

Поверх барьеров

В рамках конференции «Российский фондовый рынок 2021» в Москве 15 июля прошла онлайн-сессия «Вызовы регулирования»

Фотографии Павел Перов

Участники: Алымова Наталья (старший вице-президент - руководитель блока «Управление благосостоянием», председатель совета директоров НПФ Сбербанка); Роман Горюнов (президент Ассоциации «НП РТС»); Ирина Кривошеева (председатель правления, генеральный директор УК «Альфа-Капитал»); Владислав Кочетков (президент, председатель правления АО ФИНАМ); Игорь Марич (управляющий директор по продажам и развитию бизнеса, член правления ПАО Московская Биржа); Олег Михасенко (президент-председатель правления ФГ БКС); Тимур Турлов (основатель компании «Фридом Финанс», CEO Freedom Holding Corp.); Сергей Швецов (первый заместитель председателя Банка России).

Модератор: Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

Алексей Тимофеев. Уважаемые коллеги, дорогие друзья, рады приветствовать раз на очередном онлайн-мероприятии Национальной Ассоциации участников фондового рынка. Обычно панельное обсуждение является частью нашей очной конференции, на возвращение формата которой надеемся, но пока каждый раз откладываем, к большому сожалению. Тем не менее, сегодня мы проводим одну из тех сессий, на которых индустрия и регулятор из года в год сверяют часы. Для того чтобы быть на одной стороне, согласно оценивать происходящее на фондовом рынке, его проблемы и достижения, вместе решать, что делать дальше.

Сейчас я, с вашего позволения, расскажу о том, что думаем о фондовом рынке мы. НАУФОР подготовила доклад о текущем состоянии фондового рынка и основных направлениях его развития, таким образом сформировав представление о про-



исходящем на фондовом рынке и о том, что нужно сделать для его дальнейшего развития.

Некоторые обвиняют нас в пессимизме. Я думаю, что наш взгляд — трезвый, стремящийся не впадать в некоторую эйфорию, которая, как нам кажется, сегодня характерна для комментаторов происходящего на фондовом рынке. Эйфория возникает, главным образом, из-за роста интереса к этому рынку со стороны розничных инвесторов.

Рынок, к нашему сожалению, пока невелик, и по объему составляет около половины российского ВВП. Приходится признать, что российский фондовый рынок — один из тех рынков, которые так

и не восстановились после кризиса 2008 года. Если сравнить показатель глубины рынка в долларовом исчислении, то сегодняшняя капитализация российского фондового рынка составляет всего лишь 52% капитализации 2007 года, а оборот составляет всего лишь 40% оборота 2007 года.

До недавнего времени, до локализации рынка иностранных финансовых инструментов российскому фондовому рынку было характерно низкое разнообразие финансовых инструментов. На организованном рынке присутствует примерно 200 торгуемых акций (это число, скорее, постоянно уменьшалось, чем увеличивалось). Из них в течение 10 по-

следних лет торговалось лишь 150 акций, и лишь около 70 были относительно ликвидными. Этому рынку по-прежнему характерна высокая концентрация: 63% капитализации и 73% оборота приходится на десятку инструментов.

На рынке практически не происходят IPO. В 2020 году состоялось всего лишь два IPO общим объемом около 46 млрд рублей и пара SPO объемом 33 млрд рублей. К нашему сожалению, российский фондовый рынок пока (это является его главной проблемой) не выполняет одну из главных функций, для которых финансовый рынок предназначен, — финансирование социально-экономического развития страны. Он уже начал

выполнять другие свои функции, и это очень важно. Но основной функцией он, к нашему сожалению, не выполняет. Давайте поговорим, почему это так.

Главное достижение российского фондового рынка (я об этом уже упоминал) — рост интереса к нему со стороны розничных инвесторов. Около 13 млн брокерских счетов открыто на сегодняшний день, на них сосредоточены достаточно значительные средства. По статистике на конец 2020 года на брокерских счетах находилось 5 трлн рублей, около 1 трлн рублей — на счетах доверительного управления. К нашему сожалению, много нулевых счетов, всего лишь около 27% брокерских счетов являются зафондированными. Это позволяет говорить о том, что реальных инвесторов на фондовом рынке (если говорить о клиенте брокера) около 3–4 млн человек. Не так много, как хотелось бы.

Предпосылкой роста интереса розничных инвесторов к российскому фондовому рынку стала, как мы считаем, макроэкономическая стабильность. Спасибо Центральному банку за те усилия, которые он в этом направлении прилагал в течение многих-многих лет.

Во-вторых, и это очень важно, произошла локализация рынка иностранных финансовых инструментов. Как выяснилось, это было очень важно, поскольку локализация обеспечила нужное розничным инвесторам разнообразие финансовых инструментов. Наш анализ позволяет говорить о том, что рынок иностранных ценных бумаг в России, по существу, стал не бенефициаром интереса со стороны розничных инвесторов к фондовому рынку, а скорее драйвером и причиной такого интереса. Существенное (на тысячи единиц) увеличение количество финансовых инструментов, доступных розничным инвесторам, позволило добиться нужной им диверсификации портфелей, а также защиты от девальвации, которая

в российской экономике происходит с известной регулярностью.

Ну, и снижение ставок по депозитам. Мы часто говорили об этом. Но, как выясняется, снижение ставок по депозитам оказало не такое уж большое влияние на рост интереса розничных инвесторов к фондовому рынку. Мы видим, что приток средств граждан на депозиты не уменьшился, остался прежним, объем средств на депозитах не уменьшился, — во всяком случае, не уменьшился настолько, насколько увеличились их же инвестиции на рынке фондовом.

2021 год, вероятно, станет годом развития индустрии коллективных инвестиций, годом взрывного роста интереса к биржевым паевым инвестиционным фондам. В течение 2020 года количество пайщиков биржевых паевых инвестиционных фондов увеличилось с 70 тысяч до 1 млн 350 тысяч человек и еще примерно на 40% за один только квартал 2021 года (до 2 млн 180 тысяч человек). Этот год, безусловно, будет годом развития индустрии биржевых паевых инвестиционных фондов.

Но все-таки индустрия коллективных инвестиций пока незначительна и уступает по объемам накопленных средств индустрии брокерских услуг.

Результат наших общих усилий в течение этих многих лет налицо — это развитие российского фондового рынка, рост его глубины. Приведу статистику по совокупному рынку российских и иностранных инструментов: его оборот составляет около 36 трлн рублей, рост капитализации — 10% за первый квартал 2021 года. Инвестиции граждан диверсифицировались, я уже говорил об этом, получили защиту от негативного изменения курса рубля, на рынок пришли сбережения. Скорее всего, пришли средства, которые на финансовом рынке до того не обращались вовсе.

Вот какие выводы делает НАУФОР о происходящем на отечественном

фондовом рынке. Своим собеседникам я предложу согласиться с этим или не согласиться, равно как согласиться или не согласиться с моими оценками. Количество реальных инвесторов растет, но по-прежнему незначительно. Профсообществу ни в коем случае нельзя отказываться от тех мер, которые, вероятно, сыграли положительную роль для их активизации. Не отказываясь от предложенных правил игры, нам нужно предложить, может быть, более убедительные стимулы для обеспечения большей диверсификации и долгосрочности инвестиций граждан: здесь нужно поговорить об улучшении условий по ИИС 2 типа, создании ИИС 3 типа. Мы предлагаем также создать ИИС-О, ИИС образования: это еще один вид индивидуального инвестиционного счета, который бы позволил гражданам инвестировать в целях финансирования в последующем своего и своих детей образования.

Нужно идти дальше по пути обеспечения разнообразия финансового инструментария на отечественном фондовом рынке. Речь должна идти о допуске иностранных ETF, валютных инструментов. Гражданам нужно дать те инструменты, которые пользуются с их стороны спросом. Мы глубоко уверены в том, что запрет или ограничение на какую-то группу инструментов практически не оказывает положительного влияния на предпочтения в отношении других групп инструментов. Люди не будут покупать именно те инструменты, которые присутствуют на рынке просто потому, что не могут покупать другие инструменты.

Во главе угла должна стоять задача развития индустрии коллективных инвестиций как наиболее приспособленной для мелких инвесторов, численность которых на фондовом рынке растет. Коллективные инвестиции — наиболее диверсифицированный инструмент,

профессионально управляемый, он лучше других годится именно для такой группы инвесторов. Нужно подумать о создании ИИС ПИФ. Мы полагаем, что главным бенефициаром создания ИИС 3 типа будет именно индустрия коллективных инвестиций. Нужно убрать те препятствия, которые сегодня мешают брокерам предлагать открытые паевые инвестиционные фонды своим клиентам.

Надо привлекать иностранных инвесторов. Как ни парадоксально, качество российского фондового рынка, улучшаясь, делает его все более привлекательным, а возвращение на него иностранных инвесторов все более вероятным. Давайте вернемся к этой теме. Ни один финансовый рынок не может игнорировать те масштабные финансовые ресурсы, которые могут быть ему обеспечены со стороны иностранных инвесторов, за которые в мире идет борьба между различными финансовыми рынками (ставят ли они перед собой задачу быть финансовыми центрами, нет ли). Масштабное возвращение на российский рынок иностранных инвесторов является одной из задач, которую следует, на наш взгляд, ставить.

Нужно создавать открытую архитектуру. И здесь нужно вернуться к обсуждению темы маркетплейсов: верно ли их урегулировали, не следует ли позволить получить возможности создания маркетплейсов также и брокерам. На наш взгляд, именно брокеры лучше, чем другие институты, способны воспользоваться возможностями, которые сегодня дает законодательство об инвестиционных платформах.

Нужно вернуться к идее допуска неквалифицированных инвесторов к структурным продуктам, по крайней мере к простейшим из них. Это важно, потому что обеспечивает то самое, необходимое розничным инвесторам, разнообразие финансового инструментария,

которое является, может быть, наиболее важным условием их интереса к фондовому рынку. Здесь мы бы поддержали другую функцию индустрии, тоже чрезвычайно важную для сохранения в ней конкуренции, а именно финансовый инжиниринг, способность конкурировать друг с другом, предлагая различные структурные продукты, максимально кастомизированные для различных групп инвесторов.

Я не верю, что объемные IPO станут возможны прежде, чем мы добьемся роста объемов и глубины рынка — кратного роста, скорее всего. Так ли, нет ли — давайте об этом поговорим.

Хотел бы предложить слово Сергею Швецову. Все остальные, думаю, будут уже соглашаться или спорить не только со мной, но и с Сергеем.

Как Банк России видит драйверы развития российского фондового рынка? Согласен ли ты с прозвучавшей оценкой? Буду рад, если мои собеседники будут оптимистичнее, чем я.

Сергей Швецов. Алексей, спасибо. Меня всегда удивляло, что начинают с регулятора. Все-таки ответственность за развитие рынка несет сам рынок. И Банк России с 2013 года достаточно активно пытается от рынка услышать инициативы по развитию. Не частные коммерческие инициативы в рамках конкретной компании, а инициативы относительно общей конфигурации.

Потому что наша задача — создавать условия: вот вам финансовая стабильность, макроэкономическая стабильность, ценовая стабильность. Мы понимаем, условно говоря, процентную ставку, дальний конец кривой ОФЗ не двигается. То есть снижаем волатильность стоимости длинных денег, которая и является основой для инвестирования.

Поэтому я очень надеюсь, что все-таки мы когда-нибудь поменяем парадигму, и регулятор будет восприниматься не как указующий перст, а как

институт, создающий условия для того, чтобы рыночные силы вели рынок туда, куда, собственно, он и должен идти в капиталистической экономике.

Тем не менее, несколько ремарок. Банк России близок к тому, чтобы опубликовать «Основные направления развития финансового рынка», драфт для общественного обсуждения. Буквально в начале августа мы это сделаем, и я думаю, что дальше будет много «круглых столов», в том числе посвященных рынку капитала. Но очевидно, что рынок капитала за последние годы сделал большой шаг вперед. Для этого были и инфраструктурные причины, и конъюнктурные причины, и бизнес-причины.

Начну, наверное, с пессимизма. В отношении чего мы испытываем пессимизм. Мы предполагаем, что дигитализация и вовлечение в нее ритейла поменяет цепочку создания стоимости, потребует адаптации бизнес-моделей под новые реалии. И не все участники смогут это сделать по разным причинам: по ментальным, по недостатку финансирования. Уход старых бизнес-моделей (даже, может быть, целых функций) из цепочки создания стоимости — это повод для пессимизма в отношении капитала, который вложен в этих участников. Потому что, скорее всего, этот капитал не сможет оставаться конкурентоспособным.

Здесь недостаточно, наверное, коммерческой дискуссии, а нужно посмотреть более фундаментально. И Банк России это начал делать, запустив проект регулирования по видам деятельности: как в будущем мы видим правильную конфигурацию и лицензий, и совмещения деятельности, и посреднической роли рынка капитала, трансформирующего сбережения в инвестиции. В том числе и маркетплейс, о котором ты упомянул — это просто одна из частей глобальной трансформации бизнес-мо-

делей под влиянием новых технологий и реалий.

Второй повод для пессимизма уже более экзогенный: это в целом роль публичного финансирования, IPO. В мире слишком много денег, чтобы на IPO выходили лакомые кусочки. Институты прайвेट эквити не заинтересованы сегодня выводить компании на IPO по очень простой причине: у них нет других проектов. Существовал конвейер, когда бизнес зарабатывал на каждой стадии: на венчурной стадии, потом на стадии прайвेट эквити, потом на стадии вывода эмитента на IPO, а потом запускал конвейер снова. Но этот механизм сейчас не работает. Идей стало гораздо меньше, денег стало гораздо больше, и аппетита переворачивать страницу через продажу акций на IPO тоже стало гораздо меньше.

Особенно это касается развитых рынков: американских, европейских. В Азии пока не так. В России рынок более азиатский, чем американский, чем европейский. Поэтому я думаю, что потенциал для IPO здесь есть, но это явление все равно конечное. Благодаря различным событиям сейчас формируются диспропорции в количестве напечатанных денег, поэтому спрос на качественные IPO со стороны владельцев компаний неочевиден на будущее.

Если это так, то возникает большой и глобальный вопрос — как будет продолжать функционировать «народный капитализм»? «Народный капитализм» — это когда каждый может владеть акциями, получать дивиденды и зарабатывать на экономическом росте. Как этот формат будет выглядеть дальше? На фондовом рынке будут присутствовать какие-то голубые фишки (их будет немного), представляющие большие экосистемы, большие компании, а уже эти компании будут инвестировать дальше в качестве прайвेट-эквити инвесторов. Вот эта цепочка — как

будут инвестиции доходить до венчура и так далее — под большим вопросом. Дискуссия об этом сегодня идет в Европе. Она, мне кажется, рациональна и в России: надо об этом содержательно поговорить, по крайней мере, задуматься и внести интеллектуальный вклад в общемировую дискуссию.

Что хотелось бы сказать еще. Алексей Тимофеев говорил о диверсификации и приводил пример иностранных акций как инструмента, который позволяет зарабатывать на фондовом рынке. В общем-то, нам без разницы, как человек входит на фондовый рынок — в плане того, есть у него диверсификация или нет ее. Важно, чтобы он зарабатывал. Это можно делать через облигации с очень высоким рейтингом, можно через диверсифицированный портфель различных инструментов. Но если мы хотим видеть российско-го инвестора на российском рынке на долгую перспективу, нужно выполнить две вещи. Во-первых, нужно, чтобы инвестор понимал, как работает рынок и какие инструменты на нем присутствуют. Во-вторых, нужно, чтобы у инвестора были доказательства того, что на среднесрочном периоде (пять+ лет) он действительно может на более-менее стандартных пассивных стратегиях зарабатывать больше, чем по депозиту. Больше даже, чем по госбумагам, я бы так сказал, потому что депозиты — это все-таки инструмент для сбережения, а не для инвестиций. Ну вот чтобы отечественный инвестор зарабатывал на стандартных стратегиях больше, чем на госбумагах.

Если окажется, что это правило выполняется достаточно стабильно, то есть люди зарабатывают, то возникнет самовоспроизводящийся эффект: мы получим увеличение объемов инвестиций граждан на фондовом рынке, получим приток на этот рынок институциональных инвесторов и так далее.

Сейчас инвестор-физлицо, при условии неправильного поведения на фондовом рынке, с большей вероятностью может потерять деньги, нежели заработать доходность выше, чем по госбумагам. Поэтому инвестору-физлицу необходимы знания, необходимы пассивные стратегии.

Что мы видим сегодня? Возможно, моя оценка пессимистична: мы видим период обучения правильной работе на фондовом рынке. Хорошо, если граждане не учатся на небольших суммах, постепенно. Хуже, если они перекладывают в инструменты фондового рынка свою «подушку безопасности». Почему Банк России настолько, наверное, агрессивно выступает против структурных инструментов? Потому что структурник в контексте диверсификации хорош, если он занимает небольшую часть портфеля и ликвиден. Но если инвестор покупает структурный продукт, который замораживает всю структуру риска на три года, покупает на все свои деньги — то, извините, как он будет управлять риском? А если структурник еще и неликвиден, то из него нельзя выйти. Это уже на капкан похоже.

Каждый инструмент сам по себе не плох и не хорош — важно, чтобы им правильно пользовались. Гвоздем можно построить дом, а можно человека распясть. Претензии-то не к гвоздю, а к способу его использования.

Поэтому для нас чрезвычайно важен проект инвестиционной грамотности. Мне кажется, что это проект не Центрального банка и Минфина, а проект всего рынка: проект и брокеров, и банков, которые хотя бы через кросс-продажи пригласить свою клиентскую базу на финансовый рынок. И для всех выгодно в плане устойчивого развития, чтобы человек понимал, что он делает. Банк России делает образовательные материалы, Московская биржа недавно запустила большой образовательный

проект, у многих брокеров тоже есть подобные проекты — это очень важно.

Тестирование — это вовсе не барьер, это некий чек-лист. Перед прыжком с парашютом вы должны проверить ключевые элементы: что все нормально привязано, сидит и сделано. Неправильно думать, что чекинг перед прыжком — барьер для парашютиста. Как раз наоборот, это спасательный круг. Поэтому мы должны вместе продвигать тестирование как некий чек-лист. Как возможность для инвестора, перед входом на фондовый рынок, проверить себя на предмет готовности своего оборудования, на готовность самого себя принимать те или иные риски.

Что еще нас немножко беспокоит? Беспокоит пропорция активных и пассивных стратегий. Диспропорционально низка доля пассивных стратегий, когда граждане либо отдают деньги в доверительное управление, либо пользуются ЕТФами, биржевыми фондами, которые не предполагают активного трейдинга.

Надеюсь, появится индустрия индексов, когда можно будет в качестве пассивной стратегии покупать не иностранные индексы, а что-то национальное, формируемое как микс национальных и международных бумаг. Это все будет сделано, я уверен: рынок к этому придет и без особого подталкивания.

Есть три столпа фондового рынка: этика, доходность и знания. Этика должна быть обеспечена со стороны финансовых посредников, знания — со стороны населения, а доходность — со стороны тех стратегий, которые будут присутствовать на финансовом рынке. Если удастся обеспечить эти три элемента, то все будет достаточно неплохо.

По поводу IPO. Наша перманентная претензия к рынку — что он не выполняет функционал по IPO. Присутствуют определенные барьеры, мы их сейчас снимаем, готовим пакет стимулов. Банк России выпустил для общественного

обсуждения соответствующий документ. Мы хотим убрать лимиты — 25% на расписки и 50% на иностранное размещение — чтобы не плодить офшорные варианты размещения в России российских же компаний через материнскую иностранную компанию.

В планах — дать на стадии пре-IPO больше типов привилегированных акций, многоголосых привилегированных акций или вообще безголосых привилегированных акций. Когда перед выходом на IPO фаундеры и прайвтет эквити инвестор закрепляют некую систему взаимодействия, которая дальше живет уже в рамках публичной компании, не нарушая права миноритариев.

То есть регуляторные препятствия для IPO регулятор будет устранять. Но регулятор не может запустить сам конвейер IPO. Бизнес, который потом выходит на размещение, порождает индустрия прайвтет эквити, индустрия венчура. Именно эта цепочка является сейчас фокусом нашего внимания.

Я вынужден признаться, что до 2020 года регулятор, в общем-то, концентрировался на публичных компаниях. Сейчас мы имеем возможность и, скажем так, осознанное понимание, что надо смотреть на венчурные компании, надо смотреть на прайвтет эквити. Это вопрос в целом инвестиционного климата в Российской Федерации. Начиная от того, каким изображают предпринимателя в российских сериалах, которые смотрят российские граждане. Заканчивая тем, куда хотят пойти работать школьники: сколько из них хочет пойти работать чиновниками, сколько — наемными работниками в бизнесе, а сколько хочет стать предпринимателями. Потому что, когда Америка проходила индустриализацию, то даже священники в церквях проповедовали бедному тогда еще американскому населению, насколько важен капиталист, насколько важен работодатель.

В этом плане переосмысление роли предпринимателя, поддержка предпринимателя находится сегодня в фокусе усилий и правительства, и Банка России как ответственного за инструменты. Мы все, что зависит от нас, дадим. Но сам финансовый рынок, конечно, должен этим научиться пользоваться. И он должен генерировать инновации, потому что чиновники не могут смотреть, скажем так, дальше своего носа. Это все-таки должен делать бизнес, если верить в гипотезу, что креативность соотносится с заработной платой и доходами.

Вот такая картина. Поэтому я считаю, что у нас неплохие шансы двигаться вперед. Есть отставание по образовательным историям, но если заглядывать на 5-6-10 лет, то я не верю в финансовое консультирование как массовое явление, но верю в финансовых помощников, которые должны быть на стороне инвестора. Их взаимодействие должно постепенно трансформироваться в формат M2M (машина с машиной), где и со стороны инвестора стоит робот, и со стороны индустрии тоже стоит робот. Человеку гораздо проще сделать робота, чем обучить его хитростям инвестиционной деятельности. Я думаю, что мы увидим не только машины без водителей, но и определенную замену машиной человека на финансовом рынке. Но до этого мы должны дойти, это сложный путь развития искусственного интеллекта. Пока искусственный интеллект не сильно помогает, но экономика развивается, рынок развивается, становится глобальным.

Я не верю, что мы можем долго оставаться локальной юрисдикцией. Глобализация рынка, хотим мы или нет, взрывает границы. Ваш любимый проект по торговле иностранными акциями на российском рынке — это просто звоночек большой истории, совершенно другой и очень масштабной истории. Когда размывание границ финансовыми



сервисами будет носить объективный характер, когда регулятор не сможет радикально влиять на это размывание. Возьмите криптовалюты, другие финансовые пирамиды, построенные на новых технологиях. Может быть, регуляторы и хотели бы что-то с этим сделать, да не очень получается. Это все звоночки будущего, когда финансовый рынок будет единым.

Отечественным финансовым компаниям, участвующим в посредническом бизнесе, нужно быть конкурентоспособными, нужно быть сильными, инновационными. А задача регулятора — создавать для них условия, в том числе такую регуляторную среду, которая

будет позволять инновациям быстро внедряться и быстро работать. Спасибо. **Алексей Тимофеев.** Сергей, спасибо большое. У меня есть два вопроса, на которые хотелось бы ответов поконкретнее. Оба они не совсем относятся к юрисдикции Центрального банка. Я знаю, отношение регулятора к тому и другому вопросу положительное, но без вашей поддержки процедуры их согласования с другими органами (Минфин и Росфинмониторинг) не обойтись. Думаю, в нашей среде достигнут консенсус относительно того, что условием дальнейшего развития финансового рынка являются индивидуальные инвестиционные счета. Не ухудшать здесь

правила игры очень важно, на наш взгляд. Сейчас мы увидели, что единственный работающий инструмент — ИИС-1 типа. Если отказаться от него или ограничить налоговые льготы для иностранных ценных бумаг (а мы говорили о том, какую роль играет локальный рынок иностранных ценных бумаг для развития фондового рынка), то это может ударить по наиболее успешному из регулятивных решений, принятых в стране. То же касается перспектив ИИС 3 типа.

Вторая тема — идентификация. Довольно продвинутые, но тяжелые процедуры идентификации более или менее работают внутри страны, но демонстри-

руют свое несостоятельность, когда мы обращаемся к иностранным инвесторам. Но если мы будем упрощать процедуру для иностранных инвесторов, то, вероятно, следует поговорить и об упрощении процедуры идентификации для российских инвесторов. Кросс-идентификация и другие решения могут оказать очень сильное влияние на обеспечение конкуренции, открытой архитектуры рынка. Есть формы конкуренции, которые сегодня затруднены из-за отсутствия возможности кросс-идентификации.

Можно ли прокомментировать эти два вопроса?

Сергей Швецов. Начну, наверное, со второго. Жизнь ставит задачи, которые надо решать. Вот, условно говоря, кто сегодня не в «цифре», того завтра просто нет. (Эту фразу дружно сказали все участники какого-то очередного «круглого стола»). Примерно так и с идентификацией. Если мы не научимся делать дистанционную идентификацию конкурентоспособно по отношению к иностранным провайдерам, то нас нет. Поэтому этот вопрос мы просто обязаны решить. Я не технолог, у меня нет готовых рецептов, но в стране достаточно профессиональных людей, в том числе в Минцифры, в ФСБ, в Центральном банке, которые этим занимаются. Я верю, что мы этот вопрос решим.

Второй вопрос, по поводу ИИС. Это очень сложный и очень болезненный вопрос. Мы живем в условиях определенных финансовых ограничений федерального бюджета, нельзя сказать, что у бюджета полно денег для расширения льгот по НДФЛ. Особенно учитывая, что НДФЛ — это деньги регионов, а регионов-доноров не так много. Объективные бюджетные ограничения существуют.

Банк России традиционно сомневается, что российские граждане покупают иностранные ценные бумаги именно потому, что бюджет дает налоговую льготу (на входе или на выходе, неважно). Они

покупают иностранные бумаги не из-за льготы. Поэтому Банк России вместе с Минфином обещали рынку, что в отношении 6 млн ИИС затраты бюджета возможны — для привлечения людей на фондовый рынок. Граждане никогда туда не инвестировали, но из-за налоговой льготы пойдут в инвестиции. Я не уверен, что у Минфина есть возможность продлевать проект ИИС-1 бесконечно. И я не уверен, что у Минфина есть возможность бесконечно закрывать глаза на то, какие именно ценные бумаги приобретаются за счет частично бюджета Российской Федерации.

Поэтому я больше верю в модель ИИС-3, которая порождает долгосрочные инвестиции и позволяет человеку, не разрывая свой портфель на иностранные и локальные бумаги, тем не менее получать льготы по российским бумагам, но при этом беспрепятственно инвестировать в иностранные ценные бумаги. Кроме того, ИИС-3 более долгосрочный.

Еще бы надо подумать, как через ИИС больше стимулировать ДУ. Потому что существует диспропорция: по количеству и участников, и денег в доверительном управлении находится не более трети (даже меньше) средств, заведенных на ИИС. Пассивные стратегии и передача гражданами средств профессиональным управляющим могут заработать больше, чем тупое следование индексу фондового рынка.

Я думаю, что дискуссия вокруг ИИСов будет идти примерно до конца года. Спасибо.
Алексей Тимофеев. Спасибо. Существует соответствующий доклад НАУФОР, есть более конкретные предложения рынка, они находятся в тесной связи друг с другом. Мы очень рассчитываем на то, что это уже изучается в Центральном банке и будет учтено в разработке основных направлений развития финансового рынка.

Хотел бы предоставить слово Наталье Алымовой, и будет кстати, если она даст оценку происходящему в индустрии коллективных инвестиций.

Наталья Алымова. Коллеги, всех приветствую!

Во-первых, хотела бы подискутировать на тему того, что ставки по вкладам не явились одной из причин прихода массового инвестора на фондовый рынок. Конечно, явились. На эту тему проведена масса исследований: примерно 3,5% годовых по депозиту — это тот порог, после которого люди начинают смотреть на альтернативы. И, как вы помните, ставки по вкладам в российских банках побывали на этой отметке, хоть потом и отскочили обратно. Тем не менее, процесс этот необратимо идет.

Привело ли это к «канныализации» вкладов инвестициями? Наверное, в меньшей степени, чем ожидалось, но, тем не менее, пропорция между вкладами и инвестиционными инструментами меняется. В 2020 году это было соотношение 81/19, в 2021 году мы прогнозируем 78/22. Но мы должны понимать, что Сбербанк (как организация, у которой 45% рынка и огромная аудитория клиентов, для которых вклад — единственный подходящий продукт) тянет эту пропорцию вниз. В Сбербанке пропорция не такая, как в других организациях. Сберегательная модель поведения граждан, которая господствовала в конце 2019–2020 году, стимулировала приток на вклады, она полностью компенсировала то, что потенциально могло быть каннибализировано инвестициями.

Хотела бы сообщить пару цифр, характеризующих состояние индустрии коллективных инвестиций, как она выглядит в Сбербанке. У нас в 2020 и в 2021 годах произошло существенное ускорение продаж как ОПИФов, так и БПИФов. Для понимания: сейчас в месяце порядка 30 тысяч клиентов открывают ОПИФы и еще 30 тысяч клиентов по-

купают БПИФы. Средний чек по пассивным индексным фондам уменьшился примерно в 10 раз: с 600 тысяч рублей до 60. В результате того, что мы активно продвигаем этот формат в цифровых каналах. Средний чек снижался и по ОПИФам, он сейчас составляет порядка 400 тысяч рублей. И мы это приветствуем. Мы сознательно снижали порог входа, демократизировали эту историю, это правильно для начинающих инвесторов.

Ну и, конечно, мы считаем, что для людей, которые нацелены на получение прибыли, входным билетом на рынок являются индексные продукты, продукты пассивного инвестирования. Наверное, будем идти к тому, чтобы предлагать физлицам этот инвестиционный продукт как единственный (с агрессивными в том числе индексами).

Мы, конечно, поддерживаем допуск ETF на отечественный рынок. Все, что хорошо для инвестора, хорошо и для индустрии в целом. Мы очень надеемся, что Центральный банк доведет эту работу до конца в обещанные сроки. И не думаем, что отечественная индустрия биржевых фондов существенно пострадает. Наоборот, это будет дополнительным стимулом для снижения комиссий.

Я с Сергеем Анатольевичем подискутировала бы по поводу перспектив финансовых советников в течение 5–6 лет. Наоборот, мне кажется, что развитие этой индустрии — следующий шаг в процессе изменения той цепочки ценностей, о которой вы говорите. Посреднические комиссии однозначно будут снижаться, как это происходит во всем мире, в пользу увеличения заработка на финансовом консультировании. Расширение линейки инструментов, возможность компоновать российские и зарубежные инструменты плюс конкурентные комиссии — следующий этап развития индустрии коллективного инвестирования. Мы однозначно пойдем именно в этом направлении.

Теперь по поводу патернализма. Конечно, нам всем очень не хочется, чтобы регулятор выступал железной няней, как в «Смешариках», вводил запреты, как случилось в отношении структурных продуктов. Но когда для определенных групп клиентов аллокация в структурные продукты составляет до 60% — нельзя это назвать здоровым. Безусловно, эти продукты имеют право на жизнь. Но 10–15% структурных продуктов — это максимум того, что будет аллокировать в своем портфеле даже продвинутый инвестор. Наверное, именно к этой пропорции нужно стремиться.

Сбербанк в своей физической сети структурные продукты массовому инвестору не предлагает: нам не хотелось бы, чтобы там провоцировался мисселинг. Эту практику мы будем сохранять.

Но, конечно, рынок все-таки должен двигаться в сторону релевантности предложения инвестиционному риск-профилю, в сторону изменения системы мотивации (от комиссионного вознаграждения в сторону управления клиентским портфелем). Мы однозначно будем перестраивать нашу систему именно в этом ключе. Надеюсь, уже с начала следующего года у нас полностью поменяется система мотивации.

По поводу финграмотности тоже скажу. Абсолютно поддерживаю Сергея Анатольевича в плане полного раскрытия информации, паспортизации для релевантного сравнения. Сейчас уже даже в канале Сбербанк-онлайн можно посмотреть в сравнимом формате информацию с раскрытием всех комиссий, сценарный анализ по всем инвестиционным продуктам, чтобы клиент мог сделать осознанный выбор. Мы очень рассчитываем, что осенью у Сбербанка появится платформа финансовой грамотности. Целимся в миллионы наших пользователей, будем маршрутизировать их из цифровых каналов, все материалы

соберем воедино, чтобы клиенты обучались.

Теперь хочу сказать последнее, и сразу отдаю эфир. В апреле мы запустили пенсионную витрину, там человек может посмотреть размер своей будущей страховой пенсии. Какую задачу мы этим решали? Конечно, Сбербанк коммерческая организация, мы хотим продавать негосударственную пенсию как добавление к государственной страховой пенсии. Мы хотели, чтобы люди читали, смотрели, понимали, как у них формируется пенсия, из чего она состоит, какого размера будет. За три месяца туда зашло 5 млн человек. В общем, есть запрос, это очевидно, люди готовы. История распределенного доверия, социализация этого бизнеса — основной тренд для массового инвестора на мировом рынке. Наш рынок это тоже ожидает, к этому надо подготовиться.

Я закончила, коллеги, спасибо. Спасибо, Алексей.

Алексей Тимофеев. Наташа, спасибо. У меня почти нет уточняющих вопросов, но, тем не менее, хотел бы спросить. Нужно ли сделать для развития индустрии коллективных инвестиций что-то еще, кроме того, что уже делается? Или сделанного достаточно, можно просто положиться на естественный ход вещей, и эта индустрия будет бурно развиваться?

Наталья Альмова. Мы с Ириной Кривошеевой мысленно ликуем, когда Сергей Анатольевич рассказывает про диспропорцию брокерского бизнеса и индустрии коллективных инвестиций. Мы не можем не выразить свою признательность этой позиции. Сейчас планируется большой трек регуляторных изменений, хочется, чтобы он был доведен до завершения. Чтобы все, о чем мы разговаривали, было внедрено. Нам кажется, что это как минимум выравнивает позиции брокеров и индустрии коллективных инвестиций. Потому

что брокеру проще, там другие каноны жанра.

Но индустрия тоже должна сама себе помочь: в плане и размера комиссий, и подробности продаваемого инструмента, и развития индексов. У Сбербанка есть индексная платформа, мы ее продолжим развивать. Будем предлагать массовым инвесторам индексы, заточенные под риск-профиль. Думаю, что сообществу предстоит дискуссия и по индексной индустрии. В общем, будем возвращать пробившиеся ростки вместе. Спасибо. **Алексей Тимофеев.** Наташа, спасибо.

У меня вызывает отчаяние, что мы пока не придумали механизм (может быть, межведомственный), который думал бы о развитии финансового рынка. **Наталья Алымова.** Алексей, извини, что перебила, раз уж такая у меня оказия. Мне еще кажется, коллеги и Сергей Анатольевич, что было бы очень полезно озадачиться кросс-индустриальной отчетностью. Потому что у страховщиков — одна история, у брокеров — другая история, у управляющих компаний — третья история. Нет ни одного консолидированного места, где можно посмотреть, как перетекают средства граждан между разными видами лицензионной деятельности и разными продуктами. Мне кажется, что можно было бы сделать рабочую группу на эту тему, регулярно готовить доклад от лица регулятора, вообще объединить усилия на этом направлении.

Сергей Швецов. Давайте сделаем. Мы запустили сейчас ситуационный центр, НАУФОР этот проект отказался делать по определенным причинам. Мы будем видеть все, что происходит на фондовом рынке. Но если добавить данные по другим сегментам рынка, то картинка будет более цельная. Спасибо за предложение. Создадим такую группу.

Алексей Тимофеев. А я поясню, почему НАУФОР отказался. Если бы мы согласились заняться ситуационным центром,

то имели возможность заниматься только этим. наших ресурсов бы не хватило ни на что иное, мы бы забыли о саморегулировании. А я не могу позволить забыть о саморегулировании, у меня есть немало чего про саморегулирование сделать еще.

Но мы поддержим любого, кто возьмется за этот проект, со всей энергией, которая у нас есть.

Следующим выступающим будет Роман Горюнов. От него, а следом за ним от Игоря Марича я жду концептуального взгляда. Не могу позволить им уйти в совсем специальные-специальные отраслевые темы. Очень рассчитываю, что они поддержат мои рассуждения концептуального характера, обо всем рынке, о наиболее важном из происходящего на нем. Роман.

Роман Горюнов. Спасибо, Алексей. Приятно вновь оказаться в формате творческой дискуссии, это крайне полезно.

Для начала соглашусь с Сергеем Анатольевичем в части утверждения о размывающихся границах и констатации того факта, что финансовый рынок все больше и больше становится трансграничным. В связи с этим усилилась гордость за то, что мы сделали в последний год. Мне тут рассказывали, как работают азиатские брокеры, как они предлагают клиентам торговать международными бумагами. Это, честно говоря, какой-то позавчерашний день. Они знают, что можно торговать локальными бумагами через брокера, а если клиент хочет международную бумагу, то он посылает заявку, ждет, когда откроется основной рынок и получает/не получает исполнение через несколько часов. Возможно, ночью. И это, в общем, их устраивает. Когда рассказываешь, что в 7 часов утра мск на нашей площадке есть ликвидность по международным акциям, они даже не могут представить, что так может быть. Живут в другой инфра-

структурной парадигме. Что можно клиенту за несколько минут открыть счет и дать возможность торговать огромным количеством инструментов — для них это другое космическое пространство.

Российская фондовая индустрия за последние несколько лет сделала колоссальный шаг вперед в контексте построения продукта — доступного, удобного, красивого и диверсифицированного для российских клиентов. Мы можем реально этим гордиться. И это открывает огромные возможности.

Первая возможность (о ней сказал Сергей Анатольевич): можно сделать в России трансграничную инфраструктуру, создать международным клиентам возможность торговать здесь. Для этого нужно сделать две вещи: во-первых, идентификацию (про которую сказал Алексей Тимофеев), и во-вторых, отменить налоги для нерезидентов, когда они торгуют международными активами на российской инфраструктуре. Этот налог создает для нерезидентов такой дополнительный кост, что все остальные преимущества российской площадки теряются. Мы при наличии этого налога никакой серьезный поток не получим. Давайте его уберем и тогда получим большой поток сделок. Бюджет дополнительно заработает со всей инфраструктуры: с бирж, с брокеров, от того, что вырастет общая ликвидность российского рынка. Сейчас он этих денег все равно не получает, никто из-за этого налога не приходит в Россию торговать международными активами.

Мне кажется, после этого наша инфраструктура реально станет трансграничной. Давайте используем те преимущества, которые сейчас созданы, для того чтобы существенным образом нарастить нашу индустрию.

Про локальных инвесторов: здесь соглашусь с Алексеем Тимофеевым. Несмотря на то, что физлица открыли много счетов, проникновение инвесто-

ров, сравнительно с общей численностью населения страны, остается мизерным. Не нужно считать, что миссия по привлечению инвесторов на фондовый рынок уже выполнена, и теперь можно успокоиться.

Наша задача — вырасти на порядок, а может, больше, чем на порядок. Для этого недостаточно просто открывать счета. Нужно, чтобы те, кто открывает счета, стали реально торговать. Здесь Сергей Анатольевич абсолютно прав: люди должны понять, что на фондовом рынке они могут зарабатывать. Нужно создавать им условия, расширять линейку продуктов, в том числе ЕТФов. Опыт иностранных рынков показывает, что индустрия в целом от этого выигрывает. Вырастет общий объем рынка, вырастет индустрия БПИФов, на рынке появится новая ликвидность. Не нужно этого бояться.

Есть один аспект, который важен, если мы думаем про долгосрочный тренд и про выход на рынок ритейловых инвесторов: на мой взгляд, поменялась психология инвесторов. Появился своего рода социальный трейдинг: люди покупают бумаги, потому что, условно говоря, за эти компании голосуют своими деньгами. Они покупают компании, потому что хотят поддержать их развитие. Реально происходит социализация трейдинга. Помимо того, что ритейл-инвесторы стали уже сами по себе представлять определенную силу, выясняется, что они еще и начинают формировать тренды. Они покупают какие-то компании даже не столько потому, что на них хотят заработать, а инвестируют в бизнес, который им нравится. Это меняет фундаментальные основы ценообразования на рынке, происходят перекосы, мультипликаторы по некоторым компаниями зашкаливают.

Теперь про российские IPO. Я верю, что они должны появиться. Но все-таки думаю, что стратегически то, что сказал

Сергей Анатольевич, для российского рынка не очень применимо. Насколько я понял, речь идет о крупнейших IT-компаниях, которые генерируют огромный кэш, не имеют существенных капитальных затрат и дальше начинают работать как условные фонды, скупая стартапы или молодые компании.

Все-таки в России, на мой взгляд, ситуация чуть-чуть другая, потенциал выхода на рынок размещений есть. Но чтобы воспользоваться этим потенциалом, нужно кое-что сделать. Мы, с одной стороны, пытаемся бороться за качество эмитентов и всячески вычищаем с организованный рынок неправильных эмитентов, а с другой стороны, говорим, что эмитентов надо привлекать. Надо это противоречие внутри себя разрешить.

На мой взгляд, оно разрешается следующим образом: государство должно из бюджета единообразно просубсидировать для эмитента выход на рынок. После этого надо разрешить пенсионным фондам, всем остальным частным инвесторам покупать акции компании на IPO. Потому что невозможно одновременно запрещать инвесторам покупать бумаги на размещении и говорить, что мы хотим иметь размещения. Это взаимоисключающая мысль.

И третье: важны институциональные инвесторы. На мой взгляд, наличие институциональных инвесторов в том ландшафте, который сейчас сложился на рынке, крайне важно для того, чтобы обеспечивать рациональное ценообразование. Очень сложно иметь абсолютно ритейловый рынок, его волатильность будет зашкаливать. Нужно, чтобы российские институциональные инвесторы, в первую очередь пенсионные фонды, поддерживали российский рынок акций. Надо дать им возможность покупать бумаги при размещении, вообще увеличивать портфели своих инвестиций в акции.

На этом закончу.

Алексей Тимофеев. Роман, спасибо большое. Сергей говорил о том, что главной причиной отсутствия IPO является, скорее, инвестиционный климат.

В какой степени активизация процесса IPO зависит от усилий, имеющих непосредственное отношение к фондовому рынку? Я абсолютно согласен с тем, что возможности НПФов участвовать в IPO ограничены, ПИФы реально не могут участвовать в IPO. В последнее время регулятор выражает обеспокоенность тем, что в IPO участвуют розничные инвесторы. Надо наконец-то решить, на самом ли деле нам нужны IPO или нет.

Но, тем не менее, есть ли какие-то основания рассчитывать на IPO? Или общий инвестиционный климат, являясь главным препятствием, не даст нам право на них рассчитывать?

Роман Горюнов. Мне кажется, что сейчас есть достаточное количество эмитентов, которые могут выйти на рынок, особенно сравнительно с тем, что сейчас на рынке обращаются акции примерно 200 с небольшим российских компаний. Думаю, что даже в нашем деловом климате увеличить количество торгуемых на российском рынке эмитентов можно, по крайней мере, раза в два. И потребность в этом есть, и емкость рынка начала приближаться к той, при которой можно проводить нормальные размещения. Просто надо обеспечить такую структуру, при которой эти IPO были бы успешны.

Алексей Тимофеев. Спасибо. Теперь даю возможность рассуждать на этот счет самому компетентному из нас. Игорь? **Игорь Марич.** Спасибо, Алексей, за такую подводку. Но я начнут как раз с твоего выступления. По-видимому, будучи олицетворением той эйфории во взгляде на фондовый рынок, с которой ты в самом начале решил бороться.

Мы пытаемся говорить о том, что на российском рынке не проходят IPO, что рынок не выполняет свои основ-

ные функции, что в сравнении с 1913 годом вообще все плохо. Мне кажется, это все же не совсем так. Допустим, капитализация отечественного фондового рынка составляет 50% к ВВП. Это хорошо или плохо? Вроде бы хотелось бы, чтобы было 100 и больше, как в некоторых других странах. Но, с другой стороны, в Германии, в Испании этот показатель — порядка 50–60%, в ряде развивающихся (и вполне неплохо развивающихся) стран — 30 и меньше. В принципе, вопрос не в цифре, а в том, чего мы все вместе достигли за последнее время. И кажется, что достигли довольно много.

Мы говорим, что нет IPO, но сейчас это не совсем так. Если бы мы об этом говорили два года назад, то все дружно и с печальными лицами согласились бы. Но в прошлом году прошло 7 IPO и SPO; еще 7 компаний перешли из зарубежного листинга в листинг на Мосбирже. В этом году за полгода — 7 IPO и SPO. Буквально только что прошло IPO Европейского медицинского центра, крупнейшего частного медцентра в Восточной Европе. Оно довольно успешно и в плане денег, которые подняли, и в плане участия российских розничных инвесторов.

И мне кажется, что те сотни миллиардов рублей, которые российские компании привлекают именно на публичном долговом рынке через IPO и SPO — это очень неплохая динамика по сравнению с тем, что было. Понятно, мы хотим, чтобы было, как в Китае или как в Америке. Наверное, это тоже может произойти, но не сразу. И в этом направлении нужно бы нам вместе еще много чего сделать. Об этом я тоже постараюсь сказать. Но, повторюсь, мне кажется, что уже мы находимся на достаточно хорошем уровне как раз в результате всех предыдущих усилий.

Эти предыдущие усилия уже позволили российскому рынку стать довольно

глобальным. Мы говорим о том, вернутся ли иностранные инвесторы... но они и не уходили никуда. Если посмотреть на доли их участия в рынке облигаций, в рынке акций, тем более если посмотреть на их доли в объемах торгов на основных рынках — то они либо близки к максимуму, либо даже периодически находятся на максимуме. Это очень серьезные, практически ведущие клиентские группы, которые торгуют за рубежом. Они торгуют и у нас благодаря тому, что мы сумели построить ликвидные рынки и дать технологии доступа, которые позволяют эффективно работать.

Отражением этого положения является тот факт, что центр ценообразования на российские инструменты вернулся в Россию, хотя еще лет 10 назад это было совсем неочевидно. Я говорю про соотношение в первую очередь объемов торгов акциями с двойным листингом: в Москве и Лондоне. Сейчас объем московских торгов — больше 80%. Недавно на Питерском экономическом форуме западные инвестбанкиры говорили, что вообще не понимают, какие могут быть резоны для того, чтобы российские компании привлекали капитал на западных площадках. Они считают, что западные инвесторы вполне могут прийти сюда, принести капитал на российские биржи.

Еще много чего можно сделать, но, тем не менее, мы уже достаточно глобальная площадка. А я еще не сказал о даже более важном тренде, потому что мы почему-то говорим только про рынок акций.

На самом деле рынок облигаций — не менее важен для финансирования роста экономики. Российские компании за год с небольшим привлекли через рынок облигаций 5 трлн рублей; это довольно солидная цифра. Соотношение объемов облигаций к объемам кредитов было 19%, стало 30% — это больше, чем не только в развивающихся странах, но и

в большинстве развитых. Этот уровень тоже достаточно высок.

Это все, на мой взгляд, стало возможным именно благодаря приходу розничных инвесторов. Можно говорить о том, что 20 млн счетов (из них 13 млн уникальных) — это не по-настоящему, что фондируемых счетов гораздо меньше. Но, тем не менее, 4–5 миллионов активных клиентов — это даже в отношении к общему числу клиентов в 2 раза больше, чем пять лет назад. Это число, даже по сравнению с другими развивающимися рынками, достаточно значимо. Это реально та сила, которая привлекает на российский рынок и эмитентов, и иностранных участников.

До конца текущего года на IPO, SPO могут выйти еще порядка 10 компаний. Основным драйвером для них является возможность получить в качестве инвесторов розничных клиентов. Здесь тоже очень много сделано, и это не вопрос иностранных ценных бумаг. Тренд начал формироваться и получил большое развитие еще задолго до расцвета торговли иностранными ценными бумагами в России. Это результат усилий всей индустрии в процессе создания хороших продуктов и качественных цифровых каналов продвижения этих продуктов розничным клиентам. Это результат того, что крупные ритейловые банки начали по-другому смотреть на эти продукты, на этот бизнес. Ну и, конечно, это изменение ставок.

Приход на фондовый рынок розничных клиентов, а главное увеличение объема денег, которые они приносят на рынок, — это уже довольно устойчивый тренд. Повторюсь, ведущие брокеры действительно очень много сделали для того, чтобы этот тренд сформировался.

Теперь необходимо задуматься о том, как мы будем управлять ожиданиями инвесторов.

На мой взгляд, управление ожиданиями должно происходить в двух

основных аспектах. Во-первых, это раскрытие информации о том, с какими рисками они на рынке сталкиваются, какие инструменты какие риски несут. Во-вторых, это формирование ожиданий через образование, через повышение финансовой/инвестиционной грамотности. Это очень важно. И меня очень радует, что брокеры в общении с клиентами уделяют большое внимание образовательному контенту.

Московская биржа, со своей стороны, тоже пытается внести свою лепту: мы сделали базовый инвестиционный курс. Не в том смысле, что хотим обучить всех инвесторов, мы здесь себя скорее видим своего рода подносчиками снарядов для участников рынка. Хотим помочь им тратить меньше ресурсов и усилий на образование клиентов. Торговля иностранными акциями оказалась очень хорошим драйвером для привлечения клиентов на рынок, это глобальный тренд, не только российская история абсолютно. Но проблема в том, что здесь инвесторы сталкиваются с довольно большими рисками, не будучи к этому готовы. И мы видим по структуре торгов и по волатильности этих инструментов, что риски действительно реализуются, создавая возможные последующие риски того, что инвесторы могут разочароваться в рынке ценных бумаг.

Институциональные инвесторы. Безусловно, это очень важная история, необходимо дальше их развивать и снимать барьеры, о которых здесь говорили.

Мы очень рады тому, что переживают колоссальный расцвет БПИФы. Либерализация доступа иностранных ЕТГов создает дополнительную конкуренцию, будет содействовать снижению издержек и расширению инструментов. Это хорошо. При этом важно помочь нашей индустрии быть в этой конкуренции на равных, потому что конкуренция должна быть справедливой.

Еще одна довольно важная история — тренд на торгуемость инструментов, которые раньше традиционно казались неторгуемыми. Это касается и цифровых финансовых активов (пока это только перспектива, но она открывает довольно интересные возможности для нас всех). Касается и торговли частями ценных бумаг, о чем мы тоже периодически говорим. Здесь тоже имеются довольно большие перспективы, которые общими усилиями могут быть реализованы.

Сейчас очень много сделано в плане упрощения доступа физлиц на финансовый рынок. Уровень брокерских приложений и вообще инструментов дистрибуции финансовых продуктов среди розничных клиентов сейчас очень высок. Но, тем не менее, возможности дальнейшего развития имеются и здесь.

Спасибо большое.

Алексей Тимофеев. Игорь, спасибо большое. Но между нами нет спора, просто я говорил о том, что мы находимся в начале пути. Хотя сделано много, но этого недостаточно. Я тоже хотел бы оптимизма. Может быть, моя некоторая осторожность продиктована беспокойством по поводу регулятивных решений, по поводу самоуспокоенности. Я боюсь самоуспокоенности.

Вот мы договорились, что надо очень быстро реализовать несколько сильных решений. А я очень боюсь, что ИИС 2 типа, ИИС 3 типа где-то буксуют. Я сильно рассчитывал, что и тот, и другой инвестсчет можно будет открывать, начиная со следующего года. И, может быть, появятся новые инструменты: скажем, ИИС-ПИФ. Как бы нам придумать более эффективные механизмы реформирования законодательства, межведомственного согласования! Которые бы позволяли проснуться 1 января сразу с новыми условиями во многих частях, которые взаимосвязаны между собой. Мы иногда теряем взаимосвязь наших

усилий, работая над каждой мерой по отдельности...

Игорь Марич. Откликаясь именно на то, что ты говоришь. Я как раз пытался сформулировать такую мысль: не факт, что для дальнейшего развития рынка нужен тотальный допинг. Мне кажется, сейчас будет более результативным решение точечных вопросов, причем очень точное, хирургическое. Надо решать проблему, с одной стороны, более массового доступа компаний на публичный рынок. А с другой стороны, чтобы инвесторы (и розничные инвесторы, которые активно участвуют в этой истории, и институциональные инвесторы) все же меньше рисковали обжечься здесь. Этот баланс надо аккуратно найти.

С другой стороны, новые инструменты. На мой взгляд, рынок в любом случае будет создавать новые инструменты. Приход компаний на публичный рынок уже создает возможности для того, чтобы появлялись новые типы индексов. А значит, новые продукты, основанные на этих индексах, и так далее. Локализация торговли глобальными инструментами (кстати, не только акциями) тоже позволяет двигаться в направлении развития индексов и других продуктов.

Налогообложение — тоже очень важная история. Надеюсь, будет-таки решена проблема налогообложения иностранных клиентов из разных юрисдикций и подобные проблемы.

Вот такие точечные, очень акцентированные усилия, мне кажется, помогут продвинуться вполне динамично.

Алексей Тимофеев. Игорь, спасибо. Чтобы не давать повода другим это комментировать, я не соглашусь с одним из твоих утверждений. Думаю, ты недооцениваешь роль рынка иностранных ценных бумаг. Я, кстати, рад, что Московская биржа поддержала проект локализации рынка иностранных финансовых инструментов. И глубоко уверен, что если бы этого рынка не было, то мы не



досчитались больших объемов денег на рынке отечественных финансовых инструментов. Дело не в том, что они бы ушли за границу в поиске иностранных финансовых инструментов, а в том, что они бы не пришли на финансовый рынок в принципе. Это новые деньги, их не было на рынке. В этом смысле мы выполнили очень большую (неожиданно для самих себя) задачу — мобилизацию омертвленного прежде капитала.

Но со всем остальным, Игорь, я согласен. Спасибо. Кое-что из того, что я называл «большими изменениями», ты называл «точечными». Какая разница. Я согласен с тем, о чем говорил ты. А ты, видимо, согласен с тем, о чем говорил я.

Ирина Кривошеева, Ира, можешь ли ты поддержать разговор обо всем здесь сказанном, в частности, об индустрии коллективных инвестиций? Буду тебе очень признателен за твое мнение.
Ирина Кривошеева. Спасибо большое. Добрый день всем! Я позволю себе немного повториться, но еще раз проговорю моменты, которые нам кажутся основными в плане развития именно индустрии коллективных инвестиций.

Конечно, как ни анализируй те или иные показатели, все равно соотношение индустрии коллективных инвестиций и брокерской индустрии в России пока 1:5 в пользу брокерского бизнеса. При том, что для международного рынка (неваж-

но — развитые, развивающиеся страны) этот показатель ближе к 1:1.

Компания «Альфа-Капитал» проводила, совместно с «РОМИР», исследования на очень больших выборках, участвовало много тысяч клиентов. Мы задавали вопросы по поводу потребностей самих клиентов. Хотят ли они самостоятельно торговать — или готовы передать средства профессионалам? Все эти исследования показывают, что, если исходить именно из потребностей самих клиентов, то пропорция та же самая, 1:1. Значит, есть какой-то перекося, который сложился искусственно на протяжении последних лет под воздействием различных факторов. Возможно, играют роль

качества тех или иных игроков, или развитость тех или иных каналов продаж, а возможно, и требования регулирования (скажем, более жесткие нормы в отношении управляющих компаний, паевых инвестиционных фондов, биржевых фондов).

Недавно был опубликован интересный обзор Банка России по некредитным финансовым организациям. Оказалось, что розничные клиенты, работающие с брокерским бизнесом, имеют в портфелях свыше 50% акций. Тогда как у клиентов управляющих компаний доля акций сейчас составляет 14%. Не говорю, хорошо это или плохо. Тем не менее, мы видим, что уровень риска в портфелях неопытных инвесторов, работающих с брокерами, достаточно высок. И мы все понимаем, что на фоне любого падения рынка клиенты могут столкнуться с убытками, а значит, прийти к разочарованию в рынке.

Все крупные игроки, я уверена, понимают эти угрозы. А значит, возникает тема портфельных инвестиций, тема более консервативных решений для клиентов. Наша точка зрения такова: продуктом входа для неопытных инвесторов должен стать фонд. Неважно, биржевой фонд, открытый паевой инвестиционный фонд, или ETF, но все-таки на входе в рынок клиент должен получать более-менее диверсифицированный портфель.

Мне периодически интересно отслеживать, что делал в прошлом или позапрошлом году Дейв Портной на американском рынке, что он рекомендует покупать, что продавать. Он откровенно говорит: «Я делю свои деньги на две части. Первая часть — это моя работа, я торгую, я рассказываю об этом моим последователям, а вторая часть — это мои долгосрочные сбережения, которые я держу в фондах и категорически запрещаю себе вообще до них дотрагиваться». То есть, присутствует логика параллельного существования, условно, двух

составляющих: активной части сбережений и более долгосрочных сбережений. Она становится для клиентов ценностно понятной.

В этой связи мы выделяем для себя пять основных, приоритетных, стратегических направлений развития.

Первое: развитие биржевых паевых инвестиционных фондов. Доступ на российский иностранных ETF — это, наверное, прекрасно. Но российские биржевые инвестиционные фонды не смогут стать конкурентоспособными, если не будет решена тема регуляторного арбитража и не будут устранены имеющиеся недостатки по инструментам. Мы уже сформировали соответствующий список, спасибо регулятору и нашему профильному департаменту, который очень активно работает с участниками рынка и собирает наши пожелания. Создание биржевых фондов во многом ограничивается именно действующими нормами. Для нас это в приоритете, и мы будем просить саморегулируемую организацию с этой повестки не сходить.

Вторая тема: тренд на удлинение сбережений, на удлинение взаимодействия с клиентами, построение долгосрочных отношений. Да, мы глубоко убеждены, что существует потребность в долгосрочных сбережениях. И считаем, что нужно фокусироваться именно на целевых клиентах, выстраивать лояльность.

Может быть, не стоит носить воду в решете, постоянно набирать новых клиентов, а лучше сфокусироваться на существующих клиентах, сделать их довольными, удлинить срок их жизни в управляющей компании, увеличить средний счет. Все, что связано с ИИС 3 типа, мы очень поддерживаем. Нам хотелось бы, чтобы это уже переместилось в практическую плоскость, в которой управляющие компании смогли бы предложить клиентам адекватные решения именно на десятилетнем горизонте, предложить те или иные стратегии до-

верительного управления в рамках ИИС 3 типа.

Третья тема, без нее никуда: современные технологии. Здесь мы все фокусируемся на онлайн-каналах продаж. Но фокус должен сместиться и внутрь компаний. Это связано с автоматизацией, цифровизацией процесса управления активами, процесса риск-менеджмента, здесь актуальны проекты, связанные с элементами машинного обучения.

Индустрии также необходима возможность покупки паев открытых паевых инвестиционных фондов в формате Т0, иначе мы просто лишимся этой индустрии, останутся только биржевые фонды. Выдача паев на следующий день или, чего доброго, на второй-третий день уже совсем не удовлетворяет клиентов. Это абсолютно недопустимо, проблема тоже должна решаться.

Тема кросс-идентификации тоже важна. Потому что появляются все новые и новые каналы онлайн-дистрибуции, в том числе инструментов коллективного инвестирования. Поэтому изменения 115-ФЗ актуальны как никогда.

Четвертая тема: продукты и сервисы. Продуктовые и сервисные инновации, исходящие из пожеланий клиентов, — это то, что дает рынку драйв, то, на чем мы как участники рынка должны фокусироваться. Здесь много интересно. Мы верим в альтернативные инвестиции. Международная статистика на конец прошлого года показывает, что доля альтернативных инвестиций во всех активах международных управляющих компаний составляет где-то 16%, а в выручке — порядка 50%. То есть за счет инструментов альтернативного инвестирования генерируется половина выручки. Мы в этом плане можем предлагать клиентам получать арендные доходы от той или иной недвижимости. А также работать с квалифицированными инвесторами в рамках персональных фондов для крупных клиентов.

Еще одна тема — регулярность инвестирования. Это инвестиционные копилки, инвестбэки, многоразовые заявки: все, что дает клиенту возможность начать инвестировать даже с очень мелких сумм и дальше осуществлять вложения по 100 рублей, по 500 рублей с регулярностью, комфортной для конкретного человека. Очень хочется сделать продукты, которые вписываются в жизненный цикл клиента. Это основа индустрии коллективных инвестиций во многих странах.

И в завершение. Сейчас кажется как никогда актуальным развитие различных партнерских моделей. Появляются все новые и новые партнеры и в онлайн, и в офлайн. Неважно, телекомы это, или ритейл, или продажи телефонов в супермаркетах. Но все эти игроки уже понимают, что их клиенты готовы услышать что-то новое об инвестициях. Поле для создания партнерских каналов может быть не только Россия, возможно партнерство, например, с банками Беларуси или Казахстана. Здесь мы спотыкаемся на проблеме налога с нерезидентов.

Мы-то как раз считаем, что сейчас очень многое сделано и будет доделано. И я уверена, что при помощи саморегулируемой организации все у нас сложится, и рынок коллективных инвестиций будет развиваться опережающими темпами.

Алексей Тимофеев. Ира, спасибо большое.

Что я хотел бы сказать в развитие мысли Иры: регулятор пошел по пути либерализации доступа ETF на российский организованный рынок. Он свел требования к ETF, которые могут быть допущены на организованный рынок, до уровня требований к российским биржевым фондам. Но нам бы не стоило отказываться при этом от мысли о либерализации, о развитии регулирования для биржевых фондов с тем, чтобы оно

было не хуже, а лучше. Текущее решение кажется временным, мы все равно вернемся к установлению для биржевых фондов более выгодных, что ли, условий функционирования на российском рынке, чем для ETFов. Пусть так будет, пусть российским инвесторам будут предоставлены дополнительные убедительные доводы для выбора в пользу российских биржевых фондов.

У меня есть много вопросов к Ире, но я боюсь потерять одну тему, которую она задала: о долгосрочном характере отношений с клиентами. Я бы хотел, чтобы следующий выступающий, Олег Михасенко, порассуждал о стоимости привлечения розничных инвесторов, о конкуренции на рынке и о стремлении индустрии строить долгосрочные отношения со своими клиентами.

Прав я или нет? Стремится ли индустрия устанавливать с клиентом более долгосрочные отношения, а стало быть, давать ему доказательства лучшей доходности на фондовом рынке в среднесрочной, в долгосрочной перспективе? Олег?

Олег Михасенко. Понятно, спасибо. Я всех приветствую! Вы вспомнили 2008 год, но там была совсем другая история, тогда даже фондовая индустрия была другой.

Самый главный скачок произошел в качестве предоставления услуг. Ведь у нас же произошла революция. Мы сейчас живем в другом мире: в нем клиент открывает счета и получает отчетность, не выходя из дома, в нем работает Система быстрых платежей. Совершенно другой мир создался. 2008 год нельзя даже сравнить с тем временем, в котором мы живем сейчас.

Долгосрочные отношения. Мне кажется, это даже не обсуждаемо: если у бизнеса нет долгосрочных отношений с клиентом, то у нее нет будущего. Я не знаю, есть ли компании, которые не хотят иметь долгого клиента, не верю в су-

ществование таких компаний. И банки, и брокеры, и УК, и пенсионные фонды должны обслуживать своего клиента и строить с ним отношения так, как хочет клиент. Мне кажется, это самое главное.

Если говорить о том, что бы еще можно было сделать. Конечно, мы сейчас стоим на пороге серьезных событий: грядет идентификация и другие изменения в регулировании. Нужно пережить этот период и посмотреть, как это будет работать. На Западе подобное сделано полегче: там регулятор просто устанавливает, что брокеры и прочие профучастники должны проводить анкетирование, чтобы узнать риск-профиль клиента и степень понимания им продуктов фондового рынка. Российское регулирование пошло немного дальше: посмотрим, как это будет работать. Самое главное, чтобы это не остановило индустрию.

Кросс-идентификация нужна, на Западе она тоже есть. Там даже есть отдельная специальная лицензия на доступ третьего лица к информации об инвестициях конкретного человека. Все счета этого человека консолидированы в одном месте, это сделано официально, есть лицензия, клиент видит полностью все свои активы. Ведь многие люди обслуживаются в нескольких банках, у нескольких брокеров. Портфельные инвестиции — это самое главное. Надо полностью консолидировать портфель, тогда будет возможно настоящее финансовое планирование, можно определить клиенту стратегию, можно посчитать риск, посчитать ликвидность, сделать конкретное предложение. Когда клиент четко понимает, сколько денег может потерять, какова ликвидность портфеля, какие бумаги из портфеля нужно купить/продать. Это целевая модель портфельного инвестирования. Такой сервис можно сделать на базе искусственного интеллекта, это не так сложно, честно говоря.

Далее. Роман Горюнов призывал вывести ЕТФы на российскую биржу, эту идею я не поддерживаю. Пока рано это делать, это будет, во-первых, неконкурентно по отношению к нашим ПИФам и вообще фондам. Во-вторых, возникает проблема поддержки клиента. Ведь, если с ЕТФом что-то случится, то необходимо объяснить клиенту, что делать: куда жаловаться, куда идти за поддержкой. Эти бизнесы все-таки находятся за рубежом, могут возникнуть вопросы.

Хотел подчеркнуть еще, что по некоторым техническим возможностям российский рынок все-таки маленько отстает. Например, часто клиенты жалуются, что если купить бумагу и в этот же день ее продать, то получить деньги нельзя. Брокер не может вывести клиенту деньги, потому что тогда на балансе клиента возникнет минус. Мы давно говорим об этой проблеме, но так ничего и не сдвинулось. На Западе такое возможно. На Кипре, в Лондоне это стандартная деятельность банков: вывести деньги и нарисовать клиенту, что они поступят завтра, но сам клиент может получить эти деньги еще в пути. Депозитарий, кстати, тоже не может рисовать минусы. Если клиент зашортил бумагу, минус по его счету показывать нельзя. Мне кажется, можно было бы подумать, как это поменять.

И последнее. Я ратую за то, чтобы привлекать на отечественный рынок иностранных клиентов. Очень много русских и русскоязычных людей живет в странах СНГ, в Европе, они готовы покупать российские акции и заводить активы на российский рынок. А дальше разбираться с налогами в своей юрисдикции должны уже отечественные профучастники. Это позволило бы, мне кажется, консолидировать русскоязычное население СНГ, дополнительно привлечь на российский фондовый рынок достаточно много клиентов.

Так что в целом я согласен с заявлениями Алексея. Только мне очень удивительно, почему капитализация нашего рынка снизилась сравнительно с 2008 годом? Для меня это загадка, честно говоря.

Алексей Тимофеев. Олег, спасибо большое. Согласен, я не уделил должного внимания рассказу об успехах, спасибо, что ты это сделал. С 2008 года на отечественном фондовом рынке, конечно, произошли колоссальные качественные изменения. Я, наверное, зря про это не сказал. Инфраструктура тогда и сейчас — небо и земля, конечно. Технологии привлечения инвесторов, дистанционное взаимодействие, роль отечественных инвесторов — все это абсолютно иное. В этом смысле рынок качественно совершенно иной, чем тот, пусть и более объемный, рынок 2007 года, о котором я говорил. Давайте добьемся прежних объемов сейчас на новой качественной основе, мы действительно немало в этом смысле сделали.

Я бы хотел, чтобы выступил Тимур Турлов, который компетентен рассуждать о том, как подобные задачи решаются в странах присутствия его компании.

Что является достижениями там, создают ли в этих странах реальную конкуренцию для нас? Мы же конкурируем с Казахстаном, с их проектом МФЦ, наверное. Может быть, есть что-то, что следовало бы позаимствовать? И вправе ли мы рассчитывать на иностранных инвесторов, твоих клиентов, Тимур, в том числе как на клиентов российского фондового рынка?

Тимур Турлов. Спасибо большое, Алексей. Хочу еще раз сделать акцент на том, что говорил Роман Горюнов. На Питерской бирже действительно сейчас построили рынок, обладающий в определенные часы уникальной ликвидностью. Мы это достаточно активно обсуждали с рыночными профессиона-

лами, в том числе на Западе. Ни на каких американских площадках нет сейчас ликвидности в 10 утра по Москве, в 12 утра по Москве. На Питерской бирже ликвидность сильно больше, чем во Франкфурте.

Это косвенно говорит о том, что была реализована правильная модель.

Мы сейчас зарегистрировали на Петербургской бирже 70 тысяч европейских клиентов (они не являются резидентами России). Через нашего европейского брокера мы дали им доступ туда плюс бест экзеkjюшен по иностранным ценным бумагам. Они торгуют в основном иностранными ценными бумагами. Мы активно пытаемся решать для них кейсы по бест экзеkjюшен, чтобы всегда была полная гарантия наилучшего исполнения сделки. На инфраструктуре Санкт-Петербургской биржи эти задачи вполне можно решать: заявки рерутятся между разными биржами, возникает достаточно единый и целый рынок. Это крутая штука, которой все сильно удивляются.

В этой схеме есть ряд технических проблем, но мы их решаем, совершенствуем схему.

Российское национальное право довольно сильно отличается от прецедентного права, которое имеет главенствующее значение в странах англо-американской правовой системы. На Западе привыкли работать именно в системе так называемого common law. Меня очень радует, что при этом мы смогли построить достаточно конкурентоспособный рынок, который претендует на интеграцию с глобальной инфраструктурой. Это мало у кого получилось вообще. Условно, Роман Горюнов решил проблему перевода из зоны английского права в зону права российского. Московская биржа решает для своих клиентов ту же самую проблему: дает мелким игрокам возможность делать РЕПО, возможность жить в системе

российского депозитарного учета, управлять ликвидностью, делать много других вещей.

Более того, мы сейчас видим, что в чем-то российская инфраструктура сильнее, чем инфраструктура на Западе. В России есть рынок РЕПО с центральным контрагентом, например, которого на Западе не существует. В Штатах у брокера может быть многомиллиардный кастоди, но при этом привлечь ликвидность для клиентов бывает очень тяжело, приходится открывать кредитные линии с каждым банком, закладывать бумаги. И не всегда возможностей кастоди достаточно для привлечения денег: иногда кастоди может иметь гигантский капитал, а лимитов все равно будет не хватать. Там многое работает медленнее и гораздо менее удобно, хуже интегрировано. Тот же самый американский центральный контрагент NSCC зачастую гораздо менее эффективен, чем ЦК Московской бирже, ЦК Питерской биржи, что само по себе создает огромное количество вызовов.

В Казахстане структура права похожа на структуру права российского. И для всех вдохновляющим примером является то, что Россия смогла сделать так, чтобы иностранные ценные бумаги люди могли покупать через локальных посредников, и этот рынок стал доминировать над рынком иностранных финансовых посредников. Потому что в огромном количестве стран мира локальные игроки не стали доминировать над международными, в том числе из-за трудностей перевода.

У компании «Фридом Финанс» есть опыт работы на территории Международного финансового центра в Астане. Мы там тоже сейчас запустили локального брокера, с начала этого года счета всех казахстанских клиентов открываем в МФЦА, чтобы они могли торговать там иностранными ценными бумагами. И, кстати, сразу же их

регистрируем на Санкт-Петербургской бирже: чтобы эти клиенты могли получить доступ к торгам в нужное им время. Казахстан живет на три часа позже Москвы, ему нужна эта «промежуточная» ликвидность. Потому что, когда основная сессия открывается в России, то в Казахстане еще 5:30, а в самом Казахстане основная сессия открывается только в 8:30. И если на этой площадке интересно торговать немцам, то казахам тем более.

В МФЦА поступили просто: там взяли фреймворк MiFID в чистом виде, регулятор тоже полностью импортировали, по сути, из Великобритании, сделали отдельный конституционный закон. Получился, грубо говоря, офшор: у него собственный суд, собственные регулятор, система права, регистратор ценных бумаг. В общем, государство в государстве. Конструкция прикольная. Она, с одной стороны, решила проблему согласования различных систем права, а, с другой стороны, она работает. Но все равно там сейчас возникает очень много регуляторного арбитража между локальным регулированием и регулированием на территории Международного финансового центра.

Мы в России очень много вещей смогли упаковать именно в национальном праве, нам не пришлось создавать регуляторный офшор для того, чтобы продвинуть свою индустрию. Это крайне круто и почетно, это хороший пример для всех остальных.

Путь создания международного финансового центра объективно очень дорогой, по многим причинам. Российский опыт объективно многих вдохновляет, он прикольный и классный.

Давайте попытаемся идти той дорогой, которая уже частично проложена. То, что уже сделано для развития инфраструктуры, будет тащить индустрию вперед. Мы действительно проходим через колоссальную эпоху перемен: хоро-

ших перемен, но сложных. У всех растет регуляторная нагрузка, регуляторный кост, везде в мире растет. Сейчас я не знаю ни одной юрисдикции, где он бы не рос по тем или иным причинам. И, конечно, выживают только крупнейшие.

На российском фондовом рынке появляется очень мало новых игроков, рынок постоянно укрупняется. Так или иначе, все крупные брокеры принадлежат каким-то финансовым группам, у них либо есть свои банки, либо они сами являются «дочками» банков.

Тем не менее, повторюсь, мы на верном пути. Прделана огромная работа по выстраиванию доверия, выстраиванию инфраструктуры. Законодательство сильно улучшилось и создало огромное количество возможностей, свобода для творчества присутствует. Рынок ценных бумаг в принципе зародился не везде, а в России существует достаточно развитая национальная фондовая индустрия. Это большое достижение, давайте его сохранить.

Алексей Тимофеев. Тимур, спасибо большое. Разделяю все сказанное тобой. Доверие между регулятором и индустрией, то взаимодействие, которое существует на нашем финансовом рынке между регулятором и индустрией — это тоже часть культуры и цивилизации. В спорах или даже размолвках мы решаем довольно серьезные вещи. И да, у российского финансового рынка, похоже, появляется обаяние, он становится в какой-то степени примером для некоторых финансовых рынков, решающих похожие задачи.

Следующим выступающим будет Владислав Кочетков. Владислав, конкуренция на финансовом рынке, долгосрочные отношения с клиентами... Сергей выразил сомнения в формировании индустрии инвестиционных советников. Что ты об этом думаешь?

Владислав Кочетков. Небольшая ремарка. Все-таки мы разговариваем уже два



часа, я не уверен, что есть живые люди, которые нас еще в состоянии слушать, поэтому можно говорить максимально откровенно. Сессия наша называется: «Вызовы регулирования». Но про вызовы ничего не сказали, хотя я уверен, что регуляторный пресс будет только расти. Пока налицо полное согласие с регулятором: делаем общее дело, развиваем рынок, все хорошо. Хотелось бы больше про вызовы, потому что регулятор умеет их обеспечивать.

Да, мы ожидаем продолжения притока розничного инвестора на фондовый рынок. Ожидаемое повышение ключевой ставки его может несколько замедлить, потому что определенная

конкуренция между фондовым рынком и депозитами все-таки существует, плюс она сейчас усугубляется еще и налоговым неравенством, которое регулятор обещал решить, но пока не решил.

При этом я как участник фондового рынка понимаю, что фондовый рынок может дать гражданам страны больше возможностей для сохранения и увеличения капитала, для решения вопросов финансового здоровья и прочих. Поэтому приток инвесторов сохранится, в том числе за счет того, что сейчас создается некая цепная реакция: приток инвесторов стимулирует информационную активность, про инвестиции много пишут в СМИ, блогеры рассказывают

про увеличение капитала, профучастники рекламируют себя по телевизору. Эта активность сама по себе есть фактор привлечения инвесторов, а дальше включается и работает С2С коммуникация. Лето в этом году не очень хорошее, жара расслабила, практически у всех на брокерском рынке я вижу сокращение динамики притока клиентов, но зима близка, и клиент снова пойдет.

Другое дело, что пока приходит неподготовленный инвестор. Задача индустрии — сформировать у него правильные ожидания и дать правильные инструменты в рамках риск-профиля. В принципе, мы все этим занимаемся, занимаемся давно. Я думаю, нет экономики в том, чтобы

получить быструю прибыль с клиента и затем потерять его, да еще с негативным мнением о рынке. В «ФИНАМе» мы глубоко прорабатываем концепцию клиентского счастья. Вписать в это счастье патернализм пока никак не получается. Наши тестовые замеры показывают, что любые ограничения делают клиента менее счастливым. Он понимает, что определенные инструменты покупать нельзя и так далее, но каждое новое ограничение делает его все менее и менее счастливым. В ответ на ограничение инвестор должен получить доступ к более широкому кругу инструментов.

Справедливо говорилось про IPO. Я часто сужу по себе, у меня несколько счетов с разными стратегиями: и вот иногда на российском рынке просто нечего купить, нет бумаг в принципе. Конечно, какое-то стимулирование (в том числе субсидирование IPO) для этого рынка было бы крайне полезно.

Далее. Как уже было сказано, регулятор обещал дать доступ к иностранным ETF. На мой взгляд, это возможно делать даже без прохождения теста. До сих пор не до конца понимаю, почему наш клиент может купить ETFы, упакованные в БПИФ, без теста и заплатить за это больше, но не может купить сам ETF и заплатить меньше. Тем более что все-таки речь идет о крупнейших фондах, где риски корпоративных действий, имеющих негативные последствия для инвестора, не столь велики, и с ним действительно можно работать.

Ну, и стоит понимать, что на рынок приходит инвестор с небольшим капиталом. Нужно дать ему возможность для диверсификации портфеля. Мировой тренд очевиден: это дробные акции, чтобы на 100 долларов можно было купить «Амазон», ГМК, другие дорогие бумаги и сделать нормальный портфель. Знаю, что регулятор анонсировал работу в этом направлении, но

хотелось бы ее ускорить, потому что штука очень полезная.

Еще одна важная тема — инвестиционные советники. Российский рынок пока формируется как рынок крупных финансовых консультантов. На самом деле как были брокеры/банки, так они ими и остались, просто внутри у них появилось дополнительное регулирование, ответственность и некая стена между подразделениями. А больше ничего не поменялось. Так что, говоря: «рынок формируется», мы на самом деле говорим, что рынка нет.

В моем представлении тот рынок инвестиционного консультирования, который задумывался, предполагал работу тысяч квалифицированных и независимых профессионалов, как на других развитых рынках. Они консультируют в разных форматах (офлайн, онлайн, коллективно, индивидуально) миллионы неподготовленных инвесторов, чтобы повысить качество их работы.

Что мы получили реально? Есть закон: на мой взгляд, его нужно дорабатывать, развивать. Возникает чувство, что регулирование в данном направлении несколько зависло. Да, было принято не очень комфортное регулирование, затем оно немножко смягчилось, и дальше все встало. Либо я просто не знаю о происходящих движениях. Мне кажется, что в фокусе регулятора могли бы оказаться не брокеры, не управляющие компании, а инвестиционные советники. Именно как драйвер развития рынка. В том числе потому, что на самом деле эти советники есть. Может быть, их не десятки тысяч, но их сотни и тысячи. И они находятся в серой зоне, потому что возможности выйти в белую зону им по факту не дали. Тут есть над чем работать. Тем более что есть окно возможностей и в рамках закона о квалификации: все та же тема, чтобы клиент мог покупать все, что рекомендовал советник, без теста. Это было бы

логично и индустрию двинуло вперед сильно.

В целом я исхожу из того, что наша основная задача — не оставить инвестора (особенно нового) один на один с рынком, поддержать его в плане качественной экспертизы. При этом без соответствующего инструментария экспертиза большой ценности не имеет, инструментарий нужно наращивать.

Вообще я в последнее время люблю цитировать господина Швецова: конспектирую его выступления на всех мероприятиях, где встречаю. Один из его тезисов гласит, что финансовый рынок — это рынок доверия. На мой взгляд, если будут отменены льготы по ИИС 1 типа, то их отмена станет жестким ударом по доверию. Почему-то, когда эти льготы вводились, про 6 млн счетов никто ничего не сказал ни инвесторам, ни брокерам, ни управляющим компаниям. А сейчас — бах, и до свидания, ИИС-1. На мой взгляд, это не очень правильно, потому что доверие живет там, где правила игры являются долгосрочными. И хотелось бы, чтобы у нас они во время игры не менялись. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Владислав, спасибо большое. С вашего позволения я буду завершать нашу конференцию. Должен признаться, что очень хотел бы подняться с места модератора и пожать руки спикерам. Однажды мы так и сделаем. А сейчас я могу только заочно поблагодарить их за выступления от имени зрителей, а от их имени — зрителей за внимание.

Спасибо вам большое, что были с нами. Приветствую вас еще раз от имени Национальной Ассоциации участников фондового рынка. □