

Защита розничных инвесторов

Национальная ассоциация участников фондового рынка 14 апреля провела онлайн-сессию «Защита розничных инвесторов». Сессия прошла в рамках ежегодной конференции НАУФОР «Российский фондовый рынок».

Фотографии Павел Перов

В дискуссии принимали участие представители регулирующих органов и брокеров, она коснулась круга доступных финансовых инструментов, раскрытия информации о рисках, процедуры тестирования при приобретении сложных финансовых инструментов.

Участники: Михаил Мамута (руководитель службы Банка России по защите прав потребителей и обеспечению доступности финансовых услуг, член Совета директоров Банка России); Илья Васильев (руководитель брокерского бизнеса АО «АЛЬФА-БАНК»); Эдвард Голосов (заместитель председателя правления по инвестиционному и страховому бизнесу ИК «БКС Мир инвестиций»); Владислав Кочетков (президент, председатель правления АО «ФИНАМ»); Дмитрий Панченко (директор инвестиционного бизнеса АО «Тинькофф банк»), Андрей Салащенко (заместитель генерального дирек-

тора по взаимодействию с органами власти и общественными организациями АО «Открытие Брокер»), Иван Чебесков (директор департамента финансовой политики Министерства финансов РФ); Владимир Яровой (управляющий директор SberCIB).

Модератор — Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

Алексей Тимофеев. Уважаемые коллеги, дорогие друзья, рад приветствовать вас на очередной конференции НАУФОР. Точнее говоря, сегодняшняя сессия — это часть нашей большой традиционной конференции «Российский фондовый рынок», она будет проводиться онлайн-частями.

Сегодня мы собрались для того, чтобы поговорить о защите розничных инвесторов на фондовом рынке. Это исключительно актуальная тема, в течение последнего времени она является пред-



метом многочисленных и довольно бурных дискуссий. Что совершенно понятно, имея в виду тот интерес, который в последнее время демонстрирует розничный инвестор к фондовому рынку. И немудрено поэтому, что нас (имею в виду и индустрию, и Центральный банк, и саморегулируемые организации) заботит та степень комфорта, на которую может рассчитывать розничный инвестор. Создана ли на российском фондовом рынке та степень комфорта, которая позволяет розничному инвестору рассчитывать на этот рынок как на место увеличения своего благосостояния, адекватно ли его представление о рисках, которые ему предлагаются?

Вот об этом обо всем мы поговорим сегодня.

Миллионы граждан выбирают для инвестиций фондовый рынок, считают его реальной альтернативой банковским вкладам. Они впервые знакомятся с финансовым инструментарием и рисками, которые присущи фондовому рынку, которые отличают его от привычного до сих пор населению рынка банковских вкладов. На фондовом рынке еще не так много частных инвесторов: 11 млн — скорее желаемая, чем действительная цифра. Большинство счетов являются нулевыми, но тем не менее даже такие счета — это правильный, важный шаг на фондовый рынок. И чем дальше, тем

больше средств будет вкладывать население в ценные бумаги. Наша общая забота о том, чтобы граждане не беспокоились о том, что могут быть обмануты на фондовом рынке.

И здесь мы уже несколько лет выстраивали своего рода эшелонированную оборону интересов инвесторов. Видели ее как предоставление информации, паспортизацию отдельных инструментов, тестирование знаний и опыта клиентов, обращающихся за относительно сложными финансовыми инструментами.

Нам кажется, что некоторые решения, которые были недавно предприняты Центральным банком, небесспорны в плане правильности. Мы думаем, что

решение об ограничении доступа неквалифицированных инвесторов к структурным продуктам является непропорциональным и масштабу проблем, которые на рынке реально существуют, и выбору инструментария. Проблемой является мисселинг, и да, мисселинг на фондовом рынке бывает. Нам кажется, однако, что надзорные меры (которых у Центрального банка и саморегулируемых организаций достаточно) могли бы лучше справиться с нарушениями. Эти меры могли бы наказать тех, кто в самом деле виновен в мисселинге вместо того, чтобы наказывать всю индустрию, ограничивать всем инвесторам доступ к целым группам финансовых инструментов. На фондовом рынке нужно найти ту границу патернализма, которая, с одной стороны, обеспечила бы розничным инвесторам необходимый комфорт, а с другой — не ограничила рынок в выборе финансовых инструментов, в конкуренции, которая, на мой взгляд, играет в деле защиты интересов инвесторов очень большую роль (может быть, не меньшую, чем конкретные регулятивные решения).

Для того чтобы обсудить эту тему, мы собрались сегодня с коллегами из Центрального банка и индустрии.

Первым попросил бы высказаться Ивана Чебескова. Иван, как ты видишь государственную политику на финансовом рынке, как ты видишь вызовы, с которыми рынок сталкивается, и решения, которые являются наиболее адекватными в этих обстоятельствах?

Иван Чебесков. Друзья, коллеги, добрый день! Алексей, спасибо большое за возможность участвовать в этой важной дискуссии. Мне кажется, у нас у всех цель тут едина. Подходы могут различаться, но цель единая — повысить доверие граждан, удержать их на рынке ценных бумаг, позволить им зарабатывать, улучшать свое благосостояние и

тем самым улучшать экономику нашей страны. И все мы рады, что такое большое количество частных инвесторов, наконец-то, пришло на наш фондовый рынок.

Я также соглашусь с тем, что Алексей говорил относительно многоуровневой обороны граждан. Я бы это перефразировал по-своему: мы думаем, что защитой инвестора является создание определенной архитектуры принятия решений и для профучастников, и для инвесторов. Чтобы те решения, которые принимают участники рынка, были выстроены таким образом, что отображали бы долгосрочные интересы инвесторов. Речь идет о комплексном подходе.

Мы, к сожалению, в последнее время концентрируемся на запретах или регуляторных изменениях. На мой взгляд, это вызвано необходимостью: на рынке действительно произошел некий сбой. Конечно, не все продажи сложных структурных продуктов были мисселингом, но количество мисселинга все равно было довольно высоким. В таких случаях (когда рынок дает сбой), к сожалению, приходится прибегать к механизмам в виде запретов. Законопроект, который сейчас рассматривается Государственной думой, — это, наверное, пример такого запрета. Хотя мы старались все вместе найти сбалансированное решение, но я понимаю, что с точки зрения рынка это, наверное, не самый идеальный способ урегулировать проблемы.

Что мы подразумеваем, когда говорим про комплексное принятие решений и комплексный подход? Мы должны вместе думать о том, чтобы повышать финансовую грамотность наших граждан, работать над этим. Вижу, что у некоторых из присутствующих коллег в мобильные приложения встроены обучающие материалы. Радует, что коллеги понимают ценность этого. Мы общались

с другими брокерами, они рассказывают, что обучение влияет на то, насколько клиент удовлетворен своей работой, насколько долго он остается с этим брокером. То есть, финансовая грамотность напрямую связана также с удержанием клиента и с удовлетворением его долгосрочных интересов. Это, конечно, очень позитивно.

Другая часть процесса, про которую мы всегда говорим, — тестирование. Многие говорят, что само по себе тестирование — это, отчасти, профанация. Я с этим не соглашусь. Да, конечно, какое-то количество людей будет проходить тесты просто так. Но я помню, когда в одном зарубежном брокере лет 20 назад проходил первый раз тестирование по опционам, то для меня это был образовательный контент, я многое изучил и понял. Тестирование — важная часть финансового образования, важная часть нашего комплексного подхода. И, конечно, важно выбирать правильные вопросы.

Третий момент — это система мотивации. Конечно, хотелось бы, чтобы сами компании выстраивали системы мотивации, исходя из долгосрочных интересов клиентов, как мы уже говорили. Сейчас это не всегда так. Были различные конкурсы, которые и предлагали путевки за границу менеджерам, продающим больше сложных продуктов, и ставили так называемые Management by Objectives, определенные цели по продаже сложных продуктов за дополнительные бонусы. Такое следует исключить. Менеджеры должны понимать (для этого должно пройти время, менеджеры должны обучиться, а системы мотивации поменяться), что те продукты, которые они продают, должны отображать интересы клиентов.

Нужно понимать, что существующее сегодня количество инвесторов невозможно обучить финансовой грамотности. Мы никогда их не защитим от

всех сложных продуктов, потому что для многих сложным продуктом может быть, например, акция. Поэтому надо говорить также про развитие института инвестиционных советников. Вкратце вот такие тезисы.

Алексей Тимофеев. Иван, спасибо большое. Я говорил, что решения, которые связаны с ограничением доступа к целым группам инструментов, должны являться исключением. Но нам, наверное, предстоит также убедиться в работоспособности системы, которую мы создаем. Напомню, что речь идет о раскрытии информации относительно общих рисков при заключении брокерских договоров, при совершении определенных операций (например, маржинальных, деривативных). Раскрытие информации о рисках, паспортизация (которая уже введена на уровне стандартов саморегулируемых организаций), и, наконец механизм тестирования (его целью является оценка знания и готовности клиента к операциям с наиболее сложными финансовыми инструментами) — вот элементы обороны, которую мы намерены выстроить. А затем будем очень аккуратно надзирать за этим: как Центральный банк, так и саморегулируемые организации.

Михаил Мамута: ему я бы хотел предоставить следующее слово. Михаил, как вы видите дальнейшее развитие событий, какие вы видите вызовы, которые стоят перед нами и перед Центральным банком?

Михаил Мамута. Коллеги, доброе утро, рад всех видеть! У нас такая дискуссия стала уже частью постоянной повестки, это позволяет не начинать каждый раз плясать от палки, а постепенно продвигаться вперед.

Во-первых, я хочу поблагодарить НАУФОР за организацию обсуждения. У нас сегодня принимает участие в дискуссии в основном профессиональная среда, мы ориентированы на

профучастников, поэтому будем выстраивать разговор, исходя из целевой аудитории.

Второе. Я подписываюсь под всем, что сказал Иван, могу не повторять. За последнее время у Банка России сложилось с Минфином очень хорошее взаимопонимание. А также единые подходы к оценке того, что происходит на рынке розничных инвестиций, и к выработке подходов по совершенствованию существующей системы.

Тем не менее, несколько слов, коллеги. В физике, как вы знаете, есть понятие модельного эксперимента. Он исходит из определенных предпосылок, смысл которых сводится к тому, что если все принимают правильные решения, то система ведет себя в соответствии с модельным прогнозом. Но, если переносить это на экономику, то уже, наверное, лет пятьдесят экономика мейнстрима постепенно замещается экономикой поведенческой. Первое: люди ведут себя в основном не так, как мы ожидаем. Второе: люди принимают решения, исходя в большей степени из сиюминутных побуждений, чем из реально качественного анализа ситуации. Согласно классической экономике, любой потребитель стремится к наилучшему для себя выбору, исходя из рациональных подходов. На самом деле это не так.

И мы сами, будучи не только брокерами, работниками банков, но и потребителями, принимаем те или иные потребительские решения, в значительной степени опираясь на то, что нам говорит продавец. Особенно, когда не знаем всей информации о продукте. Вот мы профессионалы в финансовом рынке. Но я вас уверяю, что любому из нас в какой-то сфере, в которой мы не так компетентны, можно продать почти что угодно. При условии, что продавец будет достаточно убедителен, что он будет говорить правильные сло-

ва, а у человека не будет возможности подвергнуть сказанное критическому анализу.

Именно поэтому сейчас такая большая ответственность возлагается на тех, кто непосредственно взаимодействует с инвестором, то есть на фронтлинию. Не только на человека, который продает, но также на программы, которые советуют, на приложения, в которых человеку предлагается сделать выбор инструмента. Не зря же именно моделям и качеству продаж на протяжении последних 20 лет уделяется такое большое внимание в странах с развитыми финансовыми рынками.

Сокращение дистанции между продуктом и потребителем или между продавцом и потребителем, повсеместное развитие онлайн, продаж в один клик, появление экосистем — безусловное благо. Мы можем получить любую нужную нам услугу или товар быстро, в момент, когда она нам потребовалась, экстерриториально. Но у этого блага есть и обратная сторона — ограничение выбора. Я думаю, многие из вас читали прекрасные книги по поводу поведенческой экономики, за последние 20–25 лет вышло несколько очень сильных книг (и Канеман, и Талер), они очень хорошо объясняют природу фактически принимаемых людьми решений и их ограничений. Именно поэтому то, что происходило в последний год на рынке продаж (особенно сложных финансовых инструментов), привлекло такое внимание.

Во-первых, Алексей, очень приятно, что ты признал, что мисселинг все-таки существует. Потому что мисселинг действительно существует. И, кстати, Банк России и вам, коллеги, и в другие заинтересованные структуры направил результаты нашего последнего мониторинга, который говорит о том, что мисселинг не прекратился, он просто переместился



из секторов продаж структурных продуктов в другие.

Надо отдать должное рынку, рекомендация регулятора от 15 декабря в целом исполнена, за исключением единичных случаев, действительно единичных. Те продукты, которые мы рекомендовали не продавать — структурные продукты, внебиржевые деривативы — не продаются. Но, например, продажи ИСЖ продолжают, на наш взгляд, с выраженным мисселингом. И мы сейчас дополнительное внимание уделяем взаимодействию с продавцами в этом направлении.

Первая системная дырка заключается в том, что действующее регули-

рование и система надзора не имеют специфических, так скажем, требований противодействия мисселингу. Алексей, ты правильно сказал, что можно бороться с конкретными проявлениями мисселинга: но для этого нужно иметь должные полномочия. Именно поэтому мы в некоторых случаях были вынуждены действовать в периметре всего рынка. Но именно принятие закона, который, кстати, сегодня комитетом по финансовому рынку был поддержан к внесению во втором чтении (буквально сегодня утром было заседание у Анатолия Геннадьевича Аксакова), дает нам возможность в дальнейшем обеспечивать

должную дифференциацию усилий. То есть применять меры точно, применять меры конкретно к нарушителям и использовать широкую вариативность этих мер, начиная от ограничения продажи и заканчивая правилами бай-бэка, которые, на наш взгляд, будут работать даже не столько как фактическая норма, а, скорее, как понимание, что она существует. Мы рассчитываем, что нам не придется к ней прибегать. Мы рассчитываем, что модели продаж будут скорректированы таким образом, что не возникнет необходимости пользоваться решительными мерами. Но тем не менее законодательное право, когда

оно появится, позволит бороться с исключительными проявлениями недобросовестных продаж с повышенной эффективностью.

Как только у нас появятся все необходимые полномочия, мы вместе с вами, коллеги, выстроим правила продаж. Определим, какая информация и как именно должна раскрываться потребителю. И я думаю, что ситуация в значительной степени сама собой урегулируется.

Когда появятся тесты (а мы активно совместно работаем над тем, чтобы они появились), я думаю, в значительной степени снимется и вторая проблема — понимания инвестором сути продуктов, которые он приобретает. Тестирование стало своего рода притчей во языцех, почему-то оно воспринимается как барьер для продаж. Но если признавать, что это барьер, то из этого следует не очень корректный вывод. Он звучит так: мы знаем, что люди не пройдут тест и не смогут, кроме как через «последнее слово», купить этот инструмент, поэтому считаем тест барьером. Но обратной стороной такого утверждения является следующее: мы знаем, что продаем людям продукты, которых они не понимают, но ничего плохого в этом не видим.

Так вот, задача тестирования заключается ровно в том, чтобы у человека была возможность осознанного выбора. Мы эти тесты много раз рассматривали и дорабатывали, и я надеюсь, в ближайшее время у нас будет финальный продукт, который можно будет применять на практике. Очень важно, чтобы эта система не обанкротилась на старте, чтобы тесты действительно позволяли проводить достаточно хорошую селекцию.

Хочу вам напомнить, что мы эти проекты тестов проверили на двух вузах: попросили сдать эти тесты студентов как профильных, так и непрофиль-

ных факультетов. Один вуз в Чувашии и один федеральный вуз в Москве. В Москве уровень сдаваемости оказался примерно 50%, а в Чувашии примерно 30%. О чем это говорит? Что даже относительно подготовленные ребята, которые получают профильное образование в хороших вузах, в значительной части не смогли сдать тесты, хотя там не такие уж суперсложные вопросы. Исходя из этого, давайте просто предположим, какое количество из 8,5 млн инвесторов, если бы захотели купить инструменты, подлежащие тестированию, тесты бы сдали.

Тем не менее, тест — это не запрет, даже если он провален. Есть «последнее слово», но оно находится на стороне клиента исключительно. То есть он может или приобрести непонятный ему инструмент, или передать тест. Закон не ограничивает количество сдачи тестов. По логике, если человек не сдал тест, ему проще пойти подучить (мы все были студентами, все знаем, как это работает), а затем передать. Наверное, разумный человек будет действовать именно таким образом.

Поэтому я в целом верю в тестирование. Эта система не защитит нас от людей, которые действуют против своих интересов: к сожалению, такие люди есть. Но все-таки, как показывает европейский опыт, это неплохая система, которая точно лучше, чем запрет.

Коллеги, на мой взгляд, появление новой архитектуры, которая запланирована законом в связке с базовыми стандартами и нормативными актами, направлена совершенно точно не против рынка. Регулятор не может быть против рынка, потому что мы точно так же, как и рынок, заинтересованы в росте числа инвесторов и в их заинтересованности оставаться на этом рынке надолго.

Мы против нарушения базовых правил и базовых принципов, заложенных

в основу добросовестного поведения, и я надеюсь, что здесь у нас с вами должен быть консенсус. Мы против того, чтобы инвесторы в силу своего незнания приобретали что-то, что впоследствии приведет к их серьезному разочарованию и в результате этого разочарования к уходу с фондового рынка. Мы знаем, что один негативный опыт дает, к сожалению, более сильный «сарафанный» эффект, чем десять позитивных, и в этом смысле один разочарованный инвестор — это, по сути, десять человек, которые, послушав его, не придут на рынок. А нам нужно, чтобы количество инвесторов продолжало расти не только количественно, но и качественно. Чтобы люди действительно стремились в сторону более диверсифицированной модели инвестиций, чтобы им было интересно постепенно двигаться от простых инструментов к сложным, чтобы они становились более интересными и для продавцов различных инструментов, не только брокеров, но и управляющих компаний, БПИФов. Но здесь очень важны слова (я их все время повторяю рефреном) «постепенно», «последовательно». Не надо торопиться, это очень чувствительная тема. Можно, конечно, сыграть на хайпе, но лучше, когда движение будет постепенным. Тогда заякорение инвесторов на определенных рынках будет носить долгосрочный и устойчивый характер.

О чем еще хотелось бы сказать? Несколько других моментов, тоже, на мой взгляд, важных.

Инвестграмотность — тоже очень хороший кейс. Мы должны все вместе прикладывать усилия для повышения инвестиционной грамотности, и спасибо тем, кто уже это делает. Мы приветствуем появление курса «Московской биржи», участвуем в процессе, смотрим, как происходит разработка. Это очень современный модульный подход, кото-

рый позволит человеку идти от простого к сложному — от интересных роликов к серьезному лонгриду про отличия между внебиржевыми деривативами, например, и структурными облигациями.

Мы надеемся и рассчитываем, что после того, как этот курс будет запущен, профучастники помогут в распространении информации о нем, наряду с информацией о своих курсах. Я не вижу здесь никакого противоречия, было бы здорово, если одно дополняло другое. Роль Ассоциации финансовой грамотности, которая продекларировала намерение создать добровольную систему аккредитации учебных программ для инвесторов, тоже нам кажется очень важной. Потому что интернет пестрит предложениями пройти обучение, и 90% этих предложений ведут человека в ловушку, связанную в лучшем случае с инвестированием в очень рискованные продукты, а в худшем случае к нелегальному инвестированию (или близкому к нелегальному). Навести здесь порядок пока не получается, потому что система учебных мероприятий не предусматривает получения лицензии для учебных программ, поэтому, меньше 72 часов.

Хороший момент связан с пониманием, что важнее — грамотность или установки? При ЦБ есть Совет по розничным инвесторам, мы недавно провели там опрос и спросили об их отношении к нескольким темам. Во-первых, мы прямым текстом спросили: «Что важнее — запреты или повышение грамотности и формирование правильных установок?» Ответ был в некотором смысле даже более консервативным, чем то, что мы обычно говорим. Что ответили инвесторы? Что на среднесрочном и долгосрочном горизонте главной целью должно быть формирование знаний и правильных установок. И Банк России с этим на

100% согласен. Но потом они добавили, что на краткосрочном горизонте, если других путей нет, регулятор просто обязан останавливать продажи токсичных продуктов в тех случаях, когда они наносят очевидный вред инвестору — либо в силу природы таких продуктов, либо в силу качества продаж.

Как ни странно, западные регуляторы, которых мы обычно хвалим за либерализм, продуманность и сбалансированность подходов, подобные методологии используют достаточно часто. Не каждый день и не каждый месяц, но за последнее десятилетие мы видели несколько подтвержденных кейсов, когда регуляторы останавливали на разных рынках (и в Европе, и в Великобритании) или продажу токсичных продуктов (убедившись в том, что они не несут пользы инвесторам), или продуктов, продажа которых была связана с выраженным мисселингом.

Здесь мы не изобретаем велосипед, а стараемся применить чужой опыт, наступая не на все грабли, стараясь хотя бы мимо части грабель пройти мимо. Я рассчитываю, что с 1 октября на российском рынке появятся вполне сбалансированные инструменты. Напомню, что под тестирование, в принципе, попадает незначительное число продуктов. Более 90% продуктов, по нашей оценке, будут продаваться по-прежнему без тестирования: акции, облигации, ПИФы, ETF, которые мы тоже в ближайшее время допускаем на рынок. В этой архитектуре у человека есть выбор.

Безусловно, для продуктов более сложных, которые с 1 октября попадают под тестирование, тоже есть пространство. Ну, а самое сложное мы оставляем на 1 апреля следующего года. И я бы на самом деле, коллеги, стратегически смотрел не на 1 октября (до этой даты осталось два шага), а на 1 апреля.

Потому что важно до конца 2021 года сделать очень многое для того, чтобы появилась нормальная инфраструктура, связанная с продажей действительно сложных продуктов, в том числе структурных облигаций. Это и индексная инфраструктура, которую нам еще предстоит создать, это и правила, связанные с допуском к структурным облигациям неквалифицированных инвесторов (мы знаем, что закон определенным образом ограничивает допуск к ним), и многое другое.

У Банка России есть совместная с Минфином рабочая группа, в которую, коллеги, многие из вас входят. В рамках этой рабочей группы нужно сконцентрировать усилия именно на решении инфраструктурных задач. Год — это не так много, но если мы постараемся, то справимся с этим вызовом.

Завершая тему, отмечу то, что, на мой взгляд, принципиально важно в отношении системы мотивации. Бывает, что в ходе контрольных мероприятий Банка России мы видим мисселинг, а потом коммуницируем с руководством продавцов, и они говорят: «Такого не может быть! У нас есть отличные, правильные скрипты, где все написано: что этот инструмент — не депозит, что доходность по нему не гарантирована. Это эксцесс исполнителя». Но, понимаете, когда «эксцесс исполнителя» имеет массовый характер, это означает, что исполнитель смотрит не в скрипт, а в свой план, и в этом плане у него зафиксированы определенные ожидания по продажам. Изменить эту систему, влияя только на продавцов, совершенно точно невозможно.

Мы будем стремиться к тому, чтобы система корпоративного управления учитывала сквозные требования к качеству продаж. Чтобы не только фронтмены, но и руководство (включая правление, включая совет директоров) по результатам своего вознаграждения



чувствовало наличие некачественных продаж.

Наверное, я бы на этом остановился. Готов ответить на вопросы в ходе дискуссии, но в целом постарался позицию регулятора описать. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Логика понятна: чрезвычайные меры, которые Центральному банку пришлось принимать в отношении структурных продуктов, были связаны с тем, что у Центрального банка не было иных полномочий для того, чтобы ограничить случаи мисселинга. Кстати, скажу, мы никогда не отрицали существование мисселинга. Мы спорим не о том, есть ли мисселинг или нет, а о том, какой

инструментарий для борьбы с ним наиболее уместен. И я согласен, что в тот момент, когда Центральный банк встал перед необходимостью принятия решения, он столкнулся с мисселингом.

Я тем не менее не соглашусь с тем, что у него не было достаточных полномочий. Мне кажется, что те рекомендации, которые Центральный банк адресовал всей индустрии (как добросовестным ее участникам, так и недобросовестным), он мог адресовать адресно конкретным нарушителям. И он настоял бы на выполнении этих рекомендаций точно так же, как он сумел настоять на их выполнении всей индустрией профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Мне кажется, что это было бы наиболее правильным путем.

Но что я хотел бы уточнить. Сегодня состоялось заседание комитета по финансовому рынку, одобрившее ко второму чтению поправки в закон о рынке ценных бумаг, ограничивающие доступ неквалифицированных инвесторов к структурным продуктам и наделяющие Центральный банк теми необходимыми полномочиями, о которых говорилось.

Во-первых, я хотел бы сказать о том, что мы нашли компромисс в определении круга тех относительно простых структурных продуктов, которые могут быть доступны неквалифицированным

инвесторам до 1 апреля 2022 года. Но правильно ли я понимаю, что закон говорит о том, что как только начнется тестирование, то компании, которые смогут его организовать, смогут также обеспечить предложение этих простых структурных продуктов неквалифицированным инвесторам? И таким образом, это будет не с 1 октября, а за некоторое время до того?

Михаил Мамута. Закон принимается в такой редакции, которая позволяет с момента: а) появления базового стандарта, б) тестов, связанных с этим базовым стандартом, и в) внедрения этих тестов — начать продажу простых структурных продуктов. Я сознательно сейчас не говорю, что это будет весна, или лето, или осень, — чтобы не создавать ощущения, что определена уже какая-то дата. Это произойдет в момент, когда появится соответствующее право. Естественно, нужно, чтобы закон был принят и подписан президентом, но в целом конфигурация заложена именно такая.

Но, коллеги, я еще раз хочу, пользуясь случаем, сказать, что тесты должны быть очень качественными и они не должны превращаться в некоторую фикцию. Поэтому, например, на тест по простым инвестбондам регулятору надо еще отдельно посмотреть. В проекте стандарта, который разработан, его нет. Поэтому нужно этот тест создать и обсудить его. Я думаю, что мы сделаем это в ближайшее время. Никаких стоп-факторов с нашей стороны здесь нет. Так что давай будем исходить из этого подхода.

Алексей Тимофеев. Я абсолютно согласен. Мы поспешим. Думаю, недели будет достаточно для того, чтобы НАУФОР такой тест спроектировала и показала регулятору. Надеюсь, что и вы тоже поспешите. В конце концов, 1 октября не так далеко, надо дать индустрии время для того, чтобы подготовиться.

Кстати, что касается международного опыта. Я внимательно изучил аргументацию Банка России и помню, что те меры, о которых ты говоришь, применялись в отношении CFD и бинарных опционов. Никто из участников нашей конференции, я думаю, не стал бы протестовать по поводу того, чтобы такого рода меры были приняты в отношении бинарных опционов и, может быть, CFD.

Михаил Мамута. Они применялись к CFD и бинарным опционам, потому что мисселинг, связанный с продажей именно этих продуктов, получил в некоторых странах Европы наибольшее развитие. У нас, к счастью, рынок CFD и рынок бинарных опционов не получили такого распространения, этому остается только радоваться. Ровно как остается лишь радоваться тому, что в России не успел получить распространения рынок настоящих структурных облигаций с негарантированным телом и возможностью их предложения неквалифицированным инвесторам. Потому что в некоторых странах Южной Азии, в частности в Южной Корее, люди потеряли в основном не на бинарных опционах, а на структурных продуктах с барьерными условиями, опционами и автоколлами, которые в момент, когда из-за пандемии стали обваливаться рынки, стали закрываться. Там диапазон потерь от 30% до 70% от номинала. И пострадали в основном пенсионеры.

Хорошо, что у нас этого нет. Но даже те инструменты, которые обращаются на российском рынке сейчас, уже дают достаточно оснований для того, чтобы не совершать более серьезных ошибок, а поправить ситуацию.

Алексей Тимофеев. Спасибо большое. Теперь, я думаю, правильно дать слово участникам конференции, представляющим рынок. Владимир Яровой, могу ли я рассчитывать на твое выступление? Достаточно ли компромиссным для

Сбера является круг облигаций со структурным доходом, о которых нам удалось договориться?

Владимир Яровой. Да, спасибо. Многое было сказано Иваном и Михаилом, постараюсь не повторяться. Могу сказать, что Сбербанк с самого начала в своих продажах внедрял практики, исключая миссейл. Потому что миссейл ведет к потере лояльности клиента, а для любой крупной организации это всегда большое зло.

Тем не менее миссейл есть, от него никуда не деться, он есть и будет. Вопрос в его масштабах. Борются, когда миссейл достигает катастрофических масштабов, — это правильная история. Но когда мы шли по новому регулированию, то часто не понимали, о каких все-таки масштабах миссейла мы разговариваем. То ли это единичный эксцесс, конкретный выброс в одном месте, то ли это проблема индустриального масштаба и нужно принимать жесткие меры.

При регулировании важно смотреть на то, чтобы не создавать регуляторный арбитраж, потому что индустрия гибкая, всегда бежит чуть с опережением. Я понимаю тезис о том, что и регулятору тоже желательно предугадывать возникновение проблемы и заранее начинать вводить нормы, которые этой проблемы помогут избежать. Надеюсь, что широкая дискуссия с индустрией поможет избежать регуляторных перегибов в части брокериджа. Просто часто складывается впечатление, что в любой проблеме первое, что регулируется — это брокеры. Наверное, брокерская деятельность не покрывает всю совокупность финансового рынка.

Арбитраж присутствует не только в индустрии инвестиций. На наш взгляд, некоторый смысловой арбитраж имеется во всем финансовом секторе. Когда мы говорим о финансовом (или иму-

шественном) цензе для квалификации, то оперируем различными цифрами. Например, 1 млн 400 рублей — это бенчмарк для банковских вкладов. И мы, и регулятор считаем, что человек, который обладает суммой свыше 1 млн 400 тысяч рублей, в состоянии оценить кредитный риск и принять этот риск осознанно. В части инвестиций мы ставим планку в разы больше и чаще всего обсуждаем, как ее поднять, а не снизить. Возникает вопрос, почему же мы используем разные бенчмарки для оценки вроде бы одного и того же понимания клиентом риска по вложениям своих денежных средств? Здесь хотелось бы дискуссии и прихода к общему знаменателю.

Еще хотел бы отметить, что промоутирование финграмотности не должно уходить в пропагандирование некоторого финансового инфантилизма, когда мы разворачиваем модель таким образом, что люди перестают в принципе задумываться над тем, какой риск они принимают. Для индустрии это будет, скорее, негативом, и на каком-то этапе может помешать развивать рынок.

Диалог и компромисс помогают найти полезные решения, которые будут помогать индустрии долгосрочно развиваться и не сдерживать, скажем, предложения клиентам.

Ведь в чем проблема российского рынка? Это ограниченное наличие инструментов для инвестирования, а ведь у клиентов разные потребности. Структурные облигации или инвестиционные облигации — это коробочные продукты, которые позволяют массовому инвестору заходить в рынок в достаточно комфортном режиме. Эволюционно рынок развивается от консервативных инструментов к более интересным и более продвинутым. Сначала, пока были высокие ставки, это были срочные депозиты. Когда ставки по депозитам психологически

стали не удовлетворять клиентов, начался массовый бум на фондовом рынке. Раньше фондовая индустрия всячески гонялась за клиентами, а тут клиент сам пошел на рынок, и у него есть запрос, как получить более высокую доходность.

Если инструментария не хватает, многие клиенты начинают скатываться в классическую историю: дайте акции «Тесла» на все деньги. Тут очень важно, чтобы на рынке были инструменты, которые помогают переходить из одного эволюционного состояния в другое.

В массовом порядке обучить всех инвестировать правильно мы не сможем. Структурный продукт — инструмент, который позволяет клиенту на начальном этапе войти в рынок, получить опыт работы и при этом не потерять деньги при коррекции рынка. Потому что коррекция обычно случается в самый неподходящий момент. Вот, наверное, такая мысль.

Алексей Тимофеев. Володя, спасибо большое. Мне показалась очень важной мысль про снижение критерия для квалифицированных инвесторов, и логика мне, например, понятна. Мы пока пошли по пути ограничения круга инструментов, доступных неквалифицированным инвесторам. Если мы идем по пути ограничения, то должны подумать о том, где именно должна проходить граница между инвесторами неквалифицированными и квалифицированными. Не проходит ли она слишком высоко. Володя говорил о том, что не так много на нашем рынке инструментов, из которых можно было бы сформировать дельный портфель для неквалифицированных инвесторов. Нужно, наверное, подумать о том, чтобы планка для квалифицированных инвесторов стояла ниже. Наверное, она должна находиться на уровне планки вкладчи-

ков банков имеющих право на защиту своих вкладов на уровне 1 млн 400 тысяч рублей, а не 6 млн рублей, как сейчас. Это логично.

Михаил Мамута. Можно я уточню один момент? Извини, ради бога, что перебил. Ты мне позволишь примерно в 12.45 прокомментировать то, что к этому моменту будет сказано? Может быть, я лучше один раз это сделаю, чем после каждого выступления?

Алексей Тимофеев. Да, давай ровно так и сделаем, я постараюсь проследить за этим.

Второе. Круг структурных продуктов, которые мы согласились сделать доступным для неквалифицированных инвесторов при условии тестирования до 1 апреля 2022 года, — он, конечно, достаточно узок. И мы хотели бы, чтобы в дальнейшем был возможным допуск неквалифицированных инвесторов к более широкому кругу структурных продуктов. Не только к секьюритизированным облигациям, не только к инвестиционным облигациям, но и к внебиржевым деривативам, если они соответствуют определенным признакам (давайте обсудим, каким именно признакам).

Кроме того, конечно же, не только к структурным продуктам с полной защитой капитала. Нужно подумать о том, какие структурные продукты с неполной защитой капитала могли бы быть доступны для неквалифицированных инвесторов к моменту начала дискуссии о мисселинге. Среди наших участников есть те, для кого тема структурных продуктов не так болезненна, как для других. Например, и компания «Альфа-Капитал» не так вовлечена в рынок структурных продуктов, и Владислав Кочетков от лица компании «Финам» спорит об этом.

Илья Васильев будет следующим выступающим. Илья, я хотел бы твоего мнения по поводу регулятивных ре-



шений, каких-то общих подходов. Что ты считаешь правильным, как следует регулировать рынок, доступ неквалифицированных, квалифицированных инвесторов к финансовым инструментам? **Илья Васильев.** Добрый день, коллеги! Алексей, спасибо. Действительно, у нас нет жесткой оппозиции законопроекту об ограничениях по структурным продуктам. Я считаю, что защищать неквалифицированных инвесторов от продажи сложных продуктов — это правильно. Долго не хочу это обсуждать, потому что это не в фокусе нашего внимания. У нас есть линейка структурных продуктов, мы ее предлагаем исключительно квалифицированным

инвесторам и планируем так и продолжать работать.

Я хотел бы остановиться на том, что достаточно хорошо объяснил Владимир. Есть опасения, что когда вводится регулирование, то можно создать паче чаяния «серый» рынок, на который получают приглашение те неквалифицированные инвесторы, которых мы ограждаем в регулируемой зоне. Другие сегменты финансового рынка знали такие истории. Рынок микрофинансирования, например, проходил такой этап, и это было большой проблемой.

Мы очень поддерживаем тему правильной квалификации инвесторов.

Но главное — не перегибать палку и все-таки сохранить интерес инвесторов инвестировать, повышая свою квалификацию, не создавая барьеров и не создавая «серых» зон, с которыми потом придется бороться.

Кратко по поводу систем мотивации. Мне кажется, тема актуальная, интересная и очень сложная. Мы в рознице «Альфы» провели много времени, экспериментируя с разными системами мотивации. Например, четыре года назад мы по собственной инициативе убрали из основной системы мотивации всех менеджеров премиальный комиссионный доход за инвестиционные продукты (он остается как допол-

нительный элемент). Но коммерческая мотивация у сейлзов должна быть. Другое дело, что она должна быть направлена на долгосрочные вещи: например, на то, чтобы клиент оставался с банком дольше. Через это убирается большинство моральных дилемм на тему продажи самого доходного продукта при первой попавшейся возможности.

Тема сложная, непростая, и я бы хотел пригласить участников рынка в эту дискуссию. Наш опыт говорит о том, что система мотивации — это вещь, над которой надо много думать, потом аккуратно внедрять. Менять ее часто нельзя, поэтому тут короткие итерации не пройдут, нужно сначала хорошо подумать. На этом я бы хотел остановиться.

Алексей Тимофеев. Илья, спасибо большое. Я тоже не хочу быть главным защитником рынка структурных продуктов, уступлю с удовольствием эту роль кому-нибудь другому. Владислав Кочетков, продолжишь своим выступлением?

Владислав Кочетков. Да. Я хотел бы сначала две короткие реплики. Первая по поводу поведенческой экономики. В принципе, в моем представлении она не предполагает репрессивных мер, потому что сейчас ситуация какая? В аптеке можно купить много аспирина, он может нанести ущерб. Поэтому давайте сделаем так, чтобы аптеки открывались не ниже седьмого этажа в здании без лифта, чтобы людям было сложнее купить аспирин и нанести им себе ущерб. Вот пока мы строим ограничения примерно такого же уровня, я не уверен в их рациональности.

Вторая реплика — по поводу контроля мотивации. Я понимаю, что это соответствует западной практике, но там она откуда возникла? В 2008 году регуляторы активно спасали банки и заливали их деньгами. Соответственно, регуляторы претендовали, что они же должны и определять, как этими день-

гами будут распоряжаться. Как результат, там есть определенный контроль мотивации. Но, например, «Финам» — частный банк. ЦБ нам никогда особо не помогал, а местами даже вредил. Почему тогда он должен определять мотивацию в частной компании, я, если честно, не очень понимаю. Ну, это реплики.

По сути. Есть ощущение, что в целом по значимым направлениям диалог с ЦБ, в общем-то, закончен. Где-то компромиссы были достигнуты, где-то ЦБ настоял на своем. По сути, закон будет принят, и наша задача — его выполнять. Максимум, что сейчас можно сделать, это попытаться не дать ЦБ максимально усложнить тесты, к чему, судя по комментариям, он стремится. В тестах было семь вопросов, стало 11, а теперь нужно уже 15. А где 15, там и 25 — это та сама аптека на седьмом этаже без лифта, которая может возникнуть.

Безусловно, очень интересная идея от коллеги из Сбербанка насчет понижения планки до уровня в 1 млн 400 рублей. Это все-таки некое выравнивание условий между брокерским и банковским бизнесом. С учетом того, что ограничения введены, на мой взгляд, они должны компенсироваться некими вещами, направленными на развитие. Российский инвестор живет в условиях, когда у него не так много инструментов, а из-за ограничений их становится все меньше и меньше.

Но это частные замечания. Я бы теперь хотел обозначить темы, по которым стоит в будущем вести активный диалог с ЦБ. Тем более что ЦБ, насколько я понимаю по последним выступлениям, тоже готов по ним двигаться.

Есть тема цифровых финансовых активов. В России пока это нерабочий инструмент, но потенциально хорошее расширение инструментария для инвесторов, безусловно, с этой темой нужно работать.

Есть большая проблема, Владимир о ней сказал, — не хватает бумаг на российском рынке для того, чтобы инвестор смог создать диверсифицированный портфель, и не хватает инвестиционных идей. Поэтому, конечно, тема развития IPO, в том числе проведение приватизации через IPO — это интересные направления. И если уж ЦБ собирается регулировать мотивацию, то, возможно, он обратит внимание на то, что в происходящих IPO аллокация на розницу очень невелика. Может быть, в интересных IPO приоритет при распределении должен быть на розницу, а не на крупнейших клиентов, например. ЦБ может обратиться на это внимание и ввести КРП для банков-организаторов. Поддержка IPO (приватизация, возможно, налоговые стимулы для компаний, которые выходят на IPO) была бы крайне актуальной для развития России как финансового центра, где инвестору есть что купить. Потому что часто слышу от клиентов такое: смотрю на список российских бумаг и понимаю, что купить уже нечего, а новых бумаг не появляется. Ситуация чуть улучшается, но не радикально.

Если говорить о других направлениях, то инвесторам, конечно, нужны дробные акции, инвесторам нужны иностранные ETF, — это диверсификация и снижение рисков. Нужно улучшать качество российских БПИФов. Конечно, нужно запускать ИИС-3 и при этом сохранить ИИС-1.

Актуальное направление, о котором тоже говорилось — финансовые советники. Я напомним, что регулятор в рамках нового регулирования сам урезал их возможности — в плане присвоения квалификации, прохождения тестов и прочего инвестсоветник играет нулевую роль. Может быть, все-таки стоит вернуться к вопросу о том, что если инвестсоветник дает рекомендацию, то тестирование обязательно. Мы говорим об этом уже

несколько лет, но ЦБ это предложение игнорировал, аргументируя тем, что непонятно, как эти советники будут развиваться. Так если их не поддерживать, то они и не будут развиваться. Сейчас на рынке работает пара десятков легальных советников и под тысячу нелегальных, которые легализовываться не хотят, потому что легализация им ничего не дает. Это важное направление, на которое хотелось бы тоже обратить внимание ЦБ.

Не уверен, что структурные продукты — это полезно, но тем не менее для нормального развития рынка нужно чуть-чуть меньше регулирования. Регулятор должен понимать, что своими действиями он зачастую повышает затраты частных инвесторов, повышает для них порог доступа на рынок. А это далеко не всегда хорошо, и местами попытки регулирования выглядят чрезмерными. Поэтому все-таки — меньше регулирования и больше внимания к генерации новых возможностей для инвесторов, в том числе ритейловых, на российском рынке. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Горячо поддержку соображение Владислава по поводу дефицита инструментов на финансовом рынке. Кстати говоря, наши исследования (и мы видим, что Центральный банк пришел к похожим выводам) говорят о том, что деньги на фондовый рынок лишь отчасти поступили со вкладов. По существу, мы видим незначительное (не соответствующее сумме средств, поступивших на фондовый рынок) уменьшение базы вкладов. И видим, что инвестиции на фондовом рынке, по существу, были привлечены в значительной степени рынком иностранных, например, инструментов. Это интересный вывод для нашей дискуссии про то, что нельзя людям предложить или навязать то, что им не нужно.

До тех пор, пока не было рынка иностранных инструментов, люди не инвестировали на фондовом рынке вообще. И даже российским банкам доверяли не то чтобы сильно. А как только появились инструменты, которые им были интересны, они проголосовали за этот рынок, вышли на него. Таким образом, рынок выполнил, между прочим, одну из важнейших своих функций — привлечение средств в инвестиционный процесс.

Это про то, что возможность навязывать инструмент весьма ограничена на самом деле. Нормальные средства борьбы надзорного характера вполне справляются с впариванием негодных финансовых инструментов.

Надеюсь, регулятор уже простился со стереотипом о том, что индустрия заинтересована в уничтожении своих клиентов. Я был бы признателен своим коллегам, если бы они порассуждали на тот счет. Мне кажется, что индустрия чем дальше, тем больше учится работать со своими клиентами на долгосрочной основе, что она чем дальше, тем больше заинтересована в долгосрочных отношениях с каждым клиентом. И это очень здорово исправляет ситуацию в плане продуктов и сервисов, которые этим клиентам предлагаются.

На российском фондовом рынке не существует больше (да и не было в целом) истории о том, что, дескать, девять месяцев, и клиент стораит. Сегодня мы видим, что и сроки существования счетов, и отношения между брокерами и клиентами принципиально меняются, теперь это отношения долгосрочного характера.

Дмитрий Панченко, могу я попросить тебя выступить следующим? Буду признателен за твои комментарии.

Дмитрий Панченко. Всем добрый день! Спасибо за приглашение. Рад был услышать от Михаила Мамуты

слова о том, что наша общая задача — развивать рынок. Впервые не было высказано опасений насчет того, что поскольку на рынок пришли миллионы инвесторов, — значит, надо их защищать, надо ограничить брокеров. До сих пор всех пугает цифра 11 млн клиентов. Хотя по факту реальных людей, которые имеют активы, иногда совершают сделки, — существенно меньше. Я лично оцениваю, что на нашем рынке присутствует около 4,5 млн инвесторов, и коллеги меня поддержат. Периодически называются цифры облачных объемов активов, которые сейчас вложены на фондовом рынке, называют цифры в 13–15 трлн рублей, и этим тоже, наверное, пытаются кого-то впечатлить. По факту в этой цифре присутствуют активы ЗПИФов, активы юрлиц, двух-трех российских олигархов, а в итоге происходит искажение информации.

То есть, наверное, и регулятору, и отчасти нам не хватает обобщенной информации, описывающей, что же реально происходит на рынке. Если все-таки очистить цифры от шума и посмотреть на реальность, то мы находимся в самом начале пути. Мировой индустрии 200 с лишним лет, а в России, будем честны, инвестициям как массовому явлению — пять лет. Мы находимся в стадии зарождения индустрии, в стадии накопления информации про эту индустрию.

Прекрасно понимаю беспокойство регулятора: несколько лет назад индустрии еще не существовало, регулировать особо нечего было, все было, как на ладони. А сейчас одним запросом уже не решишь вопрос по конкретному клиенту, требуется работа с данными, работа с информацией. Я хотел бы сейчас отметить, что на самом деле все гораздо сложнее. Неправильно упрощать модели, неправильно обобщать поведение клиентов и считать, что все они



ведут себя нерационально, или все ведут себя, наоборот, рационально. Все гораздо сложнее.

Существуют несколько клиентских сегментов, пять-семь, в каждом из них реализуется принципиально разное поведение. Нет такого, чтобы все клиенты сразу сделали нечто одинаковое, чтобы у них было единое поведение. Здесь обязательно нужен поколенческий анализ.

Алексей совершенно прав: на рынке сейчас остались только те организации, которые мыслят долгосрочно, которые создают вокруг себя какую-то ценность. Мы являемся публичной компанией, наши планы направлены на то,

чтобы клиенты оставались с нами как можно дольше. Какие там девять месяцев? Сейчас срок планирования измеряется годами. Мы метим, в целом, на пять-шесть лет: потому, что в соответствии с жизненным циклом у человека существует задача купить квартиру, купить машину, то, ради чего люди инвестируют. Это единственная причина для того, чтобы клиент закрывал брокерский счет или резко сокращал активы на счете.

Если переходить к тому, что мы наблюдали последние года полтора в плане регулирования, то многое выглядело довольно странно. Была выявлена сотня (или две сотни) кейсов мисселинга,

был экстраполированно сделан вывод, что так себя ведут все без исключения участники, что на фоне двух-трех миллионов клиентов это представляет реальную угрозу. Были инициированы довольно сложные обсуждения с рынком, которые забрали очень много энергии и проходили в формате торга. В результате на сегодняшний день мы все чуть больше узнали о рынке и пришли к какому-то балансу. Перспектива развития структурных продуктов, например, нас как компанию затрагивает в меньшей степени, но мы заинтересованы в развитии всей линейки продуктов, которые есть в мире. Нас интересуют структурные продукты для квалифици-

рованных инвесторов, потому что это хороший инструмент. Он есть в Азии, он есть в Европе, он есть в Штатах, и его надо предлагать российским клиентам. Если рынок вырастет — клиент на структурном продукте заработает, если рынок не вырастет — клиента подстраховали. Чем это сложный, чем это плохой инструмент?

Нас в целом интересуют простейшие инвестиционные продукты, потому что они действительно способны оградить неопытного инвестора от рисков.

Вообще, судьба сыграла с нами злую шутку. Мы примерно в 15-х числах ноября запустили тестовые структурные облигации с гарантией дохода, а буквально через месяц получили предписание срочно все сворачивать. Вряд ли стоило из-за сотни-другой кейсов по миссией откладывать запуск хороших инструментов, в которые мы заложили минимальную маржинальность, чтобы в формате тестирования посмотреть на спрос. Это к вопросу о том, есть ли у регулятора все-таки инструменты борьбы с конкретным кейсом? Кажется, что в целом есть.

Поэтому важно сейчас обсуждать уже не прошлое, там получен хороший результат, за это я благодарен и НАУФОР, и регулятору, и участникам рынка. Мы нашли хорошие компромиссы, с этим можно жить дальше. Но совершенно очевидно, что буквально на следующий день появятся новые вызовы, с которыми еще никто не встречался. И, вероятно, возникнут новые дискуссии. Хотелось бы, чтобы они проходили по более прозрачным правилам, чтобы мы всегда смотрели на целеполагание, чтобы делили клиентов на кластеры и сегменты, не пытались равнять всех под одну гребенку. И чтобы удалось избежать крайностей с тотальным запретом. Вот такое пожелание на будущее.

Меня крайне пугают дискуссии, использующие термин «миспрайсинг». Я читал Канемана, но в целом воспитан на классической экономической школе. В ВШЭ меня учили, что в ситуации совершенной рыночной конкуренции «миспрайсинг» невозможен. Надо развивать нормальную конкуренцию, надо давать прозрачное ценообразование, и тогда никакого миспрайсинга не будет. Никто же не приходит в салоны продаж автомобилей и не обвиняет их в миспрайсинге.

Сейчас мы видим на рынке брокерских услуг хорошую конкуренцию: тарифы невысокие, все прозрачно и понятно. Наверное, на рынке структурных продуктов будет то же самое.

Ну, и поддержку коллег: запрос на новые продукты существует. Так или иначе, но есть запрос на криптоактивы. Давайте с чего-то начинать: попробуем давать на него доступ квалифицированным инвесторам, обозначать правила игры. Но отрицать, что такой запрос существует, по меньшей мере странно. В ситуации отрицания этот рынок просто не будет регулироваться вообще никак. Давайте попробуем сделать так, чтобы вход и выход из криптоактивов происходил через брокерские компании на территории России.

Также давайте попробуем двигаться в сторону международного финансового центра. Есть запрос от граждан СНГ на обслуживание в российских брокерских компаниях. Надо идти в сторону дистанционного онбординга этих клиентов в РФ, запускать новые инструменты. Мне кажется, мы с этими дискуссиями еще придем и к регулятору, и к НАУФОР. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Дмитрий, спасибо. Да, опять возникает тема дефицита инструментов, роли структурных продуктов в ряду прочих финансовых инструментов и роли индустрии

как финансового инженера. Все это должно быть признано, если признано существование самого фондового рынка.

Что касается миспрайсинга, то поддержку Дмитрия. Я бы согласился с термином «миспрайсинг», если речь идет о виде мисселинга: когда гражданам дается недостаточно информации или дается информация, которая не позволяет судить о перспективах получения дохода. Но если речь идет об оценке финансового инструмента с точки зрения справедливости ценообразования, то, конечно, это вопрос рынка. Цена не может быть вопросом методик каких-либо организаций, пусть даже очень уважаемых. Если в вопросе ценообразования мы будем полагаться на методику каких-то организаций, а не на конкуренцию, действующую на финансовом рынке, то это катастрофа.

Я бы хотел, чтобы следующим выступающим был Эдвард Голосов. Эдвард, прошу тебя.

Эдвард Голосов. Спасибо, Алексей.

Тема нашей конференции сегодня — защита инвесторов. Я выделил пять рисков, которые есть у инвесторов и о которых имеет смысл говорить — это 1) рыночный риск, 2) риск провайдера продукта (например, это может быть брокер или, при покупке структурного продукта, эмитент), 3) риск мисселинга, 4) риск миспрайсинга (мы сейчас коллективно пытаемся понять, что это такое и что с этим делать), и, наверное, 5) регуляторный риск тоже (многие неквалифицированные инвесторы с определенными структурными продуктами сейчас работать не могут).

Мы, конечно, надеемся, что «дедушкина оговорка», которая предусмотрена в законопроекте, действительно будет реальной. Что она не будет выхолощена и позволит тем инвесторам, которые по формальным причинам

не могут стать квалифицированными инвесторами, но, может быть, не один год работали с этими инструментами, и дальше с ними работать. Что, если человек, условно говоря, до 1 января 2020 года работал со структурными продуктами без 100% защиты, то ему позволят это дальше делать.

Так вот первая вещь — рыночный риск. Михаил совершенно правильно сказал про поведенческую экономику, про отсутствие рациональности у инвесторов. Я бы сказал, что структурные продукты как раз и нужны потому, что наши инвесторы не полностью рациональны. Если посмотреть на соотношение риск-доход в зависимости от срока инвестирования, то доход растет линейно, а риск растет, извините за математическую формулу, пропорционально квадратному корню из времени, то есть он растет медленнее. Поэтому на длительных горизонтах инвестирования доход преобладает над риском.

Человеку, который инвестирует рационально и на периоде 10–15–20 лет, структурные продукты не нужны. Теория инвестирования советует: «Не бери отдельные акции, бери рынок и просто его держи». В связи с жизненным циклом, может быть, надо немножко уменьшать в портфеле объем рынка акций по мере приближения к пенсионному возрасту. И все.

А когда на рынок приходят новые инвесторы, они думают: «Я попробую». А что значит попробовать? Это значит: инвестировать на короткий срок. Так вот, когда человек инвестирует на короткий срок, риск как раз преобладает над доходом. Если говорить утрированно: когда инвестиции делаются на один день, то равно вероятно движение рынка и вверх, и вниз. В этой ситуации ожидаемый доход равен нулю, а вот риск совершенно не нулевой, ведь даже диверсифицирован-

ные рынки ходят на 1–2% вниз легко. Поэтому как раз начинающему инвестору структурные продукты подходят, они позволяют через этот комфортный продукт понять, как же все-таки рынок работает.

Я понимаю, что как компромисс сейчас решили делать простые продукты с полной защитой. Но давайте подумаем сразу на шаг вперед. Потому что Алексей правильно сказал: надо думать сразу про разные уровни защиты. Потому что среди инвесторов есть много инвесторов неквалифицированных, у которых действительно довольно высокий риск-профиль, они готовы рисковать, они хотят доходности. Риск-профиль — это не банковское понятие, это понятие из экономической книжки, это, если хотите, медицинский факт. Есть люди с более высоким порогом риска, с более высокими запросами на доходы — это тоже факт. Они очень быстро разочаруются. Им нужны инструменты, которые позволяют больше заработать. Такие инструменты можно делать только, если защита не 100%, а 90-процентная, 80-процентная. Поэтому я поддерживаю то, что сказал Алексей.

Мы в компании «БКС» в результате большой работы прописали критерии, по которым можно делать полноценные структурные продукты для неквалифицированных инвесторов. Я показывал статистику по нашим незащищенным инструментам, она есть в публичном доступе, все инструменты торгуются на «Московской Бирже». Там люди зарабатывают гораздо больше именно потому, что покупают менее защищенные инструменты. Нам нужно с самого начала подумать, как предлагать такие инструменты инвесторам.

И я все-таки присоединюсь к Алексею — это должны быть именно CFD и бинарные опционы. А что

касается южнокорейского опыта, там проблема была в том, что людям продавали структурные продукты с плечом. И там были маржин-коллы, не автоколлы (автоколл — это, в принципе, положительное событие для инвестора), а именно маржин-коллы. Но никто из участников российского рынка не предлагает продавать неквалифицированным инвесторам структурные продукты с плечом — это, конечно, за гранью.

Что касается оставшихся рисков. Риск мисселинга: мне кажется, тут есть консенсус, что бороться с ним можно через раскрытие информации. Мы считаем, что лучшие практики, например, как в MiFID, — это правильный подход. Нужно раскрывать, во-первых, сценарный анализ: чтобы у инвестора было четкое понимание, что возможны разные сценарии. А не так, что реален лишь один из сценариев, что лишь он правильный, а если случился другой сценарий, то это значит, что инвестора обманули. Все сценарии одинаково вероятны, и надо это правильно показывать. Далее, надо раскрывать все косты, все расходы. Показывать, сколько расходов зашивается в продукт. Суммарный риск-индикатор — тоже правильный подход для того, чтобы у человека было понимание, с каким примерно риском он имеет дело.

Что касается щекотливой темой миспрайсинга, то она щекотливая почему? Потому что в любой, мне кажется, области экономики, когда начинают говорить про регулирование цен и контроль, то очевидно, чем это чревато. Я в этом смысле присоединюсь к Дмитрию. Он привел пример автосалона, я приведу немножко более близкий к нам пример депозитов. Ведь никто же не бежит сейчас за банкирами с вопросами, на каком уровне они устанавливают доходность депозита, сколько маржи

туда зашивают? Банк может установить по депозиту не очень высокую ставку. Понятно, что слишком высокие ставки — это плохо, их контролируют. Но если банкир поставил не очень высокую ставку и зашил туда побольше маржи, то никто не смотрит: какая процентная маржа, в какие кредиты он вкладывает, сколько себе оставляет. Потому что все понимают, что вкладчик просто не пойдет в продукт, если ему такая ставка неинтересна.

Наша задача — сделать такой рынок, чтобы человек мог сравнивать разные инструменты и делать правильный выбор. Тогда никакой проблемы с миспрайсингом не будет. Наверное, это основные темы, о которых я хотел сказать. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Эдвард, спасибо большое. Я предложу Михаилу высказаться и, может быть, отреагировать на комментарии, которые сегодня прозвучали. Я рад тому, что обсуждение носит общий характер, что мы поднялись над конкретными темами. Если мы обсуждаем структурные продукты, то обсуждаем это просто как конкретный кейс, который требует определенной рефлексии. Видит ли регулятор, что индустрия реально является добросовестной и стремится к удовлетворению и обеспечению интересов инвесторов в не меньшей степени, чем сам регулятор? Михаил, прошу.

Михаил Мамута. Коллеги, во-первых, спасибо большое. Было очень интересно вас послушать. Многие аргументы регулятору понятны, они звучат не первый раз. Но в целом, мне кажется, в результате переговорного процесса, которым мы совместно с вами последние несколько месяцев занимались, удастся не только сблизить позиции, но и договориться об определенной модели подхода к дальнейшему развитию — и рынка, и инструментов, и

защиты инвестора как важной части этой работы.

В чем у нас по-прежнему имеются расхождения? Сразу скажу, что расхождения — это нормально. Рынок и регулятор смотрят и на инвестора, и вообще на происходящее с разных сторон. Нельзя ожидать, что при таких разных углах зрения мнения у нас будут всегда совпадать. Это было бы даже странно. Но для этого и нужен регулятор, коллеги. Потому что если бы рынок мог самостоятельно определять все направления своего развития и обеспечивать добросовестное поведение (именно на последнем хочу сконцентрировать внимание), то регулятор был бы, наверное, не нужен в принципе. Но мы знаем, что практика отличается от идеалистических представлений, и в силу очень многих причин концепция добросовестного поведения время от времени подвергается различным испытаниям. Роль регулятора заключается, в первую очередь, в том, чтобы обеспечивать добросовестное соблюдение правил игры абсолютно всеми участниками рынка.

Мы знаем, что одна паршивая овца портит все стадо, эта поговорка не требует никаких пояснений. И важно, чтобы негативный репутационный эффект, который, к сожалению, присутствует, не имел массового и системного характера. Это тезис номер один.

Тезис номер два. Все, что регулятор делает, основано на фактах. Регулятор, тем более надзор, никогда не принимает решений, основанных на предположениях или на домыслах, мы всегда опираемся только на выявленные факты. Просил бы этот момент иметь в виду. Все, что мы выявляем — мисселинг, иные факты злоупотребления правами инвесторов — это все запротokolировано и мы можем подтвердить все слова, которые произносим.

И речь совсем не о сотнях случаев мисселинга на фоне 3 млн или 4 млн рыночных инвесторов. Мне тут послышалась попытка сказать нечто вроде: «Вы сравниваете несопоставимое. На огромном рынке произошли жалкие сотни случаев мисселинга. Неужели этого достаточно, чтобы применять жесткие меры?» Коллеги, нужно говорить по-другому. Регулятор в ходе мониторинга совершил только за последние месяцы 150 выходов, и в ходе этих 150 выходов мы выявили более 240 случаев мисселинга. То есть в каждом конкретном выходе было зафиксировано больше одного случая мисселинга. В среднем по рынку. А дальше начинается серьезная диверсификация этого результата.

Есть известные, крупные компании (в силу понятной позиции регулятора я не буду их называть ни сейчас, ни в целом), где мисселинга действительно мало. Мы им за это благодарны, всячески поддерживаем их внутреннее стремление с этим злом бороться. У этих компаний может складываться впечатление, что раз у них мисселинга нет, то, значит, его нет нигде. Но это не так. Потому что есть компании, в которых мисселинг носит массовый характер. Это не секрет. Мы сейчас проводим по итогам мониторинга надзорную коммуникацию с рынком. Просто, может быть, с кем-то ее еще не провели, но обещаю исправить этот недостаток в ближайшее время.

Причины мисселинга действительно могут быть различными. Но в любом случае, поскольку он достаточно массовый, то противодействовать этому явлению нужно системно. Здесь кроются очень большие риски. Облигация с переменным доходом и защищенным телом (при условии, что риск банкротства эмитента незначителен в период срока ее жизни), действительно является достаточно



неплохим стартом для неквалифицированного инвестора — если бы мисселинга не было. Но проблема мисселинга заключается ровно в том, что инвестор, приобретая облигацию, исходит из предположения, что это инструмент, аналогичный депозиту. Здесь кроется главное базовое заблуждение, из которого проистекают все последующие выводы, скажем так, нежелательные.

Поэтому, коллеги, давайте перестанем перекидывать этот мячик: массовое ли явление мисселинг или не массовое. Лучше сконцентрируемся совместно на противодействии ему с помощью правил продаж, с помощью раскрытия

информации и ответственности за выявляемые нарушения.

Еще на один момент хотел отреагировать. Коллеги, я услышал недоумение в отношении того, зачем вообще регулятор занимается корпоративным управлением, системами мотивации и так далее? Мне даже неловко об этом говорить, здесь, кажется, все знают, как устроены международные финансовые рынки. Ведь совершенствование и внедрение правил корпоративного управления — это чуть ли не одна из главных задач регулятора финансовых рынков. А эти правила, в том числе, учитывают качество взаимодействия с клиентом и ответственность

за несоблюдение требований к этому качеству. Это одна из главных задач регулятора.

Корпоративное управление на российском финансовом рынке сильно отстает по сравнению с корпоративным управлением на развитых финансовых рынках. В ближайшие годы это будет одной из магистральных тем нашего взаимодействия. Мы к этому призываем, считаем, что здесь большую роль могут сыграть СРО, регулятор не собирается все делать сам. Есть прекрасный инструментарий базовых стандартов, многое другое, нужно находить здесь разумный баланс. Но абсолютно точно этим нужно заниматься. Потому что

добросовестность рынка в значительной степени зависит от того, как сформулированы принципы корпоративного управления, и от этого же зависит защищенность инвестора. Это системный эффект.

Теперь про квалинвесторов. Я согласен, что система квалификации устарела морально, и материально, наверное, тоже. Мы договаривались (и я хочу эту договоренность подтвердить), что после того, как сейчас реализуем намеченные срочные шаги, мы к этой теме вернемся. Нужно еще раз посмотреть на механизм квалификации. Какие-то вещи в нем совсем просто и легко манипулируются. В общем, есть тема.

Аналогично я бы хотел ответить на реплику про брокеров: что регулятор концентрирует все внимание именно на них. Это так, но это происходит некоторым образом вынуждено. Потому что, когда подавляющее большинство средств физических лиц сконцентрировано именно на брокерских счетах, это неизбежно вызывает концентрацию внимания к сегменту.

Но системно, я полностью с вами согласен, нужно уделить внимание доверительному управлению и всему, что связано с управлением средствами клиентов. Регулятор готов этим заниматься, это записано в планах Банка России на ближайшую трехлетку, приглашаю профессиональное сообщество к совместной работе. Она, может быть, даже более важна системно для неквалинвесторов. Я недавно читал интересное американское исследование, там постулируется, что на длинных горизонтах (в книге проанализирован 30-летний горизонт: с середины, кажется, 80-х по 10-е годы) индексные стратегии «покупай рынок и держи» оказываются наиболее успешными для неквалинвесторов. В этом есть большой смысл, в России тоже нужно, наверное, начинающих неквалифици-

рованных инвесторов ориентировать в сторону пассивных стратегий инвестирования. По принципу — доверяй свои деньги профессионалам, которые несут за это ответственность, в том числе фидуциарную.

По поводу миспрайсинга. Справедливая конкуренция — очень правильный тезис. Однако, как мы знаем, конкуренция бывает справедливой в условиях справедливого понятного ценообразования и правил раскрытия информации о цене. Когда ценообразование запутано, непрозрачно, то это приводит к несправедливому ценообразованию и не может приводить к справедливой конкуренции. С тезисом про то, что конкуренция двигает рынки, я не спорю. Хотя формирование экосистем, мне кажется, чуть-чуть поменяет эту модель. Но это другая дискуссия, я сейчас не буду ее начинать. А вот то, что для справедливой конкуренции нужно понятное, прозрачное, справедливое ценообразование — это факт. Именно поэтому регулятор уделяет внимание теме миспрайсинга. Мы видим по конкретным кейсам, что есть случаи двойного и тройного включения одной и той же услуги в финальный продукт. Это неправильно, этому точно нужно уделять внимание.

В отношении новых видов инструментов. В российском законодательстве есть регулирование цифровых финансовых активов, оно описывает правила допуска неквалинвестора к этим инструментам. Я согласен, что людей не надо загонять в «серую зону», мы к этому совершенно и не стремимся. Больше того, мы считаем, что на идеальном рынке нет «серой зоны», потому что в ней нет потребности. Однако, если она есть, то с ней, безусловно, нужно бороться. Кто-то приводил пример с микрофинансированием. Но этот рынок стал более прозрачным именно

благодаря ужесточению требований к нелегальным кредиторам и одновременному созданию условий для работы легального рынка. Думаю, что этой же моделью нужно пользоваться и здесь: создавать стимулы для развития прозрачного рынка и бороться с рынком, который мы считаем нелегальным или неправильным.

По поводу инвестсоветников. Тоже согласен, что этой темой нужно заниматься дальше. Мы всегда были за развитие этого института, но инициатива всегда шла от рынка. И мы, Алексей, договаривались, что проведем отдельное совещание, посвященное инвестсоветникам. Давайте его проведем: подумаем, поговорим. Тема точно совершенно в фокусе внимания.

Коллеги, в завершение я хочу еще раз сказать, что, хотя регулятор и профсообщество и смотрят на проблемы с разных сторон (что вытекает из пред-установленных позиций), но тем не менее мы стремимся к одному и тому же. Уверен, что все компании, которые видят себя работающими на рынке на многие годы вперед, заинтересованы в лояльном и понимающем инвесторе. Идеология «раздеть и отпустить» нехарактерна для таких компаний. Важно, чтобы мы, исходя из этой предпосылки, стремились к тому, чтобы лояльность инвестора была осознанной. Именно поэтому нужно заниматься и инвестиционной грамотностью, и установлением правил игры, но находить при этом баланс.

Мне кажется, мы этот баланс в целом умеем находить: иногда проще, иногда чуть сложнее. Но самое главное, что мы друг друга слышим. Понимание, что мы делаем одно общее дело, должно привести нас к хорошим результатам.

Наверное, на этом хотел бы завершить. Спасибо, коллеги, за приглашение, за внимание. Продолжим в рамках

тематических дискуссий обсуждать все то, о чем мы говорили.

Алексей Тимофеев. Михаил, спасибо. Позиция понятна. Андрей, извини, что ты последний из выступающих. Но это, наверное, и преимущество, потому что ты можешь в какой-то степени подытожить дискуссию, а я с большим удовольствием тебе такую возможность предоставляю.

Андрей Салащенко. Спасибо большое за приглашение. Подытоживать не буду, обычно подытоживает все-таки регулятор.

Я внимательно все прослушал, согласен практически со всем, что сказали коллеги. Но меня удивляет дискуссия вокруг тестирования. Как известно, регулятор представил варианты тестов для розничных неквалифицированных инвесторов, которые те должны будут пройти, чтобы получить доступ к сложным инструментам. Я увидел на сайте Банка России, что в тестовом задании будет 11 вопросов. Однако не очень понимаю, почему мы спорим именно по поводу количества — четыре вопроса будет, или семь, или одиннадцать...

Мне кажется, дискуссия очень простая и она не про количество вопросов. Мы все согласны с тем, что клиенту нужно дать конкретную информацию. Так давайте дадим эту конкретную информацию, сначала определив, какая именно информация является базовой. Исходя из этого, по факту определится, в каком количестве вопросов она может быть сформулирована. Может быть, для разных групп должно быть разное количество вопросов, это тоже будет нормально. Мне очень, кстати, понравилась мысль Дмитрия Панченко, что инвестор разный, что есть разные кластеры инвесторов. Я полностью поддерживаю такой подход.

Еще одна тема, которую мы сегодня много раз обсуждали: тема простого и сложного (то есть плохого) продукта. В головах у многих сидит мысль, что есть сложные/плохие продукты. Мне кажется, это заблуждение. Сложные структурные продукты не являются плохими, просто нужно о них рассказывать. И это дискуссионный вопрос, что лучше купить — акции или инструмент, в котором вероятность получить доход меньше, но при этом инвестор будет застрахован. Это каждый выберет сам.

Не знаю, имеют ли право на существование фраза «классификация продукта». Но хотя бы понимание того, что сложность продукта должна приводить к тому, что о нем нужно рассказывать, и при этом сам продукт не становится плохим — это, мне кажется, важная история.

Еще одна-две маленькие реплики.

Я предлагаю еще раз поднять вопрос (в Минфине уже предложил его поднять) относительно закона о блокировках. Мы все знаем, что существуют различные сомнительные продавцы, учебные центры, которые продают непонятно что. Я бы хотел, чтобы Банк России имел возможность их блокировать. Для меня такие сайты столь же опасны, как нелегальные казино, как сайты, распространяющие суицидальные истории. Я хочу, чтобы у регулятора было право их блокировать. Мы говорим об этом три года, четыре года. Но возможности блокировки нет. Я знаю, что Банк России пытается получить ее. Но, если проблема не в Банке России, давайте попробуем поговорить на эту тему с другими органами власти.

Последнее. Полностью подписываюсь под тем, что советник может и должен компенсировать незнание клиента своими собственными знаниями. Это нормально.

Спасибо огромное.

Алексей Тимофеев. Андрей, спасибо.

Уважаемые коллеги, я благодарю вас за участие, а наших зрителей за их внимание. Мне, честно говоря, показалось, что нам удалось обсудить не мелочи, а общие регулятивные подходы и отношение к потребителям финансовых услуг. И мне кажется, это интересно. Спасибо вам большое. ▣