд рублей, и всего было выпущено 158 таких бондов, то за 9 месяцев 2020 года мы уже немножко обогнали весь 2019 год по объему выпуска, а также имеем около 200 выпусков.

На круговой диаграмме вы можете увидеть основных игроков. Большую долю рынка имеет Сбербанк (порядка 85%), еще 10% — ВТБ, ну и другие участники рынка (МКБ, Газпромбанк, «Открытие», «Райффайзен») тоже выпускали подобного рода продукты. Объем достаточно приличный, учитывая то, что данные инструменты активно выпускаются всего два года как.

Дальше я хотел бы рассказать уже именно о структурных облигациях. Это новый инструмент, который появился совсем недавно. Первый выпуск был сделан в ноябре прошлого года (компания БКС сделала два выпуска). Конечно, совокупный объем этих инструментов составил всего 9 млрд рублей; тогда как объем в биржевых облигациях со структурным купоном составил 300 млрд рублей за два года. Понятно, что инструмент новый, пока еще структурируемый и выпускаемый не самым удобным образом (участники, наверное, об этом расскажут отдельно). В качестве иллюстрации того, какой есть спрос — внизу мы привели статистику по выпускам структурных продуктов компанией БКС (это структурные ноты, выпущенные по иностранному праву). Видно, что за 2019 год сделано более 120 выпусков на 70 млрд рублей и с начала 2020 года — 60 выпусков на 30 млрд рублей. И это мы говорим только о тех бумагах, которые залистингованы на бирже. Коллеги дальше, наверное, будут рассказывать о том, какой бизнес есть на внебиржевом рынке, но потенциал очевиден даже по тем цифрам, которые показал я. Мы видим, что спрос на облигации со

структурным элементом присутствует и есть спрос на ноты, выпущенные по иностранному праву.

Сегодня, надеюсь, поговорим о том, что осложняет выпуск подобного рода инструментов по российскому праву.

Коротко остановлюсь на структуре тарифа. Сейчас для структурных облигаций стоимость выпуска на бирже выше по сравнению с расходами, которые участники имеют, выпуская облигации по иностранному праву. Хочу сразу заметить, что мы с коллегами — сотрудниками Московской биржи обсуждаем этот вопрос в сторону снижения тарифов именно для структурных облигаций, чтобы сделать этот инструмент более конкурентоспособным и экономически интересным для участников. Поэтому, коллеги, буду благодарен вам за обратную связь: если вы сообщите, как можно было бы улучшить работу биржи и в части тарифов, и в части организационной работы тоже. Спасибо. Передаю слово дальнейшим выступающим.

**Алексей Тимофеев.** Спасибо, Кирилл. Я поймал себя на мысли, что назвал структурными облигациями то, что формально структурными облигациями не является. Законодатель как бы соглашается со мной и устраняет недоразумение: облигации, доход по которым является, по существу, деривативом, он приравнивает в своем регулировании (хотя бы отчасти) к облигациям структурным. Для меня рынок так называемых инвестиционных облигаций крупнейших эмитентов, конечно, является выпуском структурных облигаций. Кирилл упомянул основных игроков этого рынка, среди них Сбербанк, ВТБ. Вот им, сначала Павлу Васильеву, а следом Артему Мартиросову я и представлю слово.

Как вы видите этот рынок? Что препятствует развитию рынка структурных облигаций в широком смысле этого слова: предполагающих как полную защиту капитала, так и дерива-

тивный доход? Что необходимо сделать для того, чтобы этот рынок развивался? Павел, тебе слово.

**Павел Васильев.** Спасибо большое, Алексей. Во-первых, хотел бы поблагодарить организаторов за возможность в это непростое время провести профессиональную конференцию. Фактически это для нас основной инструмент обмена мнениями о том, что происходит, тем более с уважаемыми представителями регулятора, что становится наиболее ценным для нас.

Действительно, рынок структурных продуктов в России очевидно складывается. Я дам чуть позже некоторые цифры из нашей практики, но хотел бы обратить внимание, что корпоративные заемщики свою активность снизили, и именно инвестиционные продукты, инвестиционные облигации поддержали российский долговой рынок. И мы видим очевидный интерес наших клиентов к такого рода инструментам. Прежде всего это физические лица, ритейл, и причина здесь очевидна — снижение процентных ставок по традиционным продуктам сохранения (вкладам, облигациям федерального займа и других высококлассных заемщиков), что не устраивает инвесторов, и подталкивает их к возможности инвестирования в иные продукты, имеющие уже несколько большую долю рыночного риска.

Статистика Московской биржи очевидно говорит о том, что физические лица активно вкладываются на рынке и акций, и ПИФов. Срочный и денежный рынки также растут семимильными шагами.

Немножко об инвестиционных продуктах Сбербанка и наших результатах. Прежде всего, хочется сказать, что созданная фабрика работает, несмотря на все сложности, которые были в начале этого года с карантином, переходом большей части команды на удаленку. Тем не менее, активность в этом сегменте росла.

Вот наши цифры по планам на 2020 год и их фактическому выполнению: на 50% увеличивается количество выпусков и ожидается рост объема предложения инвестиционных облигаций более чем на 50%.

Нам удалось за счет оптимизации процессов сократить так называемый тайм-ту-маркет с 14 дней до 6 (это один из наиболее чувствительных элементов, время между рождением инвестиционной идеи и ее реализацией в формате продукта). Причем из этих 6 рабочих дней не менее 4 рабочих дней приходится на процессы биржи. Это одна из больших тем: кроме того, что имеются расходы в виде комиссии биржи, на биржевые процессы расходуется еще и время. Чем меньше срок выпуска продукта на рынок, тем меньше его рыночная волатильность, — соответственно, тем больше можем отдать инвестору мы, не держа риск на книжке.

Как я упоминал, активность клиентов растет. За истекший период 2020 года (сравнению с прошлогодним таким же периодом) у нас добавилось около 38% новых инвесторов. Кроме того, на 50% к аналогичному периоду 2019 года вырос медианный чек инвестиций, сейчас он составляет 375 тысяч рублей на одного инвестора.

Теперь о структурных облигациях. Сразу упомяну, что до сих пор возникает терминологическая путаница. Во всем мире этот инструмент называется «нотами», мы пошли своим путем и назвали его «структурными облигациями». В связи с этим происходит путаница, когда люди (причем на очень высоком уровне) называют структурными облигациями инструменты с защитой капитала. В то время как даже закон говорит о том, что структурная облигация — инструмент исключительно без защиты капитала.

Итак, мы сделали тестовые выпуски структурных облигаций по российскому праву, продолжение — под большим вопросом.

Сначала немножко о том, что представляет собой емкость этого рынка. Сбербанк не может размещать собственные инструменты по английскому праву (в связи с действующими санкционными ограничениями), но мы успешно предлагаем клиентам структурные ноты на базе бумаг иностранных эмитентов. Несмотря на все сложности этого года, произошел рост этого сегмента, хоть и незначительный, и наибольший интерес клиентов вызывают долларовые структурные ноты. Также увеличился медианный чек инвестиций. В плане глубины рынка иностранных нот в России наша оценка — 70 млрд рублей, причем это без учета тех нот, которые БКС выпускает и кросс-листингует на Московской бирже. В принципе, рынок 2020 года — точно не меньше 100 млрд рублей. При этом он существует, он уже сложился и никуда не денется.

Для того чтобы структурные облигации по российскому праву заняли на нем свое достойное место, необходимо стимулировать именно внутренний рынок. И здесь многое зависит от регулятора.

Итак, что же было сделано в этом году Сбербанком? Мы разместили четыре тестовых выпуска структурных облигаций различных форматов. Наверное, профессионалам понятно, что скрывается за этими наименованиями, но вкратце скажу, что мы выпустили два инструмента с кредитной составляющей, один инструмент с составляющей в виде акций, а также один инструмент, который полностью передает все денежные потоки по базовому активу инвесторам. Общий объем выпусков — 2,5 млрд рублей. Казалось бы, тесты прошли успешно. Но масштабирование буксует.

На этапе регистрации новых выпусков мы столкнулись с серьезными сложностями. Столкнулись с тем, что регулятор не понимает, как работает этот инструмент на сложившемся иностранном рынке, и пытается привнести

на российский рынок свое понимание того, как должен работать этот инструмент. При этом, подчеркиваю, рынок уже существует, и если не помогать российскому рынку, то он и останется иностранным.

Мы считаем, что этот рынок должен быть также открыт неквалифицированным инвесторам. Да, для них должны быть инструменты с пониженным риском, более прозрачные, более понятные, не дающие потерять больше определенной объема денежных средств в самом наихудшем случае, но при этом должна сохраняться возможность заработать существенно больше. Дискуссия с регулятором на эту тему продолжается уже более года, в последнее время мы не слышим от регулятора никаких сигналов о том, что готовность продолжить эту дискуссию есть. Хотелось бы довести дискуссию до логического конца и сделать этот рынок (или хотя бы его сегмент) доступным для неквалифицированных инвесторов. Также мы подчеркиваем, что сохраняется асинхронность регулирования различных продуктов, которые в чем-то схожи со структурными облигациями: это и страховые продукты, и продукты доверительного управления, и иностранные ценные бумаги.

Мы очень ценим наш диалог с регулятором, но хотели бы, чтобы регулятор прислушивался к рынку и открывал его для инвесторов, в том числе коллективных (пенсионных фондов, управляющих компаний, страховщиков), а не пытался взрастить под своим тщательным руководством только так, как считает это нужным он сам.

Спасибо большое. Мое выступление на этом закончено.

**Алексей Тимофеев.** Павел, спасибо большое. Мне кажется, что Павел верно обратил внимание на тот дисбаланс, который складывается в связи с отсутствием хорошего решения для доступа неквалифицированных инвесторов к облигациям, являющимся

в строго юридическом смысле этого слова структурными, то есть такими, которые не дают полной защиты капитала. Это дисбаланс в пользу иностранного рынка, в пользу рынка внебиржевого. И эту диспропорцию — да, действительно, мы не можем устранить уже несколько лет в дискуссии с Центральным банком. Просто потому, что закон, который ввел в законодательство понятие «структурная облигация», предусмотрел, что неквалифицированным инвесторам могут быть доступны не все структурные облигации, а лишь те, которые соответствуют определенным критериям (критерии устанавливает Центральный банк). Мы об этом обязательно переговорим. Неспроста здесь сразу два представителя Банка России, у них, я надеюсь, есть ответ на обращение Павла.

А следующим выступающим будет Артем Мартиросов. Артем, тебе слово. **Артем Мартиросов.** Спасибо большое за предоставленную возможность, спасибо за этот замечательный форум. Я, наверное, буду вторить Павлу и расскажу о том, что происходит в ВТБ на рынке инвестиционных (или квазиструктурных) облигаций и на рынке структурных облигаций, а потом расскажу, какие мы со своей стороны видим проблемы и возможные шаги в направлении развития этого рынка.

Павел хорошо сказал, что фабрика Сбербанка работает. Фабрика ВТБ только что прошла пусконаладку и сейчас находится в активной фазе наращивания выпуска. Мы занимаемся выпуском инвестиционных облигаций еще с 2012 года, когда мы это делали для институциональных инвесторов, но только в этом году активно начали развивать нашу платформу. И, на мой взгляд, добились неплохих результатов: в этом году было 62 выпуска на общую сумму чуть, наверное, больше 19 млрд рублей. Надеюсь увеличить объем размещенных облигаций где-то в 6 раз по результатам 2020 года,

в среднем выпускаем 2–4 бумаги в неделю.

У нас очень хороший тайм-ту-маркет, 2–3 дня занимает процесс выпуска облигации от идеи до момента, когда мы можем ее разместить. Мы сейчас по факту не пользуемся этой возможностью в силу маркетинговых причин, но, тем не менее, обратный запрос клиентов можем обрабатывать очень быстро. О продуктовом наполнении тоже немножко расскажу. У нас где-то 55% инструментов — это инструменты с участием в росте базового актива, 35% приходится на продукты с купонными платежами на основе корзины акций, остальные 15% — различные другие стратегии, популярные на этом рынке. В плане базовых активов где-то 50% — акции российских и иностранных эмитентов, а также индексы акций, и примерно 45% приходится на сырьевые товары. Это что касается инвестиционных облигаций.

Мы также запустили программу структурных облигаций. В этом году было сделано уже три выпуска, по сути, пилотных, сейчас размещается четвертый выпуск. Надеюсь в этом году расширить линейку продуктов.

Что важно для ВТБ как эмитента и что мы видим важным для развития данного рынка?

Первое — это расходы на выпуск. Как Павел правильно заметил, мы существуем не в вакууме, конкурируем с большим количеством продуктов. В первую очередь наша цель — конкуренция и захват рынка структурных нот, которые торгуются ОТС и продаются на российском рынке в больших объемах. Мне кажется, объем этого рынка ближе к 4–5 млрд долларов, и наша среднесрочная цель — сделать этот рынок локальным. Так, чтобы большая часть этих денег оставалась внутри страны и, соответственно, обслуживалась локальной инфраструктурой.

Но сейчас все составляющие инфраструктуры — и биржа, и НРД,

и Центральный банк, и стоимость раскрытий — все это не заточено на бизнес-ориентированного частного инвестора. Вся инфраструктура, вся тарификация исходит из логики корпоративной эмиссии. Все ориентировано на небольшое количество больших выпусков, со средним номиналом 3–4 млрд или 2–3 млрд рублей. В любом случае, если посмотреть внимательно на то, как выглядит эмиссия, как выглядит предложение на локальном рынке, обслуживаемом иностранными банками, то там часто видно, что минимальный лот, с которого начинаются сделки, — это 500 тысяч долларов. Совсем недавно было 30 млн рублей, иногда бывают лоты даже меньше. А текущая стоимость обслуживания и у биржи, и у Центрального банка, и у НРД, и у других участников финансовой инфраструктуры — просто запретительны для сделок такого размера. Что это значит? Это значит, что мы не можем дать инвестору достаточную кастомизацию, не можем сделать конкретную сделку под конкретного человека. Мы вынуждены собирать пулы и делать более усредненное предложение, дольше по времени собирать его. А это, как справедливо заметил Павел, грозит тем, что в результате приходится давать инвесторам ухудшившиеся условия. Потому что на время сбора пула заявок мы берем на себя риск, и, таким образом, должны немножко ухудшать условия для инвесторов, чтобы они могли поучаствовать в этой сделке.

Мы видим со стороны биржи шаги в правильном направлении, попытки актуализировать тарифы под новый, по сути, бизнес. Но они, к сожалению, пока недостаточны. Кроме того, такие шаги нужны абсолютно от всех участников инфраструктуры. Они важны для конкуренции, я подчеркну, с уже существующим конкурентом в виде иностранных банков, которые чувствуют себя на нашем рынке совершенно

комфортно и зарабатывают огромные деньги, обслуживая нашего инвестора вместо нас.

Другой важный момент, про который стоит упомянуть, это тайм-ту-маркет — время от появления идеи до момента, когда мы разместили продукт, продали его клиенту. Тут можно отметить два фактора. Первый — это скорость эмиссионных процедур и со стороны биржи, и со стороны Центрального банка (в том числе, скорость подготовки эмиссии); второй — гибкость самой эмиссионной документации.

Тут справедливо будет похвалить биржу. С нашей стороны мы не видим больших проблем во взаимодействии с Московской биржей, у них достаточно гибкий сервис в виде и ускоренной регистрации, и возможности в рабочем порядке обсуждать документацию, внося корректировки. Мы всем этим, в принципе, пользуемся, тут достаточно комфортно. Хотели бы в этом смысле больше комфорта и больше открытости со стороны Центрального банка: иметь возможность более детально обсуждать всю документацию до того, как подаем на регистрацию, может быть, ускоренные сроки регистрации бумаг. Сейчас по отдельным выпускам регистрация занимает 15 рабочих дней. Соответственно, нет возможности обсудить документацию заранее. Соответственно, есть риск того, что через 15 дней придется повторно ее подавать на доработки. Безусловно, мы видим, что Центральный банк хочет быть открытым, но есть пути, по которым можно двигаться.

Важно подчеркнуть, что для нас важна гибкость эмиссионной документации. Она должна, по сути, представлять собой некий заранее подготовленный конструктор. Так, чтобы основные коммерческие параметры, а именно: базовый актив, способ того, как эмитент платит купон и реагирует на рыночные события, дополнитель-

ные небольшие детали — мы могли определять непосредственно до выпуска. Почему это важно? Потому что конъюнктура постоянно меняется, рынок постоянно меняется. И если мы хотим давать инвесторам возможность зарабатывать на арбитражных ситуациях, на неэффективностях рынка, которые периодически возникают, то это всегда очень узкое пространство возможностей: иногда это дни, реже — неделя, может быть, две. Поэтому важно иметь возможность быстро среагировать, чтобы дать клиенту хорошую доходность, хороший, интересный продукт. И тут важно иметь документацию, которая такую гибкость позволяет.

Если посмотреть на то, как выглядит эмиссионная документация иностранных банков, то именно в такой форме она и работает: есть большой конструктор, который описывает основные классы продуктов, описывает механику, описывает ситуации, которые должны быть отрегулированы на уровне документации. Но конкретные параметры, конкретные детали всегда можно делать в рамках ключевых условий выпуска или какого-то дополнительного документа, который решает проблемы непосредственно перед самым запуском.

Вот, наверное, основные вещи. Безусловно, Павел опять же прав: важно разделять структурные облигации (потому что это всего лишь оболочка для большого класса инструментов) на разные типы. Должна быть хорошая типология продукта, надо понимать, что есть CVN, которые зачастую совершенно не отличаются от облигаций классических, а есть более рискованные продукты, и между ними должно быть разделение. И, конечно, часть продуктов должна быть доступна неквалифицированным инвесторам. Особенно учитывая, что они и так могут получить часть этих инструментов через другие механизмы — тот же ИСЖ без защиты

капитала, доверительное управление, ну и другие механизмы, которые сейчас на рынке есть.

Наверное, больше нечего добавить. Важно сказать, что подход к регулированию структурных облигаций должен быть взвешенным, потому что это всего лишь оболочка. Покупать акции биотехнических компаний, которые двигаются по 50% в день, гораздо рисковее, чем покупать кредитную ноту на суверенный риск страны с рейтингом трипл В. Это важно понимать и разделять, когда мы выставляем ограничения для инвесторов. Спасибо большое.

**Алексей Тимофеев.** Артем, спасибо. Обращение Артема адресовано и Центральному банку, и Московской бирже, так же, как и выступление Павла Васильева. Речь идет о предоставлении доступа к структурным облигациям неквалифицированным инвесторам, а также об издержках и таймингу выпуска этих облигаций. Послание адресовано Московской бирже. Кирилл говорил о том, что они решают вопрос. Но я думаю, что решение первого вопроса — создание по-настоящему объемного рынка структурных облигаций — позволяет пойти на существенное снижение издержек, связанных с таким выпуском. Более существенное чем то, на которое сегодня Московская биржа была бы готова пойти. Поэтому решение первого вопроса является также решением (или предусловием, что ли) для решения второй задачи.

БКС — компания, которая занимается кросс-листингом иностранных нот. Вот Сбербанк и ВТБ не могут себе этого позволить. Отлично, что БКС это себе позволить может и позволяет, обеспечивая доступ российских инвесторов к иностранным структурным нотам. Вынужденная ли это мера или так и задумано? Эдвард, тебе слово.

**Эдвард Голосов.** Здравствуйтесь, коллеги! Спасибо, Алексей. Спасибо организато-

рам — НАУФОР и Московской бирже — за возможность выступить и сказать о том, что важно.

Присоединюсь и к Павлу, и к Артему в оценке, во-первых, важности этого рынка. Если коротко. Вот сейчас октябрь 2020 года. Рынок растет. Даже на нашем примере: мы выпустили за первые 9 месяцев 2020 года столько же структурных облигаций, листингованных на Московской бирже, по иностранному праву (кросс-листингованных, правильнее сказать), сколько выпустили за весь 2019 год. И ведь мы знаем, что это за год — с вирусом и всеми вытекающими. То есть очевидно, что данный инструмент закрывает очень важную потребность инвесторов, и спрос на него есть. Думаю, все коллеги со мной согласятся: бизнес растет, он нужен, тут все хорошо. Но вот в плане развития инфраструктуры (говоря прежде всего о структурных облигациях под российским правом) мы все коллективно, наверное, можем себе поставить только троечку с минусом. Сильно этот инструмент мы не развили. И в этом смысле спасибо Павлу, что он обнажил проблемы. Я во многом согласен с вещами, о которых Павел говорил, и хотел бы тоже их прокомментировать.

Компания БКС первой сделала первые два выпуска структурных облигации под российским правом. Два года назад появился этот новый замечательный инструмент, мы все на него надеялись, понимаем его важность. Несколько наших топовых провайдеров сделали несколько выпусков, но массовым данный инструмент не стал.

Я присоединяюсь и к Павлу, и к Артему, когда они говорят, что расходы получают все равно выше, чем по аналогичным инструментам (под аналогичными я имею в виду как структурные облигации под иностранным правом, так и российские ПФИ). Но основное — это то, что сейчас структурные облигации под россий-

ским правом недоступны массовому инвестору, недоступны самой большой категории — неквалифицированным инвесторам.

А квалифицированным инвесторам, по-хорошему, этот инструмент не нужен. У квалифицированных инвесторов есть иностранные ноты. Это нужно прежде всего неквалифицированным инвесторам. Я хотел буквально пару слов сказать, почему. Мне кажется, это важно.

Сейчас очень большая группа инвесторов начинает выходить из депозитов и открывать для себя инвестирование. Как к этому подходят многие провайдеры? Допустим, банк какой-нибудь, у него есть клиенты с депозитами. Банк говорит: «А давайте предложим данным инвесторам фондовый рынок». Вот, типа, попробуй, например, акции и облигации. А как человек воспринимает слово «попробуй»? Попробуй — это инвестируй на короткий срок (на три месяца, может быть, на шесть месяцев). На мой взгляд, нет худшего совета начинающему инвестору, чем сказать: «Попробуй-ка инвестировать в рынок незащищенных инструментов на короткий срок». Потому что как работает финансовый рынок? Если горизонт инвестирования длинный, то доминирует доход, а если горизонт инвестирования короткий, то доминирует риск. Если вы инвестируете (утрирую) на один день, то ваш ожидаемый доход — ноль. А вот волатильность будет значительная. Вы можете в среднем 2% заработать, 2% потерять. Это на самом деле то, о чем Артем сказал, приводя пример биотехнологических компаний.

Смысл и роль структурных продуктов в том, что они позволяют человеку сделать комфортный переход от совершенно защищенных инструментов (например, депозитов) к полноценному инвестированию, к сбережению на 20-30 лет, с пенсионными схемами и всем остальным.

В такой ситуации обычно говорят: ну так есть же новый инструмент, который наши коллеги очень хорошо развивают, — инвестиционные облигации под российским правом с полной защитой. Они существовали и до структурных облигаций, существуют сейчас, это большой сегмент.

Да, действительно, это инструмент с полной защитой. И я совершенно согласен, что первый структурный продукт инвестор должен купить с полной защитой. Но мы, например, такие инструменты не выпускаем. Точнее, мы не выпускаем их в форме облигаций, мы их выпускаем в форме ПФИ. Потому что у ПФИ есть два очень важных преимущества — во-первых, возможность кастомизации; во-вторых, возможность очень быстро дешевого выпуска, гораздо даже дешевле, чем коллеги выпускают со своего баланса. Причем рыночные условия можно зафиксировать прямо день в день.

Мы это делаем в виде ПФИ, коллеги — в виде инвестиционных облигаций, но принцип точно такой же. Следующий шаг. Допустим, человек попробовал: купил инструмент с полной защитой. Посидел в нем, будем надеяться, заработал, по крайней мере не потерял. Дальше что? Надо ли теперь ему прыгать, как говорится, в дальний конец бассейна, — начинать покупать те самые акции без защиты? Это некомфортный переход. Когда это происходит, то половина краткосрочных инвесторов зарабатывает, а половина не зарабатывает. Те, кто не заработал, уходят, говоря: «Я попробовал, потерял деньги, на этом с фондовым рынком заканчиваю». Те, кто заработал, говорят: «Я все понял, это все очень просто». Начинают инвестировать дальше, на следующем шаге выгорает еще половина. Через какое-то время оказываются разочарованными все. Надо дать неквалифицированным инвесторам доступ



к инструментам с возможностью защиты, — естественно, с разными степенями защиты. Большое спасибо нашему регулятору за то, что они пошли на создание рабочих групп, где мы практически выработали критерии доступа к таким инструментам для неквалифицированных инвесторов. Шла речь о разных степенях защиты: может быть 70%, 80%, 90%, в зависимости от срока инвестирования. Давайте доведем эту работу до конца, потому что это важный инструмент, который на самом деле нужен.

В заключение хочу сказать, что присоединяюсь к тому, что сказали Павел и Артем по поводу важности расходов и важности тайм-ту-маркет. Но это рабочие вопросы. Давайте все-таки дадим нашим массовым инвесторам тот инструмент, который нужен принципиально.

Вот все, что хотел сказать. Спасибо, Алексей.

**Алексей Тимофеев.** Эдвард, спасибо большое. Следующим выступающим будет Антон Плясунов из «Открытия», которого я бы хотел попросить развить тему. Мне кажется, очень важно то, о чем начал говорить Эдвард: что на самом деле ограничение неквалифицированных инвесторов лишь инструментами с полной защитой капитала часто оборачивается и против их интересов, и против интереса всей индустрии. Это ограничивает возможность предложения финансовых инструментов, ограничивает возможность хеджирования рисков, которые с этим инструментом связаны. Ситуация нетривиальная: то, что, на первый взгляд, кажется защитой, на самом деле защитой не является (скорее, наоборот). Мне кажется, это очень важный вывод. Согласятся ли с ним участники конференции?

Дело не только в том, что спрос на такого рода инструмент существует и удовлетворяется за счет иностранных инструментов, не только о том, что на этом зарабатывают иностранные индустрии.

Сколько в том, что возможность доступа неквалифицированных инвесторов к структурным инструментам с неполной защитой капитала — это вопрос их защиты, в том числе. Антон, тебе слово.

**Антон Плясунов.** Алексей, спасибо большое. Спасибо, коллеги, за мероприятие, за возможность поговорить о болях, о потребностях.

Хотел бы сначала сказать еще немножко про структурные облигации. Мы видим опыт коллег, связанный с эмиссией структурных облигаций, опыт не всегда позитивный, однако настойчиво хотим сделать это сами. В этом году обязательно выпустим свою структурную облигацию. При этом хотели бы (это есть в планах) выпускать структурную облигацию, как минимум, ежемесячно. Но сейчас такую возможность в план на 2021 год даже не закладываем. Если после тестового выпуска получится решить существующие проблемы, то мы готовы эмитировать по одной структурной облигации ежемесячно. Но если ничего не изменится в регулировании, то, видимо, тест будет единственным выпуском нашей структурной облигации. Рассказываю почему.

Во-первых, я могу повторить все, что говорили коллеги про минусы структурных облигаций. Но я бы добавил следующее: эмиссия такого инструмента оказывает очень сильное давление на капитал по сравнению с остальными инструментами, это очень сильно мешает. А также очень длинная и очень дорогая процедура самой эмиссии.

Но даже если получится победить высокую стоимость и давление на капитал, то, как сказал Павел, возникает фактор тайм-ту-маркета. На самом деле 6 дней для инвестиционной (или как сейчас Алексей ввел, по сути, новый термин — квазиструктурной) облигации — это очень круто, прямо восхитительно круто. Но, тем не менее, 6 дней. Для структурной ноты,

выпускаемой западным эмитентом реальный тайм-ту-маркет — 3–4 дня. Для ПФИ тайм-ту-маркет, если это глубокая инвестиционная идея с идеальной проработкой, составляет сутки. Не 2 дня, а сутки — 24 часа. Если индивидуальный запрос клиента — 30 минут. Мы не хотим выпускать структурные облигации на каждый запрос клиента, безусловно. Но если мы не можем сделать инструмент, который по параметру тайм-ту-маркет будет хотя бы чуть-чуть отставать от обычных структурных нот, то он не сможет занять их место.

У нас есть цель — перейти к секьюритизированным структурным продуктам в российском праве, мы делаем максимальный акцент на это в плане и продаж, и внутренних разработок, и клиентской рекламы. При всех этих усилиях с начала 2020 года получилось выпустить инвестиционных облигаций (тех самых — квазиструктурных) в объеме чуть больше полумиллиарда рублей. При этом всего разных видов структурных продуктов за это время мы продали почти на 50 миллиардов. То есть, результат составляет 1%. Что интересно, 2 млрд из этих 50 млрд — коммерческие облигации, то есть, их выпущено в 4 раза больше, чем квазиструктурных. Это, по сути, та же самая инвестиционная облигация (или квазиструктурная), но она внебиржевая. Почему их получилось выпустить в 4 раза больше, чем таких же, но биржевых? Потому что это дешевле, быстрее, проще.

Очень важное качество, которого не хватает структурной облигации — простота и скорость запуска. Только это поможет ей заместить остальные инструменты. Из тех инструментов объемом 50 млрд рублей мы как минимум половину с удовольствием перевели бы в структурные облигации (это можно технически). И выпускали бы по одной раз в месяц, а может быть, чаще. Но для этого они должны стать проще,

быстрее, удобнее, меньше давить на капитал.

Ну и то, о чем говорил Алексей, на тему риска. Сами по себе структурные продукты — инструмент все-таки достаточно сложный, основная проблема — добиться от конечного клиента понимания, что ему вообще продают. Если смотреть, как действуют, например, европейские регуляторы... по большому счету мы сейчас тоже начали двигаться в эту сторону — имею в виду КИДы. Нужно подтвердить, что клиент понимает суть структурного продукта. Это непросто. Инструмент, действительно, трудный, всегда есть риск миссейла, его нужно жестко контролировать и так далее. Но нужно убедиться в том, что клиент понимает суть продукта. Просто ставить барьер в стиле «защищенный продукт» — не выход. Думаю, любой здесь присутствующий скажет, что мы легко, если захотим, сделаем полностью защитный продукт с вшитой огромной маржой. И шансов получить доходность у клиентов будет очень мало. Но делать так категорически нельзя.

То есть просто защита — нет, этого недостаточно. Потому что инструмент может быть вполне себе с полным риском, но если у него внутри три консервативные бумаги из одного сектора — коллеги, это же безопаснее, чем торговать любой российской акцией, объективно. Поэтому тут, скорее, важно именно понимание.

**Алексей Тимофеев.** Спасибо большое, Антон. Я хотел бы, чтобы выступления участников продолжилось выступлением Дмитрия Енукова из Росбанка.

**Дмитрий Енуков.** Спасибо, Алексей, за приглашение на конференцию, очень важно именно сейчас обсуждать эту тему. И спасибо участникам, которые уже выступали. Мне как представителю байсайда сейчас стали понятнее проблемы продающей стороны.

Но я немножко поспорил бы, что структурные продукты, которые бу-

дут выпускать российские банки, это только история вокруг статуса квал/неквалинвестор. Потому что если смотреть на портфель клиента — да, сейчас у состоятельных частных лиц имеется колоссальный выбор. Есть западные эмитенты, сейчас наконец-то появляются наши эмитенты. И, конечно, должен быть баланс. Я считаю, что в портфели состоятельных клиентов вполне вписываются инструменты российских эмитентов. Зарубежные эмитенты не всегда понимают наш рынок. Они не понимают потребности наших клиентов и не всегда умеют работать с нашими инструментами, особенно российскими акциями. Поэтому здесь должен быть найден баланс. Думаю, что в перспективе 3–5 лет часть портфелей наших клиентов будут составлять российские эмитенты структурных продуктов.

Но я поддержу и Павла, и Артема: текущая ситуация достаточно сложна, чтобы двигаться дальше. Коллеги уже сказали о размерах комиссий, о сроках выпуска бумаг. Это чистый арбитраж, он не дает возможность обеспечить такую же гибкость, как у зарубежных эмитентов. У Росбанка есть центр экспертизы в Москве и центр экспертизы в Лондоне, и я выбираю, кто сделает продукт быстрее и качественнее. Но пока часть решений через Москву мы не можем сделать так же быстро: потому что комиссии, потому что сроки. Это надо решать.

Тем не менее, мы двигаемся на этом направлении. В этом году будем размещать нашим частным состоятельным клиентам структурную облигацию Росбанка. Поддержу Антона: надо хорошо понимать, насколько правильно мы поступаем с клиентом, предлагая такой инструмент. Очень важный элемент — обучение сейлзов. Мы тратим сейчас очень много усилий, времени и ресурсов, чтобы правильно обучить наших сотрудников: это касается и базовых элементов продукта, и разницы между

продуктами зарубежными и российскими. Вот когда эти балансы сойдутся, тогда будет хорошая, качественная часть рынка российских инструментов. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Спасибо большое. Следующим выступающим будет Данила Панин.

**Данила Панин.** Добрый день! Я как представитель байсайда хотел бы рассказать о клиентском взгляде на структурные продукты. Расскажу немножко о том, что мы видим в зарубежном опыте, немножко про Россию и завершу рассказом о клиентах.

На зарубежном рынке выделяем три тренда. Первый — рост спроса на продукты без защиты капитала. Это обусловливается глобальным снижением процентных ставок. Доходности по классическим инструментам падают, люди стараются брать более доходные инструменты, беря при этом дополнительный риск.

Вторая тема — рост популярности ESG. В Европе это достаточно большой топик, очень много спроса приходится на Францию и Бельгию, количество выпусков и объемы продаж растут очень большими темпами. Например, в 2019 году таких продуктов выпустили в два раза больше, чем в 2018 году.

Третий тренд — недостаток продуктовых новаций, как бы странно это не звучало. Европа торгует барьерные ноты на индексы, корзины акций и отдельные акции, корзины индексов. В принципе, на этом продуктовая новация заканчивается. Волатильность этого годашний раз подчеркнула, что нужны новые продукты. Глобально структурные продукты более популярны в Азии, чем в Америке или чем в Европе. До недавнего времени самым большим рынком структурных продуктов была Южная Корея. Сейчас пальму первенства перехватил Китай. Могу сказать, что азиаты в целом гораздо более рискованные инвесторы, чем европейцы.

Еще хотел бы поделиться наблюдением о структуре спроса на инструменты в 2020 году (точнее, о его изменениях по сравнению с 2019 годом) со стороны хайнет клиентов. В прошлом, условно нормальном году, хайнееты были, как по учебнику, консервативными, больше хотели сохранить и не потерять, чем заработать, предпочитали продукты с сохранностью капитала. 2020 год очень сильно поменял этот паттерн: падения рынка создавали фантастическое количество новых возможностей, которыми хайнееты пользовались. Это наблюдение косвенно подтверждает, что аппетит к риску — не константа, он меняется, и в текущий момент в России нет локального инструмента, который мог бы этот аппетит удовлетворять. Соглашусь с коллегами, что в целом структурные облигации с неполной защитой капитала и повышенной доходностью имеют смысл для решения таких задач.

В России основной спрос на структурные продукты приходится со стороны частных инвесторов. Весь этот спрос, по нашему мнению, распространяется на два типа продуктов — иностранные ноты и локальные инвестиционные облигации. Иностранные ноты удовлетворяют спрос на повышенную доходность в валюте для людей, которые готовы брать больше риска, покупать продукты без стопроцентной защиты капитала. Инвестиционные облигации — это аналоги депозитам, консервативные рублевые инвестиции. Здесь, по нашему мнению, локальных выпусков с повышенной доходностью тоже не хватает.

Двигаясь потихонечку к завершению, хотел рассказать о том, что мы видим среди клиентов нашей компании. Клиентов, которые инвестируют в структурные продукты с компанией «Альфа-Капитал», более 4 тысячи, это более 10% активов под управлением

компании, это очень большой портфель. Мы накопили достаточно много опыта в работе с этим инструментом. Могу сказать, что 2020 год в целом бросает этому рынку вызовы и рождает новые запросы от клиентов. 2020 год очень ярко проиллюстрировал реализацию так называемого worst-of риска. Мы видим, что широкий рынок в плюсе, однако большая часть акций в индексе S&P с начала года в минусе.

В качестве завершающего слова я бы хотел сказать, что в целом регулирование структурных облигаций — это вещь крайне важная. Но я бы говорил не только о регулировании, а приоритизировал тему раскрытия информации, максимальной прозрачности продукта. Потому что структурные продукты бывают разные — с защитой капитала, без защиты капитала. Самое важное, чтобы клиенты понимали в итоге, что они покупают, чтобы новые продукты, которые мы собираемся выпускать под российским правом, были максимально прозрачны и понятны клиентам.

У профучастников появляется новая функция не только провайдеров финансовых продуктов, сервисов и услуг, но и в некоторой степени образовательная: мы должны научить наших клиентов понимать, какой продукт им подходит и предложить такой продукт. На этом, собственно, все. Спасибо большое.

**Алексей Тимофеев.** Данила, спасибо. Следующий мой собеседник — Ирина Осиюк. Многие из участников конференции упоминали работу, которая велась в рамках рабочей группы, созданной с Центральным банком, с целью разработки критериев доступа неквалифицированных инвесторов к структурным облигациям.

О чем, собственно говоря, идет речь? Я собираюсь это показать, но начну, наверное, с другого. Я думаю, что введение в закон правила о том, что неквалифицированным инвесто-

рам могут быть доступны лишь те структурные облигации, которые соответствуют определенным критериям (установленным Центральным банком) — это не просто неправильно, это ошибка. В принципе, это требование не следует использовать и для других структурных продуктов. От этого следовало бы отказаться.

Тем не менее, мы сделали очень большую работу в поиске тех критериев, которые бы сделали эти облигации приемлемыми с разных точек зрения. Позвольте, я предложу вашему вниманию презентацию, которая отражает состояние дел на осень прошлого года. Из-за пандемии работа приостановилась, но вот о чем мы договорились в прошлом году осенью. Я очень надеюсь, что Ирина пообещает в ближайшее время после конференции встретиться и эту работу продолжить.

Итак, мы договорились о том, что значение уровня предельных потерь по структурным облигациям для облигаций с дюрацией более трех лет не должно превышать 30% от номинальной стоимости. Мы сделали достаточно гибкую шкалу распределения по времени: не более 15% в первый год, не более 7,5% во второй, не более 22,5% в течение двух лет и не более 7,5% в течение третьего года. И в общем не более 30% от номинальной стоимости.

Мы также договорились, что эмитентами структурных облигаций, доступных неквалифицированным инвесторам, могут быть только лица, которые поднадзорны Банку России, или их специализированные финансовые общества. Мы договорились о том, что условием доступа неквалифицированных инвесторов к структурным облигациям будет их размещение на биржах. Мы договорились о том, что цены, которые формируются в отношении базовых активов, должны быть прозрачными и, стало быть, должны включать в себя инструмент,

имеющий рыночную котировку на бирже, либо будут доступны в виде какого-то индикатора на ежедневной основе. Для индексов мы предварительно согласились с тем, что, если такие индексы соответствуют (с точки зрения порядка их расчета и раскрытия информации) принципам IOSCO, то они делают такой базовый актив структурной облигации возможным для сделок неквалифицированных инвесторов.

Ну, и наконец, мы согласились о том, что выплаты по структурным облигациям для неквалифицированных инвесторов возможны как денежными средствами, так и ценными бумагами.

О чем мы осенью прошлого года не договорились? В левой колонке отражены предложения Центрального банка, а справа — позиция НАУФОР по этому поводу.

Установление уровня предельных потерь инвесторов, на наш взгляд, не должно касаться дефолтных облигаций. Вместо того чтобы устанавливать ограничения предельных потерь по дефолтным облигациям, мы предложили использовать определенный рейтинг для контрольных лиц, с которыми выплаты по облигации будут связаны. Мы предложили, какого рода рейтинги должны в этом случае использоваться. Да, в случае с дефолтными облигациями инвестор может потерять 100% номинальной стоимости. Единственное, на что он может положиться, — что контрольное лицо, с судьбой которого связаны выплаты по облигации, на момент продажи этой облигации соответствует определенным кредитным рейтингам. Центральный банк предлагал меньшее количество контрольных лиц, по-моему, два, мы предложили допустить возможность не более четырех контрольных лиц. Мы не согласились с Центральным банком в том, что именно за владельцем структурной облигации должен оставаться выбор, за счет чего именно будет облигация

погашаться — денежными средствами либо активами. Это должно быть предусмотрено условиями облигации и не зависеть от выбора владельца, если только самими условиями этой облигации такое право не предоставлено. Есть некоторые вопросы, которые связаны со сложностью расчета сумм выплат, но они носят, на мой взгляд, второстепенный характер.

Ирина, что ты думаешь по поводу первой моей мысли — отказаться от каких бы то ни было критериев доступности структурных облигаций для неквалифицированных инвесторов? Давайте бросим заниматься этой довольно тяжелой и длинной работой, положимся полностью на правила раскрытия информации, разъяснения существа структурных облигаций неквалифицированным инвесторам, как мы поступаем в отношении других структурных продуктов? И что Центральный банк думает по поводу разногласий, а также вправе ли мы рассчитывать на достигнутые соглашения сейчас, осенью 2020 года?

Ирина Осюк. Добрый день, уважаемые участники конференции! Очень рада, что в такое непростое время все-таки возможны широкоформатные события, которые позволяют собирать большое количество спикеров, которым интересна данная тема. Что же касается свежего, бодрого предложения вообще отказаться от истории с критериями. Ну, вы же понимаете, что это невозможно. Мы не можем сказать: «Ладно, давайте забудем, что это написано в законе, и просто не будем его применять». Это не рассматривается. Если есть мысль о том, что идея была не столь хороша и надо отказываться от установления критериев для структурных облигаций под некавалов, то это надо делать законодательным путем, и никак иначе. На уровне дискуссии между регулятором и рынком решено это быть не может. Поэтому критериям быть.

Действительно, коронавирус и свалившиеся в связи с ним гигантские сложности отодвинули историю с критериями на второй план как не жизненно важную. Но все-таки сложа руки мы не сидели, внутри себя очень много усилий и времени посвятили тому, чтобы все-таки отработать концепцию критериев с тем, чтобы сейчас, когда уже наступает возможность вернуться к постепенному решению большего круга не столь жизненно важных проблем, выйти к рынку уже с проработанным материалом, который мы в прошлом году очень активно обсуждали.

Регулятор внутри себя согласовал видение концепции критериев структурных облигаций, которые можно предлагать неквалифицированным инвесторам, на высоком уровне подтвердил эти согласования. По сравнению с состоянием на прошлый год очень много изменилось. Мне кажется, что во многом в лучшую для рынка сторону.

Пробегусь сначала по презентации Алексея. Насчет уровня предельных потерь в 30% — да, мы действительно об этом договорились. Мы пытались осознать в прошлом году, все-таки откуда взяты эти цифры — 15, 22,5 и 30%, пришли к выводу, что это прикидка. Она рассчитана примерно на сопоставлении долгосрочности и рискованности инструментов по анализу фактического движения разных инструментов за последние 15 лет. О'кей, пускай будет так.

Но помимо установления защиты через предельный уровень потерь, мы пришли к выводу о том, что классный базовый актив сам по себе представляет достаточно большую защиту. Поэтому в текущей концепции критериев структурных облигаций для некавалов у ЦБ в этом вопросе закреплена дуализм. Либо заложена качественная база: это определяется по рейтингам, например, эмитентов тех бумаг, которые заложены в базу. Так вот, если база сама по себе

классная, то максимальный уровень потерь даже для некавалов устанавливаться не будет.

Либо, если в основу базы структурной облигации заложен не столь высококлассный актив, то тогда вступает в силу требование о том, что эмитент должен гарантировать своим приобретателям, некавалифицированным инвесторам, что размер потерь не превысит 30%. Логично описать это по плавной кривой.

Далее. Отказались от того, чтобы ограничивать субъектный состав эмитентов структурных облигаций, потому что нормально проконтролировать это, особенно после того, как облигация вышла в свет, невозможно: нельзя запретить передавать долю в специализированном финансовом обществе, например. Понятно, что изначально субъектный состав эмитентов ограничен напрямую законом. Поэтому от этого отказались, это не нужно.

Также отказались от критерия делать структурную облигацию доступной некавалам только в случае, если она размещается на биржах. Это излишество фактически.

Принцип прозрачности — да, это очень важный момент. Он в нашей концепции остался. Допустимость выплат по структурной облигации или денежных средств, или ценными бумагами — да, это тоже осталось в концепции. Здесь мы все-таки не согласны с тем, что это определяет эмитент. Если он предлагает либо деньги, либо базовый актив, то это должно происходить на усмотрение приобретателя-некавала.

Далее. То, что осталось на уровне обсуждения с рынком. Частично я уже сказала: установление предельных уровней потерь инвесторов (предлагалось не устанавливать предельный уровень потерь для структурных облигаций с классной базой) — здесь мы согласились, это включено в концепцию.

Ограничение количества контрольных лиц. Да, мы согласились с тем, что

можно брать четыре контрольных лица, это нормальный подход, достаточный для понимания инвесторов.

Относительно уровня сложности и порядка определения сумм выплат — это невероятно сложно заложить в описании нормативного акта, поэтому отказались в сторону прозрачности и в сторону тестирования, об этом я тоже отдельно расскажу.

Итого, что сейчас представляет собой концепция критериев структурных облигаций для некавалифицированных инвесторов?

Первое — либо качественная база и высокорейтинговый эмитент бумаг, от которого зависит выплата по структурной облигации, либо высокорейтинговое контрольное лицо. Это первый вариант уровня защиты. В этом случае не требуется ограничивать максимальный уровень потерь. Если база не столь классная, то максимальный уровень потерь ограничивается 30% на горизонте до трех лет, и это определяется по кривой.

Второй критерий — выплаты по структурным облигациям должны происходить деньгами или качественным базисным активом по выбору владельца структурной облигации.

Что такое качественный базовый актив? Для того чтобы некавалифицированный инвестор мог получить в собственность бумаги или инструменты, он должен иметь возможность их в принципе приобретать. Поэтому в базу не может быть заложен тот инструмент, который не доступен для приобретения некавалифицированным инвестором. Логика, я думаю, очень простая и понятная, здесь вопросов особенных возникать не должно.

Единственно, мы пришли к выводу о том, что производный финансовый инструмент как базовый актив для структурной облигации, предназначенной для некавалов, невозможен. Поэтому его мы исключаем из возможной базы.

Третий критерий — понятность базового актива. Здесь, в общем, тоже все понятно.

Четвертый критерий — прозрачность базового актива. Достигнуть ее можно только за счет раскрытия информации об этом базовом активе. Уже, по-моему, Данила Панин сказал о том, что самым важным для нормальной работы с клиентом является как раз раскрытие информации о том, что за инструмент он получает. Это верно, с этим мы полностью согласны. Для структурной облигации, предназначенной некавалам, должна быть прозрачна сама структурная облигация, но также должен быть прозрачен ее базовый актив. Это означает, что эмитент структурной облигации добровольно берет на себя обязанность раскрывать информацию о базовом активе, а также обязанность заложить в структуру своей облигации возможность владельца требовать досрочного погашения в том случае, если эмитент нарушил взятое на себя добровольное обязательство о раскрытии информации относительно базового актива.

И последний критерий, который регулятор с рынком не обсуждал, мы сформулировали его внутри себя. Это фактически введение требования, чтобы внутри структуры такой облигации не было заложено большое плечо. То есть соотношение объема базового актива и объема размещаемых облигаций должно находиться в определенных рамках. Это новая штука, мы ее с рынком не проговаривали. Обсудим, когда регулятор вынесет на обсуждение текст нормативного акта. Возможно, здесь тоже какие-то интересные мысли прозвучат, мы их тоже воспримем.

Такова в общих чертах концепция критериев, которые будут положены в нормативный акт Банка России о критериях. Плюс частично вступил в силу (и с 22 апреля 2022 года полностью вступит в силу) закон о категоризации инвесто-

ров, — в связи с этим два обстоятельства очень важных.

Во-первых, под тестирование неквалифицированных приобретателей структурной облигации будут заложены отдельные правила. Очень простые. Если приобретение базового актива требует для неквалифицированного инвестора тестирования, значит, соответственно, приобретение облигации с включенным туда базовым активом, требующим тестирования, также требует тестирования. Логика простая, она, соответственно, будет заложена в другом нормативном акте. Даже это, наверное, будет не нормативный акт, это будут правила продаж, но подход будет ровно такой. Я надеюсь, Елена Шервуд более подробно об этом упомянет в своем выступлении.

Ну, и последнее. Нам показалось, что очень правильно и логично связывать вступление в силу нормативного акта о критериях для структурных облигаций под некавалов со вступлением в силу правил продаж, то есть вступление в силу закона о категоризации инвесторов в апреле 2022 года. Поэтому акт мы будем делать сейчас, и примем его либо в этом, либо в следующем году. Но в силу он вступит только вместе со вступлением всей нормативной или регуляторной базы под категоризацию инвесторов в апреле 2022 года. Собственно, все.

**Алексей Тимофеев.** Спасибо.

Смешанные чувства, я не знаю, что скажут остальные участники. В целом, как мне кажется, есть хорошее продвижение в отношении критериев, если не иметь в виду некоторые непонятные пока, требующие дополнительного обсуждения вопросы, как-то: качество базового актива и ограничение на плечо. И, конечно, плохая новость — откладываемое до 2022 года вступление в силу этих критериев.

Что касается правил продаж: да, тестирования еще не будет, а правила продажи уже вступают в силу с 1

января этого года. Во всяком случае, все участники финансового рынка, являющиеся членами двух профессиональных ассоциаций, должны будут подчиниться стандартам предложения финансовых инструментов, где структурным облигациям посвящены три отдельных паспорта. Поэтому я бы, честно говоря, предложил подумать об этом еще раз. Пусть, может быть, еще не будет готово решение по тестированию, но что касается деятельности сейлзов и инвестиционных советников, все решения есть.

Конференция сейчас продолжится. У всех ее участников будет возможность высказать собственную точку зрения по поводу того, что они услышали, и я буду признателен вам, если вы это сделаете.

А сейчас я бы хотел обратиться к Елене Шервуд. Может быть, Лена поделилась бы своими соображениями об отношении к структурным продуктам с точки зрения защиты.

Важно понять, что существуют очень простые структурные продукты, но очень многие структурные продукты — сложные. И здесь без доверия к индустрии, наверное, обойтись нельзя. Конкуренция, хороший регулятивный баланс (я имею в виду правильные критерии отнесения инвесторов к квалифицированным и неквалифицированным, ограничение доступа к тем или другим инструментам, не чрезмерные правила по тестированию) — все это очень важно для того, чтобы этот комплекс сработал. И, с одной стороны, защитил бы интересы инвесторов, а с другой — позволил бы рынку развиваться на началах конкуренции, где именно экономические соображения обеспечивали бы защиту интересов инвесторов в большей, может быть, степени, чем регулятивные решения. Лена, тебе слово.

**Елена Шервуд.** Алексей, спасибо.

Коллеги, также хочу выразить благодарность и НАУФОР, и Московской

бирже, что у нас есть возможность встретиться и поговорить на такую важную тему, как структурные продукты. В целом хочу рассказать о своем видении защиты на этом рынке и о том, как регулятор видит этот инструмент в плане именно понимания его инвесторами.

Ну, наверное, первое — это поступление жалоб. Тут стоит отметить, что жалобы есть — как на сам продукт, так и на порядок продаж либо брокерское обслуживание по нему.

В рамках выступления предыдущих спикеров я выделила для себя тему понимания. Потому что инвестору нужно понимать, что на рынке нет плохих продуктов как таковых: есть, во-первых, сложные для понимания продукты; во-вторых, могут быть некачественные продажи таких продуктов. Я бы остановилась именно на рисках и сложности.

Есть риски, потому что продукт рискованный, и есть сложность — сложность в понимании продукта. Но есть еще второй риск — продаж. Продажа должна быть очень качественной. При продаже людям надо фактически разворачивать продукт, объяснять его спецификацию, что находится внутри. И, самое главное, говорить о том, какая есть защита и какие комиссии защиты в рамках использования этого продукта.

Наверное, есть еще один риск, в плане защиты инвесторов, — риск предложения продукта определенным слоям населения. Есть так называемые долгие продукты. Есть особый подход к защите, в том числе, если человек покупает через дистанционные каналы продаж. Вот эти особые риски по предложению продукта незащищенным слоям населения тоже нужно отрабатывать.

Если говорить, куда мы движемся в рамках важности понимания природы структурных продуктов и их продаж неквалифицированным инвесторам, то тут я остановлюсь на четырех важных составляющих.

Первое — повышение качества информирования. Вот я слышала, предыдущие спикеры говорили о теме ИСЖ. Важно отметить, что для ИСЖ уже установлен нормативный порядок создания паспорта продукта. Мы сейчас в рамках саморегулирования установили определенные формы КИДов (ключевых информационных документов) для сложных продуктов. В частности, это структурные облигации с возможностью досрочного автопогашения, со встроенным кредитным риском или с доходностью, которая зависит от индекса. Планируется, что с декабря приступим к уведомлению в рамках КИДов.

Важно все объяснить и показать, не допускать формального ознакомления инвесторов с такого рода документами.

Тему раскрытия информации регулятор затронул в консультационном докладе о предложении сложных финансовых инструментов. Там мы говорили о едином формате КИД, чтобы потребитель имел единый формат представления информации и мог сравнивать разные продукты: структурные продукты, продукты с инвестиционной составляющей.

Самое главное — это простая, краткая, доступная для понимания форма. Тут возникают основные диспуты: что именно является простой, краткой, понятной формой. Потому что очень часто то, что мы понимаем как юристы, как экономисты, как профессиональные инвесторы, непонятно некавалифицированным инвесторам, сложно для их понимания.

Но есть еще тема тестирования: а не подписал ли человек уведомление о рисках не глядя, ознакомился ли с ключевым информационным документом, понимает ли тот продукт, который покупает?

Тут мы обсуждаем, в том числе с саморегулируемыми организациями, несколько блоков вопросов. Первый блок — вопросы понимания: пони-

мает ли человек рынок? Понимает ли он риски, возникающие на рынке? Второй блок — понимание инструмента. Изменения в законодательство, мы уже это проговаривали, вступают в силу с 1 апреля 2022 года, но сейчас наша главная задача — обеспечить глубину и полноту вопросов для тестирования, чем регулятору вместе с индустрией нужно будет заняться в ближайшее время. Очень важно, с одной стороны, не перезагрузить тестированием, а с другой — сделать его достаточным.

Ну и, четвертый блок — это правила продаж. Когда мы говорим о механизме тестирования, то помним, что это определенная брокерская услуга. Но нельзя забывать о внебиржевых продажах инструментов, в том числе, в рамках агентских продаж. Тут очень важно проговорить о законодательном закреплении правил продаж для того, чтобы агенты, предлагающие те или иные продукты, в том числе в рамках внебиржевых сделок, тоже имели законодательно определенные правила предложения этих продуктов. А самое главное, чтобы существовала определенная ответственность за нарушение этих правил продаж.

Вот, наверное, наиболее важные темы для защиты прав потребителей, по которым мы планируем двигаться дальше. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Елена, спасибо большое. Я думал о том, каким могло бы быть временное решение для проблемы, о которой говорила Ирина. И подумал, что если бы (мы же рассматривали такой вариант) правила тестирования в отношении структурных облигаций были установлены на уровне внутренних стандартов саморегулируемых организаций, то мы могли бы справиться с этой работой относительно быстро. И уже до вступления в силу закона о категоризации, до 1 апреля 2022 года, возможно, получили бы решение по доступу некавалифицированных инвесторов. Пусть временное решение, но решение по доступу некавалифици-

рованных инвесторов к структурным облигациям.

Думаю, что все участники конференции разделяют мою точку зрения, что задержка в этом смысле вредна развитию рынка, увеличивает его перекосы и, скорее, вредит интересам инвесторов, чем защищает их. Давайте это обсудим. Второе, чего я хотел от Ирины — получить обещание, что мы в ближайшее время встретимся для продолжения этих консультаций. Сейчас мы, наверное, поступим так. Я предлагаю всем участникам конференции высказаться по поводу тех инструментов, которые мы до сих пор не обсуждали: несекьюритизированные, внебиржевые производные финансовые инструменты, структурные продукты не в секьюритизированной форме. Давайте это обсудим. И, как я уже сказал, буду также рад вашим комментариям в отношении выступлений Ирины Оснюк и Елены Шервуд.

Могу я попросить начать Эдварда Голосова? Если он даст общие подходы, я думаю, это будет очень полезно для продолжения разговоров, в том числе, для наших коллег из Центрального банка, для того чтобы, может быть, лучше подчеркнуть различия производных финансовых инструментов, их значение и смысл интереса розничных инвесторов к ним.

**Эдвард Голосов.** Да, спасибо, Алексей. Слайд уже виден. Постараюсь сфокусироваться на самых основных чертах этих инструментов — почему они существуют, какую роль играют, почему удобны? Мы говорим о ПФИ, это производный финансовый инструмент, который выпускается на внебиржевом рынке.

Вот две колонки: в центре — собственно ПФИ, производные финансовые инструменты, а для сравнения, в последней колонке — ноты по западному праву. Нот по западному праву мы выпустили в прошлом году примерно на 40 млрд рублей, в этом году уже на 30 миллиардов рублей; в прошлом году сделано 60 выпусков, думаю, в этом году

дойдем до 40-45 выпусков. Мы используем и тот, и другой инструмент.

Итак, скорость выпуска. Как правильно сказал Антон, можно выпустить ноту в течение дня. Для сравнения: для наших нот срок выпуска составляет от 7 до 14 дней. Раньше это занимало больше времени, спасибо «Московской бирже», они ускорились. Но все равно на выпуск уходит минимум 6-7 дней. Естественно, если есть, допустим, состоятельный клиент, который хочет сделать сделку сейчас, а не через неделю, то инструмент ПФИ более удобен.

Минимальная сумма инвестиций. Производный финансовый инструмент можно делать от 10 тысяч рублей. Это базируется на экономике. То есть, инфраструктура настолько дешевая, что можно сделать производный финансовый инструмент от 10 тысяч рублей. Я думаю, можно и ниже выпускать, но это просто уже не имеет большого смысла в плане продаж и маркетинга. В то время как для ноты стандартная сумма 1250 долларов либо 1250 евро, то есть, скажем так, от 100 тысяч рублей.

Стоимость выпуска. Практически нет прямых расходов. Если имеется инфраструктура, то дополнительные koszty на новый выпуск практически нулевые. В то время, как за выпуск нот надо заплатить совершенно четкую сумму. Причем в случае западных нот она меньше, потому что рынок более эффективен, он дольше живет. Наша структурная облигация под российским правом, как уже многие участники говорили, пока дороже. Мы надеемся, что станет дешевле, но пока дороже.

Далее, кастомизация. Этот инструмент позволяет сделать кастомизированный структурный продукт под клиента. В то время, как при выпуске ноты меньше определенного номинала расходы не отобьются. Планка — от 300-500 тысяч долларов, как правило, ниже не опускается. В то время как кастомизированный ПФИ можно сделать для одного клиента, с минимальным объемом.

Фиксация рыночных условий. Мы не выпускаем инвестиционные облигации с полной защитой капитала. Когда мы делаем продукт с полной защитой капитала, то, как правило, это ПФИ. Только так можно сделать продукт максимально понятным для клиента, который ничего, кроме депозитов, не использовал.

Ведь когда человек приходит за депозитом в банк, он может прийти сегодня, прийти завтра — в любой день ему предлагают одни и те же условия. Вот срок депозита, вот сумма депозита, вот процент, ну и плюс еще условия. Все рассказали и объяснили. Если речь идет о секьюритизированном структурном продукте, то там происходит процедура пулирования. Набираются заявки, потом происходит сам выпуск, условия фиксируются немножко позже, чтобы они были одними и теми же для всех клиентов. То есть, процедура сложнее. В то время, как для выпуска ПФИ не надо ничего пулировать, определять условия позже и прочее. Можно делать этот ПФИ каждый день: да, рынок дышит, цена акции ходит туда-сюда, но ты выпускаешь на одних и тех же условиях. Поэтому можешь разместить условия, условно, в мобильном приложении или на цифровом канале: акции такие-то, параметры такие-то. И эти условия всегда будут справедливыми вне зависимости от того, как гуляет цена.

Собственно, вот эта гибкость ПФИ помогает выпустить этот инструмент на срок один, два, три месяца. Конечно, можно и ноту выпустить на один, два, три месяца. Но если думать о конвейере, то это становится дорогим удовольствием: на короткий срок выпускать сравнительно дорогие инструменты.

Ликвидность. Точно так же. Понятно, биржевой инструмент всегда можно продать. Но, чтобы его продать, кто-то должен выполнять роль провайдера ликвидности, маркетмейкера. Здесь есть возможность досрочного расторжения. Ноты можно выпускать в разных валютах, но в России только в рублях.

Если переключиться на следующий слайд, то вот график, который очень просто объясняет, как, собственно, работает продукт. Всегда есть защита капитала. При погашении продукта человек в любом случае получит то, что инвестировал в первый день. То есть, если человек говорит: «Работал только с депозитами, хочу попробовать что-то похожее», — то для него наиболее просто выпускать, по нашему опыту, именно ПФИ.

Заканчиваю. Каковы две основные причины, по которым ПФИ востребованы, причем не только у нас, но и на западе? Это, как я уже сказал, во-первых, простота и быстрота выпуска, низкие расходы. Во-вторых, возможность кастомизации, когда клиент приходит и говорит: «Я посмотрел ваше стандартное предложение, там корзина бумаг (к примеру), а я не верю в компанию «Тесла». Можете «Теслу» быстро заменить на что-то другое?». Если бы мы выпускали ноты — это долгая процедура, и, как правило, для одного инвестора бы ее не сделали. А здесь можно просто заменить один базовый актив, пересчитать и предложить клиенту продукт.

Но на Западе и расходы, и тайм-ту-маркет гораздо ниже. Потому что, когда западный эмитент хочет выпустить ноту, он, условно, посылает в Евроклир e-mail: «Мне нужны 10 ISIN». И ему их дают. С российскими провайдерами так не работают. Поэтому у нас получается немножечко дольше. Но вторая причина — возможность кастомизации — совершенно четко работает. На Западе ПФИ с кастомизированными корзинами предлагают состоятельным клиентам и частные банки, и провайдеры структурных продуктов без проблем. Инструмент очень важный и нужный. Но для российских секьюритизированных инструментов надо решить проблему с расходами и с фактором тайм-ту-маркет. Мне кажется, будущее у этого продукта есть. Спасибо.



**Алексей Тимофеев.** Спасибо, Эдвард. Эдвард, по-моему, очень убедительно объяснил, почему спрос на его внебиржевые инструменты сохранится и в отсутствие инструментов биржевых. И, вероятно, ему не придется беспокоиться, стоит ли их секьюритизировать, нет ли. Он так и продолжит предлагать внебиржевые инструменты, если мы не допустим неквалифицированных инвесторов к биржевым структурным облигациям раньше, чем об этом сказала Ирина.

Антон Плясунов следующий.

**Антон Плясунов.** Алексей, спасибо. Есть структурные продукты, а у них есть оболочка. Структурная облигация — это вариант оболочки, мы очень надеемся, что он будет хорошим. Инвестиционная или, как вы сейчас сказали, квазиструктурная облигация — это вариант оболочки. ПФИ или там ВПФИ (внебиржевой производный финансовый инструмент) — тоже вариант оболочки структурного продукта. В этом смысле для регулятора вообще, как мне кажется, не должно быть важно, в какой именно оболочке инструмент существует.

Абсолютно все равно, в какой оболочке мне продают структурный продукт, категорически неважно. КИДы, понимание сути продукта, контроль продаж — вот правильный путь. Здесь регулятор очень правильно движется, и мы готовы это вместе обсуждать.

Образовательная часть структурных продуктов — это очень важный момент. По большому счету, лучше бы нас обязали учить клиентов. Повышение финансовой грамотности — объективно нужно.

Возвращаясь к тому, что говорил Эдвард. Да, ПФИ — это очень быстрый, очень удобный, очень простой инструмент, который очень подходит для индивидуальных сделок. Он должен регулироваться ровно так же, как любой другой структурный продукт: те же самые КИДы, те же самые паспорта. Это совершенно нормальный подход. Целиком

от ПФИ уйти не получится, потому что всегда будут узкие ниши, где ПФИ сделать проще и быстрее. Место для ПФИ всегда должно оставаться. Просто регулирование должно быть таким же.

**Алексей Тимофеев.** Антон, спасибо большое. Дмитрию Енукову следующее слово.

**Дмитрий Енуков.** Да, спасибо большое. Прокомментирую коллег. Действительно нужно анализировать все инструменты совокупно, причем с точки зрения целей финального клиента. Думаю, что все банки готовы посвящать много времени именно диалогу с клиентом в плане понимания продукта. Потому что банкирам тоже нужно работать спокойно, чтобы потом не возникало с клиентом каких-то нюансов.

Мы для себя сейчас поняли, во-первых, что клиенты относятся к риску гораздо спокойнее, чем раньше. Во-вторых, диалог клиентов с банкирами сейчас стал гораздо более открытым. У нас в этом году большую часть продаж продуктов составляют индивидуальные стратегии. Мы слушаем, чего клиент хочет, и возвращаемся к нему с решением, с учетом сложности этого решения, быстро или не очень быстро. Это важно, потому что клиенты доверяют банку в плане качества решений, но у них всегда теперь есть право подискутировать

Третий момент — валюта. Если раньше в качестве валюты продаж структурных нот доминировал доллар, то в этом году — также и евро, и рубли. Это итог снижения ставок, но это еще также итог обучения клиента. Стратегии у клиентов тоже удлинились. Клиенты понимают, что краткий срок — это риск. Поэтому появляются более длинные стратегии, на 3–5–7 лет.

Исходя из этих критериев, мы уже готовимся к тому, что будет в 2021. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Дмитрий, спасибо. Мне кажется, очень важна история эволюции клиентов и то, какую роль

играет индустрия в такой эволюции. Действительно, деревья не растут с той скоростью, которой нам хотелось бы. Но если ограничить их рост, то расти они будут медленнее возможного. Мне кажется, правильно было бы положиться на процесс эволюции. Идет ли речь о состоятельных или розничных клиентах, не важно, — все они становятся более разнообразными в своих предпочтениях и чем дальше, тем больше научаются работать с финансовой индустрией. Следующий, кому я бы предложил выступить, пусть будет Данила Панин.

**Данила Панин.** Спасибо за слово.

Тема ПФИ в качестве оболочки для структурных продуктов у нас не очень сильно используется, если анализировать наш клиентский опыт. И я, наверное, не соглашусь с идеей, что любая оболочка хороша. Так или иначе, для структурных продуктов все же разное регулирование, разные налоги для разных оболочек. И при всех плюсах ПФИ, у них есть один значительный минус, который остановил массовое их использование. В рамках ПФИ клиент не может двинуть свой структурный продукт в любую другую компанию, где бы ему хотелось обслуживаться.

И конечно же, не стоит забывать о кредитном риске для контрагента по сделке с ПФИ. Но, принимая во внимание остальные факторы, я считаю, что ПФИ найдут свой спрос. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Данила, спасибо. Чем дальше, тем менее логичной кажется мне идея отложить решение для неквалифицированных инвесторов до 2022 года. Действительно, отсрочка до 2022 года связана не только со сроком, необходимым на разработку базовых стандартов по тестированию, но вообще с соглашением на то, что до 1 апреля 2022 года будут применяться действующие правила. Они будут применяться ко многим инструментам, которые будут предполагать тестирование в 2022 году. Таким образом, очень многие инструменты, которые хорошо бы тестировать,

будут продаваться до 2022 года без тестирования. И лишь в 2022 году — с тестированием. Почему в списке этих инструментов наиболее пострадавшими оказываются структурные облигации, кажется нелогичным. Наверное, следовало бы согласиться с тем, что до 2022 года и эти облигации, и эти инструменты могут продаваться по старым правилам. То есть, могут продаваться, как другие инструменты, сопоставимые по рискам, требующие тестирования с точки зрения нашей и регулятора.

Павел Васильев будет следующим, и, наверное, последним из выступающих, во всяком случае, от рынка. Если Ирина захочет дать комментарий, я с большим удовольствием ей такую возможность предоставляю. Павел, прошу тебя.

**Павел Васильев.** Спасибо большое. Конечно, онлайн-встреча создает некоторые сложности. Мне бы очень хотелось услышать реакции наших слушателей, которые, надеюсь, следят за нашим диалогом.

Спасибо большое уважаемым представителям регулятора за, можно сказать, новостную сенсацию. То, чего мы пытались добиться в течение года, нам сейчас высказали по поводу критериев для структурных облигаций для неквалифицированных инвесторов. Конечно, как всегда дьявол будет в деталях, но первое ощущение сдержано-позитивное. Мы рады этому шагу вперед, и я благодарю Ирину.

Хотел бы тоже немножко сказать по теме внебиржевых инструментов. В Сбербанке мы эту возможность рассматривали, но пришли к мнению (основанному на высказанной уже аргументации), что для нас наиболее оптимальной является секьюритизированная форма структурных продуктов. Тем не менее, мы абсолютно поддерживаем коллег, которые говорят, что будь ли это структурный депозит, ИСЖ, НСЖ, будь ли это структурная облигация или внебиржевой ПФИ — это, действительно, по сути одинаковые продукты, просто с разными

степенями риска. И я бы очень призвал регулятора это признать и подходить с единым взглядом на регулирование этих продуктов, оценивая их не по форме, а по той степени риска, которую они в себе содержат.

В дополнение к тому, что сказал Дмитрий Енуков, я хотел бы сказать, что все участники этого рынка должны серьезно подумать о клиентском пути в целом. Это не значит, что нужно ограничиться детальным рассказом клиенту о том, что он покупает в момент, когда ты ему продаешь инструменты. На самом начальном этапе клиенту важно понимать, что с инструментом происходит в ходе его жизни. Почему он упал, почему вырос? Какие ожидаются корпоративные действия — те самые выплаты/невыплаты купона? Почему купон пропущен, почему он посчитан в таком объеме? Почему произошел досрочный отзыв или, наоборот, не произошел отзыв, когда клиент ожидал этого инструмента? Все это (особенно в дистанционном формате) требует доведения до клиента информации не только в результате обращения клиента к своему клиентскому менеджеру. Клиент должен знать, где эту информацию получить в удобном и понятном ему формате.

Я думаю, что для нас челендж на 2021 год — построить этот клиентский путь, проводя клиента по всему жизненному циклу инструмента. Мы считаем, что это даст нам возможность увеличить объемы и повысить лояльность клиентов как к продукту, так и к эмитенту в целом.

Напоследок я хотел бы еще раз все-таки вернуться к тому, что нас также интересует ускорение, упрощение и гибкость эмиссии этого нового продукта, причем ориентированного не только для неквалов. Ну послушайте вы профессионалов, мы вам рассказываем, как этот рынок существует на Западе, как он работает. Не пытайтесь делать посконно-общинные структурные облигации, какие должны существовать только в России. Давайте делать так, как

это делают на Западе. Давайте не бояться того, что в структурные облигации будут зашиты какие-то токсичные активы, и все взорвется. Здесь наши интересы едины. Давайте делать процедуру быстрой, давайте делать эмиссионную документацию гибкой, а не пытаться ее загачивать грубым напильником. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Павел, спасибо. Последние выступающие вообще старались доказать, что структурные облигации не только не хуже других, требующих тестирования структурных продуктов, но что они лучшие из структурных продуктов. И отложить доступ к ним для неквалифицированных инвесторов — вредно и, как мне кажется, нелогично.

Я, прежде, чем переспрошу Ирину о ее готовности прокомментировать выступления коллег, дам слово Кириллу Пестову. Кирилл, ты хотел бы что-то добавить? Все, что сочтешь полезным прокомментировать, мы в твоём распоряжении.

**Кирилл Пестов.** Да, Алексей, спасибо большое. В первую очередь я, конечно, хотел бы поддержать тебя и коллег, которые говорят, что не стоит дискриминировать прозрачный и понятный, задокументированный по строгим стандартам документ — такой, как структурная облигация, выпущенная по российскому праву. Надо дать возможность продавать этот продукт неквалифицированным инвесторам и не дожидаться вступления в силу закона о квалификации инвесторов в новой редакции. Это первое.

Вторая история — я действительно слышу пожелания коллег в плане ускорения процедуры. И, со своей стороны, как биржа, как инфраструктура заверяю, что мы будем продолжать диалог в плане изменений подхода к тарификации этих инструментов, чтобы сделать их конкурентоспособными. А с другой стороны, в плане опять же убыстрения процесса хочется вернуться к теме выпуска биржевых структурных облигаций по российскому праву. Чтобы биржа могла

сделать процесс выпуска более быстрым и дать ту гибкость, о которой просят участники. Мы готовы участвовать в этом процессе и перестраивать собственную инфраструктуру, чтобы тоже идти навстречу рынку. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Кирилл, спасибо. Ирина, я как минимум жду от тебя приглашения к продолжению консультаций как можно скорее по окончании этой конференции. Ну, и все, что ты сочтешь полезным прокомментируй. Будь так любезна.

Полностью поддерживаю Павла. Дьявол кроется в деталях, и некоторые из идей, о которых говорила Ирина, требуют разъяснений, но тем не менее. Это очень хорошее продвижение вперед. Все те вопросы, по которым мы как будто бы достигли согласия осенью прошлого года, — это ведь тоже были компромиссы, на которые мы пошли в ответ на более жесткий подход Центрального банка. Теперь Центральный банк отказался от большинства из таких предложений. Это освобождает нас от компромисса, которому мы радовались осенью прошлого года. Раз компромисса можно избежать, то мы рады еще больше. Давайте обсудим неясные моменты, и конечно же, вернемся к обсуждению вопроса о сроке вступления в силу этого нормативного акта.

Ирина опять с нами. Ирина, прошу тебя.

**Ирина Осюк.** Да, Алексей, в ближайшее время точно соберемся для обсуждения уже текста нормативного акта, в который будет заложены те идеи, которые сейчас были озвучены в виде концепции.

Я понимаю, что самое большое неприятие вызвала идея об отложении вступления в силу на момент апреля 2022 года, но это решение принималось на очень высоком уровне. Поэтому тут я могу сказать только, что можно продолжить дискутировать, но надо будет поднимать дискуссию на более высокий уровень.

В связи с этим я бы предложила НАУФОР сделать обращение на имя Сергея Анатольевича Швецова о том, что получено консолидированное мнение рынка относительно идеи переноса вступления в силу норматива о критериях вступления в силу всех положений закона о категоризации инвесторов. Что это, по мнению рынка, вредно, плохо (конечно, тут неплохо было бы привести аргументацию). Чтобы после получения такого письма вопрос обсуждали уже не на уровне рабочей группы, а выше.

Дальше самым сложным вопросом, является, на мой взгляд, то, о чем говорил Павел, — необходимая гибкость и простота эмиссионной процедуры. Думаю, что это не предмет для обсуждения на конференции, но тем не менее замечу: мы не готовы сразу подходить к рассмотрению вопроса о передаче регистрации выпуска структурных облигаций бирже. В вопросе разграничения регистрационных полномочий Банка России и биржи регулятор шел по определенным канонам и будет придерживаться их. А правила такие: сначала Банк России обкатывает инструмент и только потом передает его регистрирующим организациям.

Упрощать процедуру, сокращать сроки — все это договорные моменты. Конечно, сейчас эта тема идет долго и сложно, поскольку она новая, причем и для регулятора новая. Чем дальше, тем будет быстрее, и быстрее, и быстрее. Центральный банк всегда открыт к переговорам по срокам как минимум.

Глобально упростить процедуру и сделать ее более гибкой можно только по результатам какого-то опыта, в том числе, у регулятора. Поймите, для нас это тоже совершенно новая тема.

Поэтому а) будем продолжать обсуждать критерии уже в виде нормативного акта; б) будем взаимодействовать, и, хотя бы там, где можем, идти друг другу навстречу с тем, чтобы процеду-

ру делать более комфортной для всех сторон. Мы открыты к переговорам. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Ирина, спасибо.

А теперь, уважаемые коллеги, дорогие друзья, позвольте от вашего имени поблагодарить зрителей за их внимание к вашим выступлениям, а от их имени позвольте поблагодарить вас за ваши выступления. Мне показалось, это было очень интересно, спасибо вам большое. До свидания. ■