

Нужно покупать, нужно продавать

В РАМКАХ ЕЖЕГОДНОЙ КОНФЕРЕНЦИИ «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК 2019» СОСТОЯЛАСЬ СЕССИЯ «НОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ»

Фотографии Павел Перов

Участники: Эдвард Голосов (глава «БКС Капитал», заместитель президента-председателя правления ФГ «БКС» по инвестиционному и страховому бизнесу); Роман Горюнов (президент Ассоциации «НП РТС»); Василий Илларионов (управляющий директор АО «Сбербанк Управление Активами»); Елена Курицына (директор департамента корпоративных отношений Банка России); Алексей Панфилов (президент ФПК «ГарантИнвест»); Олег Янкелев (генеральный директор УК «ФинЭкс Плюс»).

Модератор: Анна Кузнецова (управляющий директор по фондовому рынку, член правления ПАО «Московская Биржа»).

Анна Кузнецова. Здравствуйте, уважаемые участники!

Мне бы очень хотелось, чтобы наша сегодняшняя панель была конструктивной. Поэтому предлагаю, во-первых, обсудить текущее состояние дел, во-

вторых, определиться, чего бы мы хотели добиться. Мне кажется, итог нашей дискуссии будет очень конструктивным, если по результату обсуждения мы сможем выйти к регулятору с дополнительными инициативами относительно развития рынка.

Готовясь к нашей панели, участники договорились поговорить о трех блоках различных инструментов. Блок первый — пассивные инвестиции, блок второй — облигации; блок третий — новые инструменты и акции. Вчера в рамках второй панели конференции НАУФОР вопрос инструментов уже частично обсуждался. Дальше началась достаточно жаркая дискуссия, она шла потом и в рамках двух панелей, и в кулуарах. Собственно, с того самого вопроса, который вчера запустил жаркую дискуссию, я и предлагаю теперь начать.

На российском рынке появились биржевые паевые инвестиционные фонды. Таких продуктов сегодня на Московской бирже обращается семь, их



провайдерами выступают три управляющие компании. Московской бирже очень нравится «класть» этот продукт в одну корзину с ETF. Потому что оба эти продукта биржевые, оба — про пассивные инвестиции и оба востребованы ритейлом, в отличие, например, от закрытых паевых фондов (паи которых на бирже не обращаются и которые принципиально отличаются от БПИФов и ETF). Соответственно, предлагаю начать нашу дискуссию с разговора об ETFax и БПИФах. Для начала хотела бы всем спикерам по порядку, прямо с Василия начиная, задать вопрос: какие продукты интересны рынку? Это вопрос номер один. Или вопрос номер два (предлагаю

каждому спикеру самостоятельно выбрать один вопрос из двух): на какой продукт есть спрос у инвесторов?

Василий, выбирайте вопрос и отвечайте.

Василий Илларионов. Разумным клиентам должна быть важна диверсификация. Не какой-то определенный класс активов, а возможность инвестировать в широкую линейку продуктов, реплицирующих различные классы активов. Поэтому «Сбербанк Управление Активами» развивает свою линейку так, чтобы в ней были и акции, и облигации, и российские, и иностранные инструменты.

Вопрос ведь был не о том, что лучше: биржевой ПИФ или ETF?

Анна Кузнецова. Нет-нет, конечно.

Вопрос был вообще про пассивное инвестирование. Эдвард.

Эдвард Голосов. Спасибо, Анна. И спасибо организаторам за эту сессию. Мне кажется, она будет даже более интересной, чем другие сессии.

Группа БКС работает со всеми категориями инвесторов — как частными разных категорий, так и с институциональными. У нас развит рынок акций, развит рынок корпоративных облигаций, есть предложение государственных облигаций. Есть рынок структурных продуктов, который очень близок моему сердцу. Но до недавнего времени он был немножко полуплегальным, в российском



поле таких продуктов не было. Сейчас регулятор и Государственная дума взяли на себя определенную инициативу...

Анна Кузнецова. Эдвард, прошу извинить, но предложила бы структурные продукты не обсуждать. Мы сейчас говорим про пассивные инвестиции: про то, какие продукты нужны инвестору и какие продукты профессиональное сообщество считает правильным инвестору предлагать.

Эдвард Голосов. Хорошо. Если коротко, то нужны те продукты, которых сейчас в российском поле нет (сравнительно с инструментами, которые доступны западным инвесторам). Потому что, если инвестбанк делает инвестору портфель,

диверсифицированный под конкретный риск-профиль, под конкретную цель, на определенном инвестиционном горизонте, то существующих продуктов просто не хватит для того, чтобы оптимизировать доход при данном уровне риска.

Анна Кузнецова. Хорошо, спасибо.

Роман.

Роман Горюнов. Добрый день! Сложно ответить одним предложением. Вот есть на нашем рынке такой известный человек, Владимир Курляндчик, думаю, его все знают. В свое время, на одной из дискуссий ему задали вопрос, какую идеальную опцию клиенты хотели бы получить в интерфейсе программы «Квик». Курляндчик сказал, что кнопку «Нарезать бабла».

Мне вот тоже кажется, что клиентам нужен один-единственный продукт — заработать денег на рынке. Все приходят только за этим. А дальше начинаются вариации: склонности к риску, предпочтения и прочее. Очень сложно сказать, что надо клиентам вообще. Одним нужны очень рискованные бумаги быстро растущей компании, другим — акции «Газпрома», третьим паи фонда недвижимости... мне кажется, предсказать, что нужно инвесторам сейчас, завтра, послезавтра, — совершенно невозможно.

«НП РТС» как инфраструктура видит свою задачу в том, чтобы дать инвесторам возможность выбора, сделать для них максимально широкую линейку

инструментов, а не решать за них. Если у инвесторов возникает какая-нибудь инвестиционная идея, то надо дать им возможность реализовать ее максимально дешево, просто и понятно.

Анна Кузнецова. Понятно. Ответ противоречив, как и вопрос. С одной стороны, нужна всего одна кнопка. Отсюда можно сделать вывод, что на рынке есть любые продукты, выбор есть для любого инвестора. А, с другой стороны, надо дать инвестору возможность реализовать любую инвестиционную идею, а в мире существует гораздо больше инструментов, чем те, которые торгуются на территории Российской Федерации. **Олег**

Янкелев. Добрый день! Спасибо большое организаторам за то, что пригласили. По иронии судьбы данная сессия изначально должна была быть посвящена защите инвесторов, но организаторы ее переформатировали под новые продукты. Очевидно, что индустрии сейчас мало интересуют клиенты как таковые, в центре внимания — поиск новых доходов, в том числе за счет появления новых инструментов.

Что же касается потребностей инвесторов, то я здесь полностью согласен с Романом. Инвесторам нужно решение, которое можно воплотить через одну большую кнопку, которая позволяет получить индивидуальное инвестиционное решение для каждого, на основе существующих у этого человека целей, ограничений и отношения к риску.

Мне сложно согласиться с Эдвардом в части того, что на рынке не хватает какого-либо инструментария. Во всем мире для массовых клиентов, заинтересованных в решении, которое реализуется нажатием одной кнопки, основным инвестиционным инструментом выступают индексные продукты. Индексные продукты на отечественном рынке есть, — как в упаковке иностранных индексных фондов, так теперь и в российской упаковке. Поэтому говорить о том, что в РФ недостаточно инструментов для того, чтобы составить полноценный диверсифицированный порт-

фель в интересах инвестора и с учетом его особенностей, я думаю, неправильно.

Анна Кузнецова. Спасибо. **Алексей.** **Алексей Панфилов.** Добрый день, уважаемые участники конференции! «ГарантИнвест» пригласили на эту панель в качестве эмитента. Мы не так давно вышли на биржу с биржевыми облигациями. И столкнулись, естественно, со всеми сложностями выхода эмитента на российский фондовый рынок, но, тем не менее, сегодня уже тоже понимаем, что интересно инвестору. Хотел бы проанализировать, что интересно на рынке с точки зрения инвестора — как институционального, так и частного. На наш взгляд сегодня и частному, и институциональному инвестору интересна и определенная доходность, но, прежде всего, стабильность. Нет запроса на большой риск. Соответственно, нужна стабильная, в том числе гарантированная, доходность.

Бондизация шагает по стране достаточно широко. Облигационные стратегии инвестору понятны и, конечно, популярны. Вопрос в том, что есть интерес и к портфельным вещам. Мы как эмитент, безусловно, хотели бы, чтобы наши бумаги вошли в различные и индексы, и портфели.

Ну и, конечно, мы сегодня еще коснемся темы коллективных инвестиций, связанных с ЗПИФаами. Потому что активы, обеспеченные недвижимостью, во всем мире являются одними из самых надежных и мало волатильных, такие бумаги меньше подвержены макроэкономическим колебаниям и рискам.

Анна Кузнецова. И так, наши эксперты фактически сказали три вещи. Вещь первая — необходимо расширение инструментария для того, чтобы реализовать любую идею инвестора. Вещь вторая — нужна одна кнопка, то есть процессы инвестирования должны быть достаточно простыми, видимо, имеется в виду именно это. И вещь третья — нужна стабильность.

Но я свой вопрос ставила именно так не случайно, потому что у него есть две стороны. С одной стороны, есть запрос конечного инвестора, он бывает порой разным,

абсолютно разным. И есть запрос профессионального участника. Например, некоторое время назад один из российских банков предложил Московской Бирже допустить к торгам структурные продукты без защиты капитала от ведущих международных провайдеров. Эти продукты, как вы знаете прекрасно, продаются банками во всех линейках сервисов категории «прайвет» (для очень состоятельных клиентов). Я спросила: «Зачем нужно предлагать такие продукты на бирже? Вы же все равно не сможете делать сделки с этими облигациями. Вам придется решить вопрос с квалификацией инвестора». — «Нет, — говорят, — у нас нет проблем с квалификацией, в сегменте «прайвет» мы обслуживаем клиентов, которые инвестируют суммы, начиная с шести миллионов рублей. Соответственно, все они являются квалифицированными. Мы хотели бы, чтобы этот продукт обращался на публичной площадке для того, чтобы финансовый результат от него можно было сальдировать с результатами других публичных инструментов».

Поэтому у инвестора может быть запрос на один продукт, а у профессиональной индустрии может быть запрос на другой продукт. В принципе, и одна сторона, и вторая просто хотят заработать. Но индустрия порой заинтересована продавать те продукты, которые маржинальны для нее. Или продукты, которые умеет продавать сегодня, или которые доступны и интересны именно ей. У клиента (и теоретически, и практически) запрос может оказаться несколько иным. Поэтому вопрос был поставлен именно таким образом, и, как вы видели, спикеры не стали на него отвечать прямо.

Теперь предлагаю вернуться в пассивные инвестиции. Мой собственный ответ на заданный вопрос следующий. Мне кажется, что все необходимые инструменты и вся необходимая база в России есть, инструментов действительно много. Но если мы станем сравнивать отечественный рынок с мировым, то пропорции, в которых востребованы эти инструменты там и тут, очень сильно отличаются.

К примеру, те же пассивные инвестиции. В России их доля сильно меньше 1%, в то время как в мире (в рамках глобального количества денег, инвестированных в различные инструменты) эта доля составляет 5%. Даже если каких-то продуктов на российском рынке нет (например, сегодня нет пока ни одного выпуска структурных продуктов без защиты капитала по российскому праву, есть продукты только с защитой капитала), то существует необходимая база для их производства. Возможно, нужно улучшать разве что частности.

Давайте посмотрим, например, на мировую индустрию ETF. По данным из независимых источников, в мире сегодня существует больше 6 тысяч ETF, некоторые источники даже считают, что 10 тысяч, — в любом случае цифры довольно большие. Паи этих биржевых фондов обращаются на 72 биржах в 58 странах. При этом фондов, в структуру индексов которых включены бумаги российских компаний, всего 52.

На Московской бирже сегодня обращается 23 биржевых фонда: 16 ETF и 7 БПИФов. Из них 14 фондов — на акции, 9 фондов — на инструменты с фиксированной доходностью и денежного рынка. Покрытие осуществляется по бумагам 8 стран и осуществляется 5 провайдерами. Конечно, я говорю о публичном рынке: на рынке ОТС обращается существенно больше инструментов.

Индустрия паевых фондов в России достаточно широкая, более 1400 фондов, из них больше 1100 фондов представляют собой ЗПИФы, публичных инструментов — чуть больше 100. Вроде бы разнообразие есть, а сложности с инвестированием остаются. О них мне тоже хотелось бы поговорить. Я вижу большой гэп между запросом инвестора на паи ПИФ конкретного профиля и тем, какие паи сегодня можно купить реально. Например, пассивные фонды как продукты мне очень нравятся. За ними легко следить, нужный инструмент легко купить (за небольшое количество кликов), покрытие — 8 стран, есть и долговые инструменты, и долевы, причем

линейка инструментов достаточно длинная. А с другой стороны, отсутствуют некоторые интересные продукты — например, фонд, который бы обыгрывал индекс. Или недвижимость — сегодня фактически в России ее можно приобрести только в виде либо акций, либо в натуре. Соответственно, рентные фонды — да, есть, но они не очень ликвидны. Коммерческая ликвидность — да, есть, но отдельный вопрос, как можно ее предлагать конечному инвестору.

Я бы попросила экспертов высказаться про эти направления — БПИФы, ETF, паевые фонды. Чего не хватает и что необходимо расширять и усовершенствовать? Василий.

Василий Илларионов. Хорошие продукты есть, но покупают их в сравнительно небольших объемах. Происходит так потому, что со стороны клиента генерируется очень мало грамотного самостоятельного спроса, эластичного к цене услуги, к ее выгоды. Меньше 10% клиентов, покупающих инвестиционные продукты, понимают, что именно покупают и разбираются во всей линейке продуктов, которые им потенциально предлагают. Все остальные... есть такое известное высказывание Андрея Звездочкина: «В России инвестиционные продукты не покупают, их продают».

Так что, наверное, самая большая проблема — низкая финансовая грамотность населения. Именно ею объясняется, почему налицо такая диспропорция между пассивными продуктами в объеме российских сделок и сделок на зарубежных фондовых рынках.

Касательно развития пассивных продуктов. Тем не менее, процесс их развития активно начался в прошлом году, когда были запущены первые российские биржевые ПИФы. Мы видим спрос на них, активно продаем (в том числе, в составе модельных портфелей, клиентам нравятся такое персональное предложение).

Проблемы есть, в регулировании молодой отрасли биржевых фондов нужно исправлять некоторые существующие недочеты. В частности, российские участники рынка не умеют делать

синтетическую репликацию индексов, что очень важно для товарных рынков. То есть, например, сделать биржевой фонд на золото или на нефть удобно с помощью свопов, но участникам рынка их пока не разрешают использовать в составе активов на сто процентов.

Что касается недвижимости для розницы: «Сбербанк Управление Активами» активно занимается развитием этого направления, и способ инвестиций в него есть — это закрытые ПИФы. У нас порядка 15 млрд рублей под управлением вложено в объекты коммерческой недвижимости, все эти деньги принадлежат частным инвесторам. Это фонды, в которых не меньше тысячи пайщиков.

Анна Кузнецова. Для меня в части паевых фондов всегда остается загадкой, как управляющие компании продают эти продукты клиенту, если клиент покупает не только паевой фонд. Допустим, у клиента на брокерском счете есть ОФЗ, и, допустим, клиент захотел купить паи фонда, условно, «Илья Муромец»... Вам нравится такая идея, Василий?

Василий Илларионов. Очень. **Анна Кузнецова.** И вот клиент начинает приобретать паи этого фонда. Если он не клиент сервиса «Сбербанк Онлайн» или не стал расплачиваться картой (потому что это дорого), то до своего брокера он должен добежать ножками. Но вот на сайте управляющей компании Сбербанка он приобрел паевой фонд «Илья Муромец». Потом клиент захотел купить еще какой-то паевой фонд (например, технологичных компаний), у другой управляющей компании.

И вот заканчивается финансовый год, у клиента получился конкретный финансовый результат: по какому-то инструменту он мог оказаться в плюсе, по другому инструменту — в минусе. Каждый из профессиональных участников является налоговым агентом и удержит налог с результата по своему инструменту. А если клиент захочет получить сальдирование финансового

результата, то должен самостоятельно заполнить декларацию (к счастью, сейчас можно не ножками бегать, а дистанционно подать эту декларацию и запросить вычет). Короче. На мой взгляд, в плане дистрибуции паевых фондов и возможностей инфраструктуры, которая сегодня их поддерживает и обслуживает, есть большая зона для усовершенствования, иначе эти продукты сложно продавать. Я ошибаюсь или нет?

Василий Илларионов. Проблема, например, с сальдированием налогов между различными счетами различных брокерских (или управляющих) компаний действительно существует и характерна не только для ПИФов. Наличие брокерских счетов в двух разных компаниях может иметь те же самые последствия.

Анна Кузнецова. Но иметь счета в двух разных брокерских компаниях — это все-таки выбор клиента. А выбор пая конкретного ПИФы — это выбор продукта. Допустим, клиент хотел бы сделать корзинку паев, а составные части этой корзинки оказалась у разных вендоров. В этой ситуации клиенту придется преодолеть большую полосу препятствий.

Василий Илларионов. Надо выбирать одного провайдера, тогда проблема будет решена. Такой выбор имеет и другие плюсы. Когда клиент использует одну управляющую компанию, то может конвертироваться между ее фондами и у него не возникает реализованного дохода. Соответственно, продлевается трехлетний срок владения бумагами, что распространяется как на трехлетнюю налоговую льготу, так и — у многих управляющих компаний — на скидки.

Касательно того, сложно ли или легко дистрибутировать ПИФы. На самом деле, когда один агент в виде крупной розничной банковской сети предлагает клиентам и брокерский счет, и доверительное управление, и услугу по подготовке формы НДФЛ (это уже не инвестиционная услуга, но сопряженная как раз с наличием различных счетов), то проблем у клиента нет. Плюс все-таки сейчас идет активная дид-

житализация, все операции можно делать в рамках одной цифровой экосистемы...

Анна Кузнецова. Да, заработать бабла, нажав одну кнопку в программе «Квик». Хорошо. Эдвард, ваше мнение по этим вопросам?

Эдвард Голосов. Да, Анна, спасибо. Мне кажется, вы правы, — проблема есть. Вот компания «БКС» сейчас, к примеру, запустила валютные ПИФы (естественно, мы были не первыми на рынке). Паи которых инвестор может купить за валюту, ему не надо сначала конвертировать доллары в рубли, потом использовать эти рубли, чтобы купить паи ПИФа. Сейчас мы запустили пару таких ПИФов, которые можно купить напрямую за валюту через вторичный рынок.

Инфраструктура — не идеальная. По опыту, когда мы продаем паи инвесторам, то, к сожалению, вынуждены им советовать работать с одним провайдером инвестиционных продуктов, который имеет широкую линейку продуктов, это будет легче. И еще советуем инвестировать долгосрочно. Инвестирование на долгий срок мне кажется одной из вещей, необходимость которой нужно понимать. И формировать у инвесторов понимание, что инвестирование и в ПИФы, и в пассивные фонды, и в ETF — это все-таки инструмент долгосрочного инвестирования. ПИФ, ETF, портфель из ETF, на мой взгляд, это все-таки долгосрочная вещь, потому что даунсайд по ним не ограничен. Инвестируя на долгий срок, инвестор фактически переживает все волатильности.

Анна Кузнецова. Хорошо. Роман, ваше мнение?

Роман Горюнов. Мы с Олегом Янкелевым пытались позавчера договориться, что не будем устраивать дискуссии про ETF после столь бурной дискуссии в «Форуме», но Анна не дала нам возможности уклониться от этого чудесного сюжета...

Анна Кузнецова. Нет, конечно. Меня вчера уже журналисты спрашивали про вашу дискуссию. И мы вместе считали комиссии различных биржевых фондов...

Роман Горюнов. Да, скоро мы будем продавать билеты на шоу под названием «Публичная дискуссия про ETF».

Сначала поговорю за БПИФы... мне кажется, классно, что на российском рынке их запустили. Но при тех комиссиях, которые сейчас действуют по этим инструментам, — они развиваться-то будут, но вот бума, который мы все ожидаем, не случится. Успех ETF, помимо того, что это пассивная индексная стратегия, обеспечивается также еще тем, что там комиссия в разы ниже, чем при активном управлении.

Сейчас запущены БПИФы с комиссией, которая сопоставима с комиссией по активному управлению. Рано или поздно (скорее, слишком рано) клиенты это поймут. Нельзя клиенту продать продукт в 10 раз дороже, чем он реально стоит в другом месте. Индексное управление — это классно, но понятно же, что волатильность индекса ниже, чем любого другого актива, поэтому размер комиссии является принципиальным. Если комиссия за управление больше процента, то рано или поздно люди поймут, что отдают десятую часть своего дохода, пятую часть дохода — непонятно за что.

И ладно бы эти деньги получали только сами управляющие. Но к каждой из операций добавляет маленькую дополнительную комиссию та громоздкая инфраструктура, которая создана по БПИФам. Мне кажется, сейчас одна из главных задач регулятора — максимальное упрощение инфраструктуры создания БПИФов. Чтобы не создавалось этой громоздкой добавленной стоимости, которая в конечном итоге ложится на карман клиента. А мы потом будем опять развивать идеологическую дискуссию, как иностранные ETF не дают развиваться индустрии российских биржевых ПИФов.

Тогда как проблема не в иностранных ETF, а в том, что, к сожалению, сейчас отечественная инфраструктура не очень конкурентоспособна, давайте называть вещи своими именами.

Анна Кузнецова. Отлично. Василий, вам слово.

Василий Илларионов. Мне бы очень хотелось, чтобы в присутствии регулятора не звучали фразы типа «у отечественных фондов комиссии на порядок больше». Вот для понимания: у крупнейшего иностранного ETF на российские акции «VanEck Vectors Russia» комиссия 0,65%, а у нашего фонда — 1%, в зависимости от объема. Разница не в разы, а всего лишь на 30 процентных пунктов.

Роман Горюнов. Ну, хорошо, давайте посмотрим на ваши объемы.

Анна Кузнецова. Хорошо. Я хотела бы озвучить домашнюю работу, которую мы выполнили со вчерашнего дня после разгоревшейся в кулуарах дискуссии, и очень хотела бы, чтобы после этого Олег ее покритиковал. Во-первых, я считаю, что бесплатный сыр бывает только в мышеловке, и вся индустрия, которая выстроена для обслуживания инвестиций (и мировая, и российская), в реальности на этом зарабатывает. Никто бесплатно работать не будет, поэтому тарифы, так или иначе, будут.

В мире вилка комиссии по обслуживанию биржевых фондов находится в диапазоне 0,25–0,75%. Справедливости ради, средняя комиссия находится в диапазоне 0,35–0,4%. Сегодня в России комиссия за управление находится в диапазоне от 0,2 до 0,9%; при этом средняя комиссия, в принципе, выше 0,5%. Есть один российский фонд с комиссией за управление 0,2%, но он пока один.

Как мне кажется, эта комиссия со временем может падать. Очевидно, что, когда в мире существует больше 6,5 тысячи ETF, то они конкурируют между собой. Чем больше активов собрано, тем более низкую комиссию управляющая компания может себе позволить.

Но, на мой взгляд, комиссией за управление не исчерпывается общий cost для инвестора. Если мы сегодня, предположим, выберем какой-то европейский (или американский) фонд из доступных и обращающихся в России, и попытаемся посчитать все издержки инвесторов, то они этой комиссией (которую мы сегодня сравниваем, и она нам представляется

высокой) не ограничиваются. Потому что в любом случае есть комиссия, которую клиент уплачивает вендору, — то есть, брокеру, через которого он купил биржевой фонд. В конце концов, всегда есть биржевая комиссия, которая очень часто зашивается в брокерскую, есть комиссия за хранение бумаги, есть комиссия за перевод по цепочке депозитариев.

Соответственно, если все эти комиссии посчитать, то та вилка, которая у нас получилась (опять же можем ошибаться, готовы к дискуссии), находится в диапазоне от 0,45 до 1,4%. Олег, вам слово.

Олег Янкелев. Аня, спасибо. Я коротко прокомментирую те вещи, которые говорили до меня в части ETF. Во-первых, по поводу интереса к индустрии, ее размера и индексных инструментов. Если мы сравним ETF, которые представлены в России, то объем их активов составляет сейчас около 16 млрд рублей. Это может показаться не очень большой суммой, если не задумываться о том, какова вся индустрия открытых фондов России. Так вот, вся индустрия российских открытых фондов составляет чуть больше 230 млрд рублей, и это активы, которые были накоплены всей индустрией, включая лидеров — Сбербанк, ВТБ, «Альфа-Капитал» и так далее, более чем за 20 лет. В этом смысле то, что нам удалось на локальном рынке без сети продаж привлечь 16 млрд рублей, я думаю, уже должно заслуживать уважения.

Анна Кузнецова. За шесть лет.

Олег Янкелев. За шесть лет, да. Это само по себе говорит о том, что к индексным инструментам интерес есть.

Что же касается вопроса расходов: что дешево, что дорого... Вообще любые рассуждения на тему о том, что дешево, а что дорого, правильно проводить в сравнении с чем-то. В настоящее время ETF, допущенные на Московскую биржу, являются наиболее дешевыми инструментами из всей линейки доступных инвестиционных продуктов на российском рынке.

Как чуть раньше сказала Анна, управляющая компания «ФинЭкс Плюс» недавно запустила фонд с комиссией 20 базисных

пунктов на американские казначейские векселя. Данный фонд является дешевым, в том числе, и по мировым стандартам.

Но расчеты, которые привела Анна, на мой взгляд, неполны, потому что любой инвестор, который принимает решение об инвестировании (инвестировать ли на локальном рынке, либо на международном через локальную инфраструктуру, либо на международном рынке через международную инфраструктуру), должен принимать во внимание расходы, связанные с налогами.

Если мы учтем эти расходы, то на самом деле локальные инструменты, допущенные на торги через российского организатора (Московскую биржу или Санкт-Петербургскую биржу) оказываются эффективней, чем те индексные продукты, которые предлагаются инвестору с комиссией, близкой к нулевой.

Анна Кузнецова. Совершенно верно, налоги здесь не учтены.

Олег Янкелев. Да, естественно. Поэтому если адекватно учесть налоги, то такого разрыва уже не будет. Не говоря уже о том, что российские паевые фонды (в части, например, фондов на российские акции) в принципе более эффективны, чем фонды, обращающиеся в США. Просто из-за того, что паевые фонды не платят НДФЛ на полученные дивиденды. Поэтому сравнивать исключительно комиссии и расходы, связанные с инфраструктурой, неверно. Расходы, связанные с инфраструктурой, компенсируются более эффективным налоговым режимом РФ, возможностью применять долгосрочные инвестиционные льготы, возможностью применять индивидуальные инвестиционные счета. Поэтому прямолинейное сравнение я считаю не совсем правильным.

С точки же зрения дальнейших перспектив рынка пассивных инвестиций. Мы считаем, что в будущем он будет основным драйвером роста российского рынка инвестиционных продуктов. По нашим оценкам, на горизонте 5–6 лет объем активов, находящихся в индексных продуктах (я сейчас специально не буду говорить о



том, какая инфраструктура для этого будет задействована), по нашим оценкам, будет составлять около 4 трлн рублей.

С точки зрения динамики российский рынок будет демонстрировать существенно большие темпы роста, чем, например, американский рынок. По оценкам, например, компании «BlackRock», к 2023 году объем американского рынка ETF удвоится (до 13 трлн долларов), а к 2027 году достигнет 25 трлн. Причем одним из драйверов (кроме стоящей перед населением как развитых, так и развивающихся стран необходимости копить деньги на пенсию) для роста индустрии будет, в том числе, дальнейший переток активов из активных фондов в пассивные.

Например, по оценкам агентства «МакКинзи», в настоящее время в фондах (которые называют себя в США активными, но, по сути, являются индексными) все еще находится около 8 трлн долларов. Очевидно, что эти деньги рано или поздно перетекут в индустрию классических индексных фондов.

Что же касается глобальных трендов на рынке индексных продуктов, они актуальны, в том числе, в России. Можно говорить о нескольких трендах. Первое — во всем мире наблюдается (уврен, что эта история будет наблюдаться и в России) резкий рост интереса к индексным облигационным фондам. На самом деле они появились немножко позже, чем

индексные фонды акций, то есть в начале 2000-х. Но до 2008 года, до кризиса, особого интереса эти продукты не вызывали. Скорее, у инвесторов была масса вопросов, дадут ли эти инструменты необходимый уровень ликвидности...

Анна Кузнецова. Я бы даже больше сказала: мы видим в последние три года активное участие физических лиц в рынке облигаций. Очевидно, что следующий шаг (а у некоторых инвесторов первый шаг) — это облигационные фонды.

Олег Янкелев. Совершенно верно. Но просто исторически считалось до 2008 года, что вложение в облигации через коллективные инструменты неэффективно с точки зрения ликвидности, что можно

получить лучшую ликвидность, торгуя отдельными бумагами. И действительно до 2008 года это было так, — до тех пор, пока глобальные банки были готовы содержать огромные облигационные дэски. После 2008 года, с изменением регулирования в части капитала, эта деятельность для многих банков оказалась неэффективной, на международном рынке роль крупных банков в провайдинге ликвидности на рынке облигаций снизилась. Ответом на это стало более активное развитие индустрии облигационных ETF, потому что в отличие от облигаций они обращаются на бирже, могут получить биржевую ликвидность, не возникает проблем фрагментарной ликвидности.

Анна Кузнецова. Олег, а можно, мы здесь остановимся? Мне очень хочется поговорить про эту тему в блоке облигаций, потому что на российском рынке здесь существует несколько проблем. Но сейчас я хотела бы подчеркнуть оценку, которую дал Олег относительно потенциала рынка пассивных инвестиций в России. Олег назвал 4 трлн рублей, я правильно услышала цифру?

Олег Янкелев. Да, совершенно верно.

Анна Кузнецова. Для сравнения: сегодня в пенсионной системе аккумулировано где-то 3,5 трлн рублей. То есть в реальности существует колоссальный гэп между деньгами пенсионной системы и деньгами инвестиционной системы, скажем так. Сегодня вторая сумма тоже была озвучена, это 30 млрд рублей, включая БПИФы, ПИФы, открытые ПИФы и ETF. Этот гэп, скорее всего, в ближайшее время будет закрываться.

Здесь мне хотелось бы привести сравнение. Когда пять лет назад (оказывается, уже целых пять лет назад!) мы запускали ИИСы и пытались с Алексеем Тимофеевым оценить количество физических лиц, которые откроют инвестиционного счета, то брокерских счетов физлиц на бирже было чуть больше 1 млн. Мы решили, что, наверное, если через пять лет граждане откроют счета ИИС тоже в количестве 1 млн, это будет очень-очень

здорово. Сейчас ИИС около 800 тысяч. Причем пятый год еще не закончился.

Второй пример, когда мы видим такой же стремительный рост после улучшения инфраструктуры, случился, во-первых, после введения налогового стимулирования инвестиций, во-вторых, после появления возможности удаленной идентификации при открытии счета (в брокерских и управляющих компаниях), когда банки фактически стали брокерами.

Вот я, например, помню, что, когда Шанхайская биржа сделала мост с Гонконгом, то у них за два месяца было открыто 800 тысяч счетов. Наши представители тогда восторгались, как это много: целых 800 тысяч счетов! Это процентов на 30 меньше, чем было открыто в России за более чем 20 лет существования ответственного фондового рынка. А сегодня мы сами выходим на уровень 3 млн уникальных счетов, только в этом году открыто больше 400 тысяч. Хочу сказать, что гэп от 30 млрд рублей до 4 трлн, при создании правильной среды — инфраструктурной, тарифной, регуляторной — тоже можно пройти за ограниченное количество лет.

Хорошо. Мне кажется, что сегодняшним спикерам панели (они же — участники дискуссии о том, как дальше развивать индустрию биржевых паевых фондов) была бы крайне важна реакция аудитории на вопрос тарифов. Я хотела бы попросить поднять руки тех, кого мы убедили в том, что сегодня, при приобретении БПИФов либо ETF, тарифы не являются препятствием. Прошу поднять руки тех, кто стал думать, что тарифы — не препятствие. Вижу, что не очень много убежденных, процентов 20. Остальные считают, что тарифы по-прежнему являются препятствием.

Хорошо, тогда давайте поговорим про еще один инструмент, про который уже начал говорить Алексей...

Олег Янкелев. Можно короткий комментарий?

Возможно, часть людей в аудитории считают, что тарифы являются преградой не потому, что они высокие, а потому что они низкие на самом-то деле. Мы сталкива-

лись в этом в течение всех шести лет. Не с тем, что наши тарифы высокие, а с тем, что они недостаточно высокие для того, чтобы стимулировать продажи этих инструментов через те или иные розничные сетки. Уверен, Василий подтвердит, что им все еще намного проще продавать через сеть Сбербанка ПИФы, а не биржевые фонды. **Анна Кузнецова.** Если честно, для меня такая реакция аудитории говорит лишь о том, что по этому вопросу нужно еще продискутировать. Мне кажется, что тарифы вполне приемлемы. Я в них, если честно, никаких проблем в плане желания инвестора приобрести, не вижу.

Хотела бы подметить еще один тренд этой индустрии, на который мы не так часто обращаем внимание. Мы привыкли к тому, что банки продают через свою сетку небанковские продукты — это могут быть и страховые продукты, и структурные продукты, и брокерские продукты, и ОФЗ для населения и так далее. Мы даже привыкли к партнерству брокеров с владельцами розничных клиентских баз. Таких проектов на рынке много, около 10, и они достаточно публичны. А вот проектов управляющих компаний и вендоров — владельцев клиентских баз мне на рынке известно всего три.

Один из них — проект компании «ФинЭкс» и «Яндекс Деньги», проект Yamm1. Мне лично он очень нравится своим простым клиентским решением. Я не уверена, что видела что-то проще, хотя моя команда говорит, что один столь же простой брокерский продукт на рынке есть.

Второй проект сделан в коллаборации управляющей компании «Система Капитал» и оператора связи «МТС», это проект «МТС Инвестиции». Третий проект — совместная работа УК «Альфа-Капитал» и компании «Теле2» — проект «Мой Теле2».

Проекты разные, но в сухом остатке они предлагают клиенту пассивную инвестицию — приобрести либо ETF, либо паевой фонд. И, кстати, в случае с «Системой Капитал», если я правильно

понимаю, созданы первые четыре фонда, в которых отменена скидка и надбавка специально для того, чтобы они были похожи на БПИФы и ЕТФ.

Олег, давайте с вас начнем. Вы видите будущее за такими направлениями, каковы ваши впечатления от этого партнерства?

Олег Янкелев. Уверен, что именно дистрибуция через нефинансовых партнеров будет ключевой в будущем. У большинства традиционных финансовых посредников (банков или брокеров) есть конфликт интересов между обязательствами перед клиентом и необходимостью доставлять доход своим акционерам. Зачастую наличие этого внутреннего конфликта не дает банкам/брокерам возможность изготавливать и доставлять клиентам те продукты, которые последние действительно необходимы.

У нефинансовых партнеров данной проблемы нет. У большинства из этих нефинансовых партнеров имеются достаточно большие клиентские базы, у большинства из них сжимается традиционный бизнес. Например, в случае с мобильными операторами мы все понимаем, что традиционным источником дохода для них была голосовая связь. По мере сокращения объема голосовой связи они находятся в поиске новых источников дохода. И они действительно заинтересованы в том, чтобы доставлять необходимую финансовую услугу таким образом, чтобы это не оказывало негативного влияния на долгосрочный статус клиентской аудитории.

Аналогичная ситуация наблюдается с партнерами типа интернет-кошельков. Мы все понимаем, что данный рынок становится намного более конкурентным, можно совершить платеж, используя десятки типов транзакций. Поэтому, по большому счету, традиционный бизнес кошельков постепенно будет уходить, и у таких игроков есть реальная потребность доставки продукта, нужного клиенту.

Мы, со своей стороны, очень довольны нашим опытом коллаборации с

«Яндексом». Изначально прогнозы, в том числе самой компании «Яндекс Деньги», относительно размеров будущих средних счетов клиентов были существенно скромнее, чем они реально сложились впоследствии. Потому что де-факто владельцы кошельков распоряжаются не только теми деньгами, которые находят у них непосредственно в кошельке, у них есть доступ к другим финансовым ресурсам. И если провайдер способен через кошелек доставить им необходимую инвестиционную услугу, они с радостью готовы ее попробовать.

Плюс, опять же в рамках проекта с компанией «Яндекс Деньги», мы смогли впервые опробовать так называемый сервис микроинвестирования. Минимальный порог входа в этот сервис находится на уровне 5 тысяч рублей, что соответствует международной практике микроинвестирования. К сожалению, мы не можем сделать порог ниже и предложить инвесторам решения, которые доступны на американском рынке в рамках таких сервисов как Stash, просто потому что доверительный управляющий в России не имеет права держать дробные ценные бумаги. Собственно, это не дает возможность начать предлагать сервис для сумм от 100 рублей.

Анна Кузнецова. Хорошо, спасибо.

Василий, а что думаете вы? Сбербанк сам по себе является владельцем большой клиентской базы.

Василий Илларионов. Про сервис, который описывал Олег, я бы все-таки сказал, что у нефинансовых владельцев баз данных требования по маржинальности дистрибутируемых ими продуктов не ниже, а может быть, и повыше, чем у финансовых сетей. Или у вас другой опыт, Олег?

Анна Кузнецова. Вендоры (они же партнеры) бывают разные.

Василий Илларионов. Хорошо, приведу прямой пример. Минимальный чек на 5 тысяч, о котором упоминал Олег, с комиссией в день 3 рубля 25 копеек — это 24% годовых.

Олег Янкелев. Мы, собственно, об этом говорим совершенно открыто и смо-

трим на эту модель как на модель подписки. Ровно так же, как в Apple Music клиент платит за месяц \$10 — и может закачать за этот период одну песню, а может закачать тысячу песен. Мы всего навсего даем клиенту решение, а уже на его стороне остается ответ на вопрос, сколько денег он готов инвестировать. Это решение клиентов, а мы делаем историю, которая позволяет клиентам познакомиться с правильными принципами инвестирования.

Василий Илларионов. Я просто к тому говорю, что при индексном инвестировании дополнительные расходы на провайдеров различных интернет-сервисов часто сами по себе приводят к тому, что расценки на сервис становятся не совсем ЕТФовскими, скажем так.

Касательно использования финансовых организаций для дистрибуции, у нас главная цель — чтобы наши продукты можно было купить через «Сбербанк Онлайн». У этого сервиса больше 40 млн пользователей, это, естественно, уже готовый объем возможных потребителей, с которыми можно работать и которые смогут легко покупать наши продукты в три клика.
Анна Кузнецова. Мне кажется, здорово, что на рынке есть и опыт продажи по собственной сетке, и опыт продажи через вендоров, и участники обеих схем оценивают свой опыт позитивно. Те самые 4 трлн рублей, до которых должна вырасти индустрия — нам же нужно как-то до них добраться. Соответственно, мне кажется, что любые каналы будут хороши.

Давайте скажем еще несколько слов про ЗПИФы недвижимости. Хотела бы дать слово Алексею. Я уже сказала, что фактически на нашем рынке сегодня можно купить либо акцию девелопера, либо саму недвижимость. Количество фондов недвижимости достаточно ограничено. И когда инвестор озадачивается вопросом, что именно купить, не переоценен ли конкретный объект недвижимости, каким образом его купить, каков чек и вообще, что из этого может



получиться, то, мне кажется, он встает перед необходимостью преодолеть большую полосу препятствий. Алексей, попробуйте развеять это представление. **Алексей Панфилов.** Действительно, я буду говорить не про ETF. Вы знаете, с одной стороны, в США и в Германии есть хорошие примеры создания механизмов именно Real Estate Investment Trust. Если говорить, например, про коммерческую или даже про торговую недвижимость, то в США более 60% инвестиций в этот рынок приходится на коллективные инвестиции. В Германии эта цифра приближается к 50%. На российском рынке эта доля нулевая. Наверное, и российские граждане придут в этом сег-

менте к более цивилизованному рынку. Полностью разделяю здесь точку зрения Эдварда: важны долгосрочные инвестиции. Потому что недвижимость, особенно в Москве (в том числе, торговая недвижимость, торговые центры около метро), — это то, что будет генерировать денежный поток десятилетиями, а может, даже столетиями. Этим потоком имеет смысл и можно делиться с инвесторами — как институциональными, так и розничными.

Все прекрасно понимают, что любой состоятельный человек хочет владеть недвижимостью, которая дает стабильный рентный доход. Но он не хочет самостоятельно управлять этой недвижимостью:

иметь проблемы с арендаторами, пожарами, СЭС и так далее. Для выполнения управленческих функций существуют профессиональные игроки.

С другой стороны, есть такие эмитенты, как мы, которые профессионально управляют недвижимостью, которые профессионально ею владеют и занимаются сегодня даже не стройкой, а редевелопментом. Причем добиваются на редевелопменте очень приличной добавленной стоимости.

Так вот, с одной стороны, существуют запросы со стороны огромного количества инвесторов (в том числе, физлиц, причем по всей России), которые хотят купить кусочек недвижимости в Москве.

Тем более если у этой недвижимости есть понятные арендаторы: фастфуд, супер-маркеты и так далее. Которые имеют долгосрочные договоры, которые будут стабильно продавать свои продукты — бургеры, шампуни, продукты питания, средства мобильной связи или что-то еще. А, с другой стороны, сегодня действительно не хватает инструментов, которые давали бы возможность пригласить в эту инвестиционную программу конечного инвестора — в плане как редевелопмента, так и владения недвижимостью. Тут (вспомним, что наша сессия называется «Новые инструменты») хотелось бы, конечно, и старые инструменты развить. Например, ЗПИФ недвижимости мы делали еще в далеком 2007 году. Но, к сожалению, сейчас имидж ЗПИФов испорчен. Наша общая миссия и задача — все-таки их восстанавливать, потому что во всем мире это инструмент № 1 для дистрибуции недвижимости. Российский рынок все равно к этому придет.

Что касается нашей текущей деятельности, то мы видим в ЗПИФах две проблемы. Первая состоит в том, что рентный ЗПИФ на сегодняшний день, с точки зрения профессионального игрока недвижимости, не работает, — потому что очень велики косты на управляющую компанию. Как строится схема эксплуатации объекта недвижимости в Москве для получения ренты? Рентная плата генерирует приблизительно десятую доходность. Соответственно, по другой цене объекты в аренду не сдаются. При этом 2–3–4% от этого дохода съедает управляющая компания (с учетом мотивации сейлзов и прочих сопутствующих костов на то, чтобы донести продукт до конечного инвестора). Значит, конечному инвестору остается доходность на уровне доходности депозитов в крупных банках, что неинтересно.

Поэтому сегодня мы думаем о создании комбинированного ЗПИФа, в котором есть и добавленная стоимость за счет редевелопмента, и рентная доходность. Вот эта схема, на наш взгляд,

действительно будет работать. Главная цель такого инструмента — с одной стороны, обеспечить стабильность и долгосрочность для конечного инвестора, а с другой стороны, дать более высокую доходность (например, как по облигациям). Сегодня облигации (даже с рейтингом трипл В+) имеют доходность 12% годовых, что очень привлекательно. Таким образом, ЗПИФ недвижимости должен давать более 12%, и это вполне достижимо в Москве, с учетом редевелопмента. Поэтому такой продукт, на мой взгляд, должен быть представлен на рынке. Чтобы долгосрочность инвестиций была востребована у конечных инвесторов, нужно дать им ликвидность. Начинать, наверное, надо все-таки с квалифицированных инвесторов, а потом уже расширять сферу предложения этого продукта.

Но давайте скажем прямо: одной из основных категорий инвесторов в недвижимость (в том числе, торговую) в Америки и других развитых странах являются пенсионные фонды. И даже в Москве уже есть пример того, что один из крупнейших торговых центров платит пенсию американским пенсионерам. А российские пенсионные фонды пока еще только-только смотрят на этот класс активов.

Думаю, что у ЗПИФов — большие перспективы на отечественном рынке. Но всем игрокам на этом поле надо договориться, что все-таки это должен быть рыночный инструмент, а никакая не схематехника. Ни в коем случае. **Анна Кузнецова.** Спасибо большое. Позволю себе добавить несколько слов. Мы очень много обсуждали, какой должна быть инфраструктура рынка закрытых ПИФов. И была одна дискуссия, где я выступала в роли скептика. В ней участвовала одна управляющая компания, у которой есть разные ЗПИФы, в том числе ЗПИФ недвижимости. Дискуссия шла в одном из кабинетов Банка России.

Вопрос мы поставили следующим образом: если управляющая компания сможет меня как сотрудника Московской

Биржи убедить, что ее продукт можно продавать «физикам» и он прекрасен, тогда мы на бирже, наверное, придумаем, каким образом это можно было бы делать через биржу. Дискуссия состоялась примерно полгода назад, из этой дискуссии я для себя извлекла определенные выводы: не знаю, насколько они верны, буду рада, если кто-то их сейчас покритикует.

Наверное, клиенту через ЗПИФ недвижимости можно продать исключительно один тип недвижимости — торговый центр с прекрасной локацией, с большой проходимостью, имеющий договоры между управляющим этой недвижимостью и долгосрочными арендаторами, желательно крупнейшими международными компаниями.

Пока мы по частям разбирали все звенья, из которых состоит цепочка продажи этого продукта физлицу, я поняла, что физическое лицо должно обладать нереально высокой квалификацией для того, чтобы быть в состоянии задать все нужные вопросы и сделать мотивированный вывод. Инвестор должен понимать, достаточно ли хороша локация, достаточно ли хороша проходимость, достаточно ли долгосрочны договоры с арендаторами, достаточно ли хороши арендаторы. Потому что даже с международными компаниями-арендаторами тоже могут быть проблемы: некоторые из них оптимизируют свои сетки и закрывают некоторые направления.

Мой вывод таков: наверное, сегодня создание централизованной дистрибуции (биржевой ли дистрибуции или ОТС) не является первоочередной задачей. Важной задачей для активов в сегменте недвижимости является, например, создание соответствующих ЕТФ и БПИФов. Кто-то из спикеров может покритиковать меня? Спасибо, Эдвард. **Эдвард Голосов.** Спасибо, Анна. Я, может быть, с другой стороны скажу. Вот сейчас Алексей рассказал про потребность в инструменте с точки зрения эмитента. А я попытаюсь, Анна, на ваш вопрос

ответить с точки зрения потенциального инвестора. И, может быть, это как-то соединит наши две дискуссии: по поводу ETF и по поводу ЗПИФов.

Я постоянно говорю про горизонт инвестирования. Что говорит финансовая теория? Если горизонт инвестирования потребителя — период до выхода на пенсию, то ему нужно просто держать рынок. Длинная линейка разных инструментов такому инвестору не нужна, все это от лукавого. Тогда верен тот тезис, про который говорит Олег: такому человеку нужен, может быть, всего один инструмент, один индексный фонд.

Конкретные цели конкретного человека могут быть и другими — краткосрочными, среднесрочными. Вот, например, у подавляющего большинства инвесторов, работающих через «БКС», горизонт составляет 2–3 года. И хоть что вы им ни говорите, но они не готовы принимать инвестиционные решения больше, чем на 2–3 года. Только, может быть, 10–20% инвесторов рассматривают горизонт пять лет и более.

Для таких инвесторов (долгосрочных) уже становится очень важно иметь разные инструменты с разным уровнем защиты. Вот у «БКС» был проект с Алексеем. Несколько месяцев мы работали вместе, пытались использовать инфраструктуру ЗПИФ для его целей. Первая реакция инвесторов замечательная. Они говорят: «О, недвижимость! это интересно». Они понимают, что это коммерческий проект, что это рискованный проект, следовательно, инструмент должен быть с акционной, как говорят профессионалы, составляющей. О'кей. И первая реакция замечательная. Они говорят: «Да». Знаете, люди ведь не обязаны разбираться в устройстве двигателя «BMW» для того, чтобы покупать саму машину этой марки. Правильно? Достаточно знать, что она ездит. Есть торговый центр, он работает из года в год, «Макдоналдс» на одном из его этажей никуда не денется. А «Макдоналдс» хорошо живет и в рецессию, и в экспансию, и когда уютно.

Все о'кей, люди готовы брать. Но инфраструктура — не позволяет.

Приведу пару примеров.

Вот есть девелоперская компания. Риск этого проекта фактически берет на себя инвестор, но девелопер хочет взять себе часть апсайда. Поэтому и девелоперу, и провайдеру, и инвесторам интересно, чтобы проект был коммерчески успешным. Но существующая структура ЗПИФ не позволяет простым образом дать участникам часть апсайда от коммерческого проекта — не позволяет дать ее ни инвестору, ни управляющей компании. Есть очень серьезные ограничения. Инфраструктура еще до конца не докручена.

Поэтому, если коротко, Анна, отвечать на ваш вопрос, то я считаю, что потребность в таких инструментах есть. Может быть, это должны быть не биржевые, как Анна говорит, инструменты. Но потребность есть.

Анна Кузнецова. Елена Игоревна, мы практически час говорили про инструменты коллективного инвестирования. За этот час ни один из спикеров не попросил ничего поменять в регулировании. Олег сказал одну фразу: «Дробные паи нельзя продавать». А остальные как будто ничего не попросили.

Елена Игоревна, может быть, вы скажете, есть ли в Банке России какой-то мейнстрим? Какие вопросы, какие направления вы готовы рассматривать? Что является приоритетом?

Елена Курицына. Спасибо большое, коллеги. Я присутствовала не весь час, возможно, не на все вопросы смогу ответить. Могу предположить, что часть вопросов относительно совершенствования инструментов коллективного инвестирования паевых инвестиционных фондов (что биржевых, что внебиржевых, что зарубежных) здесь не звучала потому, что нет Кирилла Пронина.

Анна Кузнецова. Наоборот, присутствующие воспользовались случаем, что Кирилла нет.

Елена Курицына. С большим интересом наблюдала за состоявшейся дискуссией.

По ее итогам можно констатировать, что в зону нашего профессионального внимания вышли биржевые паевые инвестиционные фонды. Да, их пока не очень много. Тем не менее, они уже есть и уже входят в конкуренцию с теми нероссийскими инструментами, которые предоставляют аналогичную формулу инвестирования.

Дальше возникают практические вопросы: конкуренция по тарифам, конкуренция по налогам (полностью согласна здесь с Олегом Янкелевым, эту часть нужно очень внимательно просчитывать). И я очень сильно сомневаюсь, что основная часть наших инвесторов к этому готова. Тарифы сравнить еще можно. Но может ли розничный инвестор просчитать, насколько ему выгодно/невыгодно вкладываться в ETF, не допущенный на Московскую биржу. Насколько русскому инвестору выгодно/невыгодно вкладываться в российский биржевой паевой инвестиционный фонд, который привязан к иностранным бумагам, ведь там нужно учитывать отношение американского (и не только американского) налогового законодательства к зарубежным инвесторам (в том числе коллективным).

Я сомневаюсь, что среднестатистический российский инвестор готов это оценивать. Это, наверное, здесь сидящие спикеры готовы дать соответствующие задания своим юристам, финансистам и так далее — для того, чтобы понять приблизительную итоговую цифру. Но средний инвестор (которых, как Анна говорит, на Московской бирже скоро будет уже 3 млн), наверное, все-таки еще не готов. И здесь нужно еще будет проводить большую работу.

Мы эту работу, кстати, договорились в понедельник начать. Посмотреть, насколько сопоставимы для русского инвестора, во-первых, комфорт и защищенность, насколько сопоставимы экономические выгоды. Надеюсь, что совместно с организаторами конференции (НАУФОР и НФА) мы эту историю тщательно изучим. А далее представим

на суд профессионального сообщества, в том числе уважаемых сегодняшних экспертов. И еще неоднократно обсудим, что же нам делать со спонсируемыми (как я для себя их определила) ETF, как их допускать на Московскую или на какую-либо другую биржу? Есть ли механизмы для того, чтобы организовать торговлю все-таки не спонсируемыми ETF, есть ли такая потребность? Здесь важно отметить, что роль регулятора заключается в идентификации и снятии именно и только регуляторных барьеров, но никак не рыночных.

Точно не думаю, что регулятор должен вмешиваться в тарифную политику, начинать разговаривать с российскими управляющими компаниями (или с иностранными или квазииностранными управляющими компаниями) о том, какие у них тарифы, как они это все дистрибутируют и так далее. Это — задача рынка и тех инвесторов, пусть их не очень много, которые чувствуют разницу между услугой, которую им дает российская управляющая компания (продающая фонд на S&P-500), и услугой, которую предоставляет им квазироссийская управляющая компания (продающая аналогичный фонд). И так далее, и тому подобное. Еще раз: БПИФы присутствуют на российском рынке меньше года. Рынок рано или поздно эту историю, так или иначе, рыночным же образом отрегулирует.

Что хотелось бы еще сказать как сотруднику регулятора? Регулятор, получив с рынка конкретную инициативу, начинает ее регуляторно прорабатывать. Мы начинаем тихо, планомерно и долго работать над этой инициативой и в результате приходим к осознанию, что именно нужно поменять. Мы уже привыкли к тому, что нас за это всегда критикуют. Но что мы видим на выходе? Вот регулятор получил запрос с рынка, поработал с ним и уже, вроде как, все сделал. Но идет время, время идет — а от рынка нет никакой обратной реакции.

Вот, например, структурные облигации без защиты капитала — всем давно

понятный и известный инструмент. Соответствующий закон 2018 года [о выпуске структурных облигаций без защиты капитала] вступил в силу в октябре, по-моему. И вот, наконец, не так давно на рассмотрение Банка России пришел проспект эмиссии первой структурной облигации без защиты капитала. Иными словами, прошло больше полугода с момента вступления законодательства в силу, притом издано оно было гораздо раньше, и уже можно было начинать готовиться. То есть мы видим достаточно серьезный гэп не только на стороне регулирования, но и на стороне рынка в плане запуска новых инструментов.

С одной стороны, это, наверное, не так плохо. Можно предположить, что рынок оценивает свои риски. Пытается прощупать, кому и как будет продавать новый инструмент, как его маркетировать, насколько вообще логично и экономически целесообразно идти в этот инструмент. С другой стороны, регулятору бы хотелось быстрой обратной связи. Чтобы понимать: если что-то сделано не так, то мы могли бы уже начинать это исправлять.

Почему я об этом говорю? Потому что в декабре тоже приняты большие изменения в законодательство, связанные и с новыми инструментами, и с существующей доработкой, апгрейдом тех инструментов, которые давно знакомы нашему рынку. И мы бы хотели призвать всех сидящих в этом зале людей начинать уже думать над тем, что именно из принятого может быть полезно, может быть востребовано. Нужно ли что-то докручивать, изменять. Говорить об этом нужно уже сейчас.

Понятно, что относительно тех же структурных облигаций все думают про налоги, про то, как будет складываться процесс в плане налогового законодательства. Но мы этого не узнаем, пока не попробуем. Прежде чем будет сформирована практика, нельзя понять, как будет смотреть на эту практику налоговая служба. С Минфином мы здесь тоже находимся в дискуссии.

У регулятора есть понимание того, что рынок все-таки постепенно развивается, постепенно созревает. Регулятор готов анализировать возможность допуска на рынок более рискованных, более сложных для понимания инструментов. Но нам очень важно иметь обратную связь от рынка.

Не знаю, стоит ли говорить о тех новациях, которые произошли. **Анна Кузнецова.** Мне кажется, стоит. С декабря прошло не так много времени. Мы сами иногда заглядываем в закон. Сегодня заглядывали, чтобы вспомнить, какие ограничения по продаже субординированных облигаций банков вводил регулятор.

Елена Курицына. Ограничения по субординированным облигациям — 10 млн рублей. Думаю, кредитные организации точно все это знают. Во всяком случае, Банк России уже трем или четырем банкам зарегистрировал новые выпуски в соответствии с новыми условиями: только для квалифицированных инвесторов, минимальный номинал — 10 млн рублей. Сейчас рассматриваем уже первые субординированные облигации, номинированные в валюте. Но здесь тоже следует смотреть на валютный курс Банка России и понимать, соответствует ли объем выпуска требованиям, которые заложены в законодательстве.

Уже вступили в силу достаточно важные, на наш взгляд, изменения, связанные с расширением перечня случаев, когда можно при выпуске не делать проспект эмиссии. Регулятор повысил планку заимствований, серьезно скорректировал описание круга инвесторов, при размещении среди которых не требуется делать проспект. В принципе, этими возможностями можно начинать пользоваться уже сейчас.

Также вступили в силу изменения, которые позволяют российскому юридическому лицу выпускать облигации по иностранному праву, в иностранной юрисдикции без создания SPV в иностранном праве.

Анна Кузнецова. Это, по-моему, не очень интересно.

Елена Курицына. Я допускаю, что сейчас это, может быть, не очень интересно, поскольку все сразу начинают думать про рынок евробондов. Но эти изменения изначально были не про рынок еврооблигаций и не для него. В тот момент времени, когда определенные компании предполагали делать такие выпуски, они приходили к регулятору и говорили, что в принципе, такие законодательные изменения могут быть очень важными для получения возможности выхода российских компаний на определенные юго-восточные рынки. С учетом продолжающейся дискуссии о том, как наши страны могут начинать взаимодействовать, освобождаясь от расчетов в долларах и так далее. Мне кажется, эти инструменты имеют потенциал, имеют перспективу.

Анна Кузнецова. По большому счету такие выпуски на сегодня сделали два эмитента. Это действительно ориентация на Восток, на другие валюты (не доллар). И для России, конечно, эта возможность важна, потому что является привлечением новых денег в экономику.

Елена Курицына. Безусловно. Это новые возможности в условиях, когда привычные для крупных российских компаний инструменты, евробонды — то ли уже совсем, то ли еще частично, но уже невозможно выпустить.

Анна Кузнецова. Но у российских инвесторов с этими бумагами есть проблема, я так скажу.

Елена Курицына. Они изначально предназначались не для российских инвесторов.

Анна Кузнецова. Нет мостов между центральными депозитариями, поэтому российские инвесторы в эти бумаги не инвестируют. Когда мы изучали возможность их допуска [на Московскую биржу], то перед нами открылась полоса препятствий, уже давно забытая российским рынком.

Елена Курицына. Понятно. Мы одновременно решаем задачи и российских инве-

сторов, и российских эмитентов. Не всегда удастся их решить на 100% гармонично и синхронно. Но надо не забывать, что в какой-то момент интерес одной стороны может чуть превалять. А в целом — у российских компаний (которые в принципе, допустим, не умеют работать с SPV) появилась еще одна возможность выхода на зарубежные рынки.

Еще одна тема. Возможно, она кажется мелкой, но, на наш взгляд, может оказать достаточно важное влияние на развитие рынка облигаций. Со следующего года мы отказываемся от жесткого объема одного конкретного выпуска в рамках всей эмиссионной программы. Соответственно, если внутри программы эмиссии до размещения выставляется индикативный объем одного выпуска, это эмитента никак не связывает. В случае, если он чувствует, что бумага пошла, понравилась рынку, и можно сделать не пять, а 10, может быть, даже 20 выпусков, то здесь уже никаких ограничений нет. Это может достаточно серьезным образом поменять тайминг сделки. Надеемся также на то, что это технологически простимулирует и упростит для компаний привлечение финансирования.

Совсем новые долговые инструменты — это бессрочные облигации. Бессрочные облигации для обычных эмитентов, для некредитных организаций. Для кредитных организаций бессрочные субординированные облигации существуют уже достаточно давно. Но ограничение в 10 млн рублей номинала появилось не случайно: Банк России был несколько обеспокоен ситуацией, связанной с судьбой субординированных облигаций в преддверии санации ряда банков. Поэтому мы все-таки посчитали, что инструмент недостаточно простой, недостаточно понятный для обычного инвестора. И посчитали необходимым все-таки оградить от него обычного ритейлового инвестора.

При этом регулятор допустил возможность выпуска бессрочных облигаций для обычных корпоративных эмитентов, для некредитных финансовых организаций.

Но насколько они обычные? Это корпорации, имеющие наивысший рейтинг по национальной шкале. Решение по выпуску таких облигаций должно быть принято 95% текущих акционеров, что по факту, в соответствии с российскими корпоративными реалиями означает единственного акционера. Сочетание этих двух факторов проясняет, какие компании могут быть теми самыми эмитентами бессрочных облигаций. Посмотрим, как будет развиваться рынок.

Опять же, вернусь к своему первоначальному тезису. Несмотря на то, что компании, которые потенциально могут быть эмитентами таких облигаций, были заинтересованы в изменениях на этапе подготовке, но вот уже заканчивается май, а бессрочных облигаций на рынке нет.

Анна Кузнецова. На Московской Бирже была недавно встреча с одним эмитентом, который подтвердил свою заинтересованность в этом продукте.

Елена Курицына. Это неплохо. Статьи сказать, расскажу тоже интересную историю. Немножко в противовес бессрочным облигациям был сконструирован еще один инструмент, который точно так же не давит на показатель долга (ЕБИТДА), как и бессрочная облигация, — это неголосующие привилегированные акции. Они тоже бессрочные, это очевидно. И они находятся в очень серьезном приоритете перед всеми остальными акциями, потому что если по ним не принимается решение о выплате дивидендов, то нельзя выплачивать и дивиденды по всем остальным видам акций — ни по обыкновенным, ни по привилегированным. Бессрочные облигации делают очень серьезный шаг от обычных облигаций, от долга в сторону к капиталу. А неголосующие привилегированные акции, соответственно, делают тоже очень большой шаг от инструмента капитала в сторону инструмента квазидолгового. Может быть, где-нибудь и когда-нибудь они встретятся.

Безусловно, мы понимаем, что есть существенное ограничение на объем вы-



пускаемых компанией привилегированных акций, в виде 25% ее от уставного капитала. Это ограничение закреплено, к сожалению, даже не в законе об акционерных обществах, а в Гражданском кодексе. Но, в принципе, мы готовы начинать работать над тем, чтобы это ограничение каким-то образом смягчать как раз для такого рода инструментов. Опять же хотелось бы понимать, насколько этот инструмент интересует рынок.

Ну, и с 2020 года вводится новая процедура конвертации конвертируемых ценных бумаг. Регулятор тоже очень долго над этим работал. На наш взгляд, гарантированный механизм конверта-

ции облигаций в акции позволит обеспечивать этими инструментами структурирование сделок по финансированию компаний на первоначальном этапе их развития. Обеспечивая при этом инвестору разумную уверенность в том, что в ситуации, когда будут достигнуты триггерные показатели, долг компании, который он держит, будет действительно сконвертирован в долю собственности этой компании. В ситуации, когда инвестор в такой конвертации заинтересован. Потому что до настоящего времени корпоративные процедуры оставались на стороне компании, на стороне ее менеджмента и акционеров. В таких условиях инвестировать в конвертируе-

мые инструменты было для инвесторов крайне рискованно и не очень комфортно. Тоже надеемся, что это станет востребованным инструментом. Спасибо. **Анна Кузнецова.** Елена, большое спасибо. Вообще, мне кажется, разговор о российском рынке облигаций — дело очень благодарное. В обращении находится только рублевых инструментов на 22 трлн рублей (из которых 13,5 трлн рублей приходится на корпоративный сектор и больше 8 трлн — на ОФЗ). Рынок валютных инструментов тоже достаточно силен: на нем обращается на 9,2 трлн рублей валютных корпоративных облигаций (в переводе на рубли), плюс примерно на 2,5 трлн

рублей евробондов Минфина, при этом большая часть еврооблигаций сегодня обращается внутри России. Если честно, иногда кажется, что уже сложно придумать что-то новенькое. В принципе, по широте инструментария на российском рынке уже есть практически все.

При этом, если мы сравним наши показатели с показателями других странами, то отечественные метрики тоже весьма достойны. Например, доля гособлигаций в обращении к ВВП у России — 11%. Ближайший сосед — Индонезия (22%). В то же время в Японии — 194%, в Великобритании — 102%. Российский рынок уже достиг очень высокой планки, а с другой стороны, у него есть возможность расширяться еще больше.

По сектору корпоративных облигаций картина примерно такая: доля корпоративных облигаций (в обращении к ВВП) в России — 21%, наш ближайший сосед Бразилия — 37%. Но в США — 111%, в Великобритании — 121%. Доля облигационных заимствований в совокупном долге российских компаний тоже достаточно высока, 24%. С одной стороны, это много, а с другой стороны, например, в Малайзии эта доля 70%, в Великобритании — 123%.

Понятно, что есть тренды последнего времени: например, участие физических лиц в рынке облигаций. Для меня показательны два момента. Во вторичном обращении доля физических лиц составляет 8%, а на первичных размещениях в 2018 году она была больше 10%. То есть, если в прошлом году разместилось облигаций на 3,5 трлн рублей, то физические лица купили примерно на 330 трлн рублей. На мой взгляд, это знаковое явление, мало какая страна может похвастаться такими большими цифрами.

Что еще важно? Инвесторы выбирают облигации первоклассных эмитентов. При обращающихся 1,5 тысячах бумаг, физические лица покупают примерно 200. Это важно для того, чтобы понимать, какую квалификацию вводить и как к этим инструментам подходить.

Какие новые продукты могли бы появиться в этом году? С одной стороны, на отечественном рынке обращается достаточно много структурных облигаций с защитой капитала, около 120 выпусков, примерно на 150 млрд рублей. Есть даже интересные выпуски, которые идут потоком и при этом периодически бывают совсем разными, я имею в виду биржевые структурные облигации Сбербанка.

Поэтому, как нам кажется, структурные облигации без защиты капитала на российский рынок придут спокойно, но его инструментарий расширится. Сегодня выбор не так уж велик: акции, еврооблигации, индексы, паи ПИФов, ставка LIBOR, курсы валют. С появлением возможности выпускать инструменты без защиты капитала эта линейка может расширяться.

Про вечные облигации Елена сказала. У Московской Биржи осталась еще одна новость, которая, в принципе, уже анонсирована, кроме даты (дату я не анонсирую и сейчас). Мы создаем Сектор облигаций устойчивого развития, куда будут включаться зеленые облигации и социальные облигации. Видим в этом перспективу. Наверное, ближе всего к этим инструментам стоят концессионные облигации, представляющие, в плане отраслевой принадлежности, три направления — дороги, тепло/водоснабжение и переработка мусора. Не знаю, кто из эмитентов придет. Могут прийти большие корпорации с большими проектами, которые тоже будут иметь зеленую окраску. В общем, эти продукты мы рассматриваем на ближайший год как новые для нас на рынке облигаций.

Наверное, мы практически совсем не обсудили рынок акций, исчерпав все время. Но мы его обсудили вчера во второй панели.

Я хотела бы в завершении нашей панели задать два вопроса: один спикерам, а один залу. Вопрос всем спикерам, может быть, даже Елене Игоревне, но ее прошу ответить последней. Каких изменений в регулировании индустрия хотела бы от Банка России для расширения инструмен-

тария? Прошу все боли сразу не выкладывать, а говорить лишь о том, что касается новых инструментов. Василий. Один-два, максимум три приоритета для вас.

Василий Илларионов. Вопрос в целом к регуляторам, не только к Банку России. Сейчас есть налоговый арбитраж между корпоративными облигациями и фондами облигаций. Хотелось бы его устранить, естественно, в пользу того, чтобы отменить налогообложение также для ПИФов облигаций.

Второе. Практически вне конкуренции как инструмент сейчас евробонды Российской Федерации, потому что здесь не облагаются налогами ни валютная переоценка, ни сам финансовый результат в долларах. А спреды между госдолгом и корпоративными бумагами в долларах не такие большие, чтобы компенсировать эту разницу. Поэтому, в принципе, для развития корпоративного долга следовало бы тоже отменить как минимум налог с валютной переоценки. Спасибо. **Анна Кузнецова.** Спасибо. Роман. **Роман Горюнов.** Сначала я поблагодарю регулятора за конвертируемые бонды. Это точно будет прорывом для российского рынка. Потому что для новых компаний это, на мой взгляд, один из самых востребованных инструментов.

Что касается того, каких изменений попросить? Мне кажется, на нашем рынке сейчас в плане подхода к регулированию имеет место перекос, он описывается выражением «инвестиционный лифт». У регулятора подход к регулированию сейчас такой: либо ты большой, либо ты мертвый. Этот подход реализуется везде: для посредников, для эмитентов. Бумаги маленьких эмитентов нельзя покупать, регулятор запрещает покупать новые бумаги одним категориям инвесторов, другим категориям, третьим категориям, потому что у бумаг нет рейтинга, нет еще чего-нибудь. А кто тогда их будет покупать? А как можно из маленького бизнеса сделаться большим без инвестиций? И ужесточаются требования по листингу, и вводятся запреты для эмитентов, и вводятся допол-

нительные ограничения. Регулятор пытается защитить инвесторов со всех сторон. Я понимаю, что их надо защищать. Только в результате инструментов нет.

Поэтому тренд по защите инвесторов полностью поддерживаю, но он при этом не должен создавать условия, при которых в принципе никаких ценных бумаг маленькому эмитенту разместить нельзя.

Анна Кузнецова. А по инструментам какое пожелание к регулированию?

Роман Горюнов. Это и есть пожелание по инструментам. Изменение подхода приведет к тому, что станет появляться больше инструментов.

Анна Кузнецова. То есть надо разрешать широкой аудитории инвесторов приобретать бумаги маленьких эмитентов. Да?

Роман Горюнов. В целом изменить подход. Это история не только про то, чтобы разрешать частным инвесторам покупать бумаги маленьких компаний. Вот мы говорим, что надо развивать малый и средний бизнес. Но если при этом параллельно создавать ограничения, то лозунг останется лозунгом, а в реальности ничего не получится.

Анна Кузнецова. То есть всегда есть связь между инструментом и инвестором. Ясно. Олег.

Олег Янкелев. Мы не очень привыкли что-то просить, мы любим решать все свои вопросы самостоятельно. Поэтому у меня особых просьб к регулятору нет.

Анна Кузнецова. Отлично. Алексей.

Алексей Панфилов. Мы тоже не привыкли просить, но все-таки два аспекта есть. Первое, что касается ЗПИФов. На наш взгляд, российское законодательство по ЗПИФам все-таки должно двигаться в сторону законодательства американского, в сторону создания инструментов типа REIT (real estate investment trust). Тогда на наш рынок придут иностранные инвесторы, тогда многое будет происходить намного более цивилизованно.

Что касается облигаций, я тут полностью поддерживаю мнение, что это сегодня очень хороший инструмент, в том числе и для «физиков». Поэтому здесь

все действия и правительства нашего, и регулятора хороши. Подписано постановление правительства о субсидировании по облигациям малого и среднего предпринимательства (МСП), мы это поддерживаем. Также поддерживаем тему зеленых облигаций, видим там свою нишу и в плане утилизации отходов, и в плане энергосбережения. Облигация — это первый инструмент для выхода нового эмитента на фондовый рынок.

Вот наша компания, например, 25 лет фондировалась через банковское кредитование, и только на 26-м году своей жизни мы вышли на фондовый рынок, эволюционно. А для этого выхода облигация — лучший инструмент.

Анна Кузнецова. Я правильно поняла, что просьба к регулятору одна — регулировать ЗПИФы недвижимости, как в Америке, да?

Алексей Панфилов. В 2000-х годах по ЗПИФам были сделаны ошибки. На наш взгляд, надо двигаться к законодательству об real estate investment trust. А по облигациям — расширять возможности выпуска для новых эмитентов.

Анна Кузнецова. Елена Игоревна, вы хотите что-то сказать? Что Банк России хочет дополнительно отрегулировать в плане инструментария?

Елена Курицына. Да, спасибо большое. У меня, наверное, есть фантомные боли. Сегодня мы опять не поговорили про рынок акций. А ведь он не так хорошо, не так великолепно себя чувствует, как рынок облигаций. Мне было бы очень интересно узнать мнение рынка, что можно сделать в этом направлении.

Анна Кузнецова. Было высказано хорошее предложение провести «круглый стол» по этой теме.

Елена Курицына. Возможно. Мне очень понравилась идея Романа, она созвучна, на самом деле тому, что мы сейчас внутри себя обсуждаем. Роман это назвал инвестиционным лифтом. Мы для себя пока еще не сформулировали, как правильно это называть. Но да, это история о том, как от момента стартапа компа-

ния растет и какое финансирование для нее становится доступным на каждой стадии развития. Очевидно, что существует какая-то новая нормальность, в которой IPO перестало быть средством привлечения финансирования. А что же им стало? Все говорят о наличии большого предложения по финансированию в частных сделках. И мы начинаем смотреть в эту сторону. Начинаем думать, каким образом возможно организовать выращивание эмитентов для того уже, чтобы они становились публичными.

Согласна с Алексеем, конечно же, первый инструмент — это облигация, это уже реальность для наших компаний. Мы должны много всего сделать для того, чтобы размещалось как можно больше компаний. Я всегда говорю, что хорошая облигация — это не размещенная облигация, а успешно погашенная. Поэтому, конечно, очень важно (и для инвесторов, и для биржи, и для эмитентов) не испортить всеобщую карму нашего финансового рынка.

Регулятор, безусловно, готов помогать, и снимать, как я уже говорила, те барьеры, которые носят регуляторный характер. Все истории с налоговым арбитражем мы в Банке России тоже обязательно посмотрим. Василий, спасибо. **Анна Кузнецова.** Спасибо большое спикерам, спасибо большое аудитории. Я хочу задать последний вопрос и на этом завершить дискуссию. Вопрос, собственно, первый, — тот самый, на который отвечали спикеры. Прошу поднять руки тех людей в зале, кто считает, что допускать нужно продукты, которые просит клиент, а не продукты, которые предлагает продавец? Ну, «за» тоже процентов 20. То есть тезис Андрея Звездочкина — рынок продает то, что хочет продать, а не то, чего просит инвестор — аудитория сегодня подтвердила. Значит, нам есть, куда развиваться и над чем работать. Спасибо большое. □