Алексей ТИМОФЕЕВ, президент, НАУФОР

«Мы являемся свидетелями изменения действовавшей на финансовом рынке парадигмы»

В год пандемии коронавируса российская финансовая индустрия получила мощный толчок для развития. Количество инвесторов и объем размещенных на фондовом рынке средств росли небывалыми ранее темпами. Все это — результат сочетания нескольких факторов: устойчивого снижения процентных ставок, смещения фокуса домохозяйств с потребления на сбережение, всплеска популярности дистанционного взаимодействия. Президент НАУФОР Алексей Тимофеев характеризует ситуацию более осторожно. «Правильно сказать, что пандемия никак не навредила развитию финансового рынка», — говорит он. В интервью Cbonds Review Алексей Тимофеев рассказал об изменении действовавшей на отечественном финансовом рынке парадигмы, о работе по расшивке «узких мест» при дистанционной работе с клиентами, раскрыл состав усредненного портфеля российских розничных инвесторов, оценил их интерес к иностранным инструментам, а также прокомментировал предложения НАУФОР по развитию внутреннего долгового рынка и возможное появление индивидуальных инвестиционных счетов третьего типа.

— Российский массовый инвестор устремился на фондовый рынок, число открытых на Московское бирже брокерских счетов бьет рекорды. Как вы оцениваете текущую ситуацию? Продолжится ли прирост частных клиентов, или все, кто мог и хотел, уже успели включиться в процесс?

— Я думаю, что рост продолжится, потому что мы являемся свидетелями трансформации финансового рынка, изменения действовавшей на нем парадигмы. Высокие ставки по депозитам были многолетней аномалией, от которой мы наконец избавились. Можно было бы положиться только на этот фактор, но мы приложили немало усилий для того, чтобы предоставить гражданам и другие аргументы для выбора альтернативы банковским депозитам. Сегодня количество счетов, открытых на фондовом рынке, приближается к 7 млн, думаю, что в ближайшее время Московская биржа объявит о достижении этого показателя (ровно через 2 недели после интервью Московская биржа сообщила о том, что число физлиц, имеющих бро-

Фото: Павел Перов

керские счета, превысило 7.5 млн. — *Ред.*). Но гораздо важнее сказать о сумме средств, предоставленных розничными инвесторами фондовому рынку. Эта сумма превышает 4 трлн рублей, что соответствует стоимости чистых активов индустрии коллективных инвестиций, примерно равно инвестиционным ресурсам индустрии негосударственных пенсионных фондов и составляет более 10% депозитной базы в стране, в которой люди особой альтернативы вкладам до сих пор не видели. Это фундаментальная трансформация: депозиты больше не будут играть ту роль, которую они до сих пор играли. И я думаю, что эта трансформация, скорее всего, продолжится в течение пары ближайших лет.

СУММА СРЕДСТВ, ПРЕДОСТАВЛЕННЫХ ФОНДОВОМУ РЫНКУ РОЗНИЧНЫМИ ИНВЕСТОРАМИ, РАВНА ОБЪЕМУ СРЕДСТВ ИНДУСТРИИ КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ ИЛИ ИНДУСТРИИ НПФ

— В притоке инвесторов на биржу важную роль сыграла возможность дистанционной работы брокеров с клиентами. Остались ли еще «узкие места» в этой сфере, или все уже работает как надо?

— Пандемия только потому и не навредила развитию финансового рынка, что за несколько лет до этого мы создали очень эффективный механизм удаленного взаимодействия с клиентами, включая их дистанционное привлечение. В общем и целом эта система работает хорошо, но, как всегда, есть что улучшить.

Во-первых, в повестке дня НАУФОР — обеспечение так называемой кросс-идентификации всем финансовым организациям. Дело в том, что сегодня поручить проведение ключевого элемента дистанционного привлечения клиентов — упрощенной удаленной идентификации — можно не всем финансовым организациям, а только кредитным. Это историческое недоверие ЦБ к некредитным финансовым организациям в деле борьбы с отмыванием денег мы сейчас преодолеваем. У нас есть поддержка со стороны регулятора в том, чтобы выровнять условия работы всех участников рынка. Надеюсь, что в ближайшее время мы проблему решим, то есть обеспечим возможность всем финансовым организациям поручать друг другу проведение удаленной идентификации. Это должно снизить зависимость некредитных финансовых организаций от банков в деле привлечения клиентов и, таким образом, повысит конкуренцию на финансовом рынке.

Во-вторых, мы рассчитываем на увеличение объема информации, предоставляемой из государственных ресурсов. Надеемся на то, что в ближайшее время и из ЕСИА, и из СМЭВ финансовые организации смогут черпать больше информации при осуществлении идентификации своих клиентов. Мы также надеемся на то, что скоро все финансовые организации смогут воспользоваться данными цифрового профиля гражданина, когда этот проект будет реализован.

Есть еще и третья тема, она более концептуальна и очень сложна. Сразу признаюсь, что у нас пока нет решения проблемы, которая заключается в том, что вся система дистанционного привлечения клиентов зависит от удаленной идентификации, а она, в свою очередь, основана на базе государственных данных населения. Таким образом, российская индустрия, которая, на мой взгляд, имеет право претендовать на интерес к своим услугам со стороны иностранных граждан, не может воспользоваться возможностями их дистанционного привлечения. Система идентификации должна быть построена на каких-то других принципах, которые пока неочевидны. Мы над этим думаем, и очень надеюсь, что разработаем какую-то альтернативную систему, которая позволит индустрии рассчитывать на интерес не только российских, но также иностранных розничных инвесторов.

— Вы, наверное, отслеживаете, как меняется портрет частного инвестора. Понятно, что 10 лет назад и сейчас — это разные люди. На рынок пришло большое количество новичков. Что это за люди? Какую роль в их портфелях играют облигации?

— Действительно, массовый инвестор здорово отличается от инвестора, с которым индустрия имела дело до сих пор. Это уже не бабушки, получившие ценные бумаги в результате приватизации, и не спекулянты, которые искали высокого дохода за счет активных и весьма рискованных операций на фондовом рынке. Массовый инвестор по определению более консервативен, и вовсе не потому, что он строит долгосрочные планы, хотя и поэтому тоже. А скорее потому, что он не может позволить себе уделять операциям на фондовом рынке ежедневное внимание. Этот инвестор чем дальше, тем более молод. Если взять, например, индивидуальные инвестиционные счета (ИИС), то мы увидим, что больше половины ИИС открывается инвесторами моложе 35 лет. Этот инвестор технически более продвинут и предпочитает дистанционное взаимодействие.

В общем и целом этот инвестор финансово грамотен, более-менее знает, о чем идет речь, и не склонен обвинять в своих собственных ошибках других. Насколько прагматичен такой инвестор, мы видим по тем

активам, которые он выбирает в качестве объекта своих вложений. По данным НАУФОР, к середине 2020 года средства на брокерских счетах инвестировались на 28% в акции (причем на 20% — в отечественные, на 8% — в иностранные) и примерно на 59% в самого разного рода облигации, из которых 6% составляли ОФЗ, около 21% — рублевые корпоративные облигации и около 20% — разного рода валютные облигации, в том числе евробонды. Если бы речь шла о портфеле конкретного инвестора, то его бы сочли весьма консервативным.

— Часто говорят, что китайский рынок очень волатилен, потому что поведение частных инвесторов, в отличие от поведения институциональных инвесторов, может быть не очень рациональным. Нет ли риска, что увеличение доли частных инвесторов на российском рынке тоже может обусловить рост его волатильности?

— Вот почему мы чем дальше, тем больше говорим о необходимости вернуться к обсуждению путей развития институциональных инвесторов. Я уже сказал, что сумма средств, предоставленных фондовому рынку розничными инвесторами, равна объему средств индустрии коллективных инвестиций или индустрии негосударственных пенсионных фондов. И эта сумма, в отличие от индустрии НПФ, быстро растет. Роль розничных инвесторов, а значит, особенности их поведения оказывают все большее влияние на фондовый рынок. Нам не хватает институциональных инвесторов с особенностями их поведения — более долгосрочным характером инвестиций, готовностью покупать, когда все остальные продают (потому что приток взносов в те же негосударственные пенсионные фонды не прекращается и эти взносы нужно куда-то размещать). Именно индустрия институциональных инвесторов формулирует требования к эмитентам с точки зрения корпоративного управления, действуя, таким образом, в общих интересах, в том числе и в интересах розничных инвесторов.

— Как вы, кстати, оцениваете финальную версию закона о категоризации инвесторов, который вступает в действие с 1 апреля 2022 года?

— Строго говоря, это не закон о категоризации, мы его так называем по инерции. Скорее, это закон о тестировании. Его окончательная версия оказалась вполне приемлемой для рынка, многолетняя дискуссия на этот счет между ЦБ и индустрией завершилась.

Мы никогда не возражали против введения тестирования понимания клиентами некоторых инструментов, которые они намерены приобрести. Другое дело, что требования к категориям инвесторов, включая выделение отдельной особо защищаемой группы неквалифицированных инвесторов, ужесточение критериев для приобретения статуса квалифицированного инвестора, ограничение круга инструментов, доступных неквалифицированным инвесторам без тестирования, — все это было неприемлемым для индустрии и скорее навредило бы развитию рынка, чем помогло ему. Принятая версия закона отражает большие компромиссы как со стороны Центробанка, так и со стороны индустрии и развитию рынка не вредит, а помогает.

Хотя, по правде сказать, решение некоторых вопросов мы отложили. Речь идет о существе тестирования, о круге иностранных ценных бумаг, доступных для неквалифицированных инвесторов, о критериях для квалифицированных инвесторов и о некоторых других вопросах.

Что касается самого тестирования, то работа над стандартами ведется на уровне двух ассоциаций — НАУФОР и НФА, и мы надеемся в скором времени продолжить эту работу уже в Комитете по базовым стандартам при ЦБ. При разработке стандартов тестирования мы руководствуемся несколькими принципами. Первое. Количество вопросов по каждой из групп финансовых инструментов, предполагающих тестирование, должно быть не более семи. Они должны включать в себя вопросы, связанные с оценкой опыта операций на финансовом рынке, и вопросы, которые позволяют оценить понимание клиентом особенностей финансового инструмента и рисков, с ним ассоциирующихся. Второе. Вопросы должны носить практический характер. Мы вовсе не собираемся требовать от клиента знания содержания нормативных актов, мы хотим убедиться в том, что он в самом деле понимает существенные черты, влияющие на рыночное поведение инструмента. Третий принцип. Все вопросы должны быть публичными. Никто не собирается их скрывать, каждый сможет заранее подготовиться к прохождению теста. Понятно также, что каждая финансовая организация будет иметь возможность дополнить перечень вопросов своими собственными, позволяющими лучше разобраться в чаяниях и представлениях своих клиентов. Мы считаем это важным.

— С 1 января 2021 года вступают в силу поправки в законодательство, смысл которых обычно описывают словосочетанием «налог на депозиты». Но речь идет также и об изменении налогообложения купонного дохода по облигациям. К каким последствиям следует готовиться инвесторам и участникам рынка?

— Изменение налогообложения по депозитам — мера давно ожидаемая. Во всяком случае каждый раз, когда мы обсуждали в правительстве налоговые льготы для фондового рынка и ссылались на режим налогообложения депозитов, нам демонстрировали желание от налоговых льгот по депозитам отказаться. И вот наконец случилось. К сожалению, одновременно мы потеряли нейтральность налогообложения, которой добились в 2017 году, освободив от налогов часть доходов по корпоративным облигациям, обращающимся на организованном рынке. Мы эту нейтральность налогообложения депозитов и корпоративных облигаций хотим восстановить, надеемся на то, что до конца 2020 года удастся внести соответствующие поправки. Тогда от налогообложения будет освобождена часть дохода, которая равна произведению 1 млн рублей на ключевую ставку ЦБ, так же как по депозитам.

— НАУФОР недавно отправила в Минфин свои предложения по корректировке налогообложения по валютным бондам. В частности, речь идет о том, чтобы распространить отмену налогообложения валютной переоценки, которая есть по государственным еврооблигациям, на корпоративные евробонды. Какова вероятность положительного ответа?

— Мы действительно подготовили предложения по развитию внутреннего долгового рынка, и не только валютного. Эти инициативы включают в себя три основные идеи. Первая заключается в освобождении нерезидентов от налогообложения доходов по российским облигациям. Вышло так, что российское законодательство, по существу, поощряет заимствования отечественными эмитентами за рубежом, освобождая нерезиден-

ИИС-3 МОЖЕТ ВСЕРЬЕЗ СОЗДАТЬ КОНКУРЕНЦИЮ ДЛЯ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ, МОЖЕТ ОЖИВИТЬ КОНКУРЕНЦИЮ ЗА ДОХОДНОСТЬ И ЗА ИЗДЕРЖКИ

тов от налога на доходы по таким облигациям. А в России нерезиденты должны заплатить налог. Это несправедливо и, конечно же, толкает российских эмитентов на зарубежный рынок не только потому, что он там сложился, но также потому, что само российское законодательство относится к нему более лояльно, чем к своему собственному. Второй момент. Есть правила валютного законодательства, запрещающие расчеты в валюте между резидентами, а именно это происходит в том случае, если выпуск облигаций структурируется через SPV.

Когда в России российскому эмитенту захочется использовать SPV для выпуска валютных облигаций, адресованных резидентам или нерезидентам — без разницы, — он должен будет нести издержки, связанные с несколькими конвертациями средств. Что делает почти невозможными такого рода операции на внутреннем рынке. Опять же, за рубежом российский эмитент с такими проблемами не сталкивается. Наконец, третья идея заключается в том, что, коль скоро мы приглашаем нерезидентов на российский внутренний рынок, хорошо, если они получат поддержку от национального розничного инвестора. А значит, нам нужно вернуться к теме освобождения граждан от налога на доходы в виде валютной переоценки по крайней мере по инструментам с российским эмитентом. Почему это важно? Потому что, во-первых, существует угроза санкций, которая может закрыть рынок долгового заимствования за рубежом для многих российских эмитентов. Во-вторых, преимущество иностранного рынка не оставляет шансов для рублевых заимствований у иностранцев, а они не только возможны, но и кажутся интересными. Мы могли бы рассчитывать на больший интерес к рублевым заимствованиям как со стороны внутреннего инвестора, так и со стороны нерезидентов, стало быть, обеспечили бы больший интерес к рублю как валюте заимствования и платежному средству, его усиление.

Я уже говорил о том, что российские розничные инвесторы вкладывают около 20% средств в валютные облигации, и делают это они преимущественно за рубежом. Пока усилия Московской биржи в деле предложения евробондов на внутреннем рынке не увенчались тем успехом, которого мы ожидаем. Поэтому для того, чтобы спрос российских розничных инвесторов на валютные инструменты удовлетворялся не за рубежом, а внутри страны, очень важно обеспечить необходимый инструментарий. Зарабатывать на этом должны российская инфраструктура, российская индустрия и российский бюджет. Вот суть предложений, которые, мы надеемся, будут поддержаны Минфином.

— В целом вложения в иностранные ценные бумаги со стороны российских частных инвесторов быстро растут. Насколько критична такая тенденция для нашего фондового рынка, для спроса на российские бумаги? Каков баланс плюсов и минусов?

— Я вижу исключительно плюсы. Локализация иностранных инструментов на отечественном рынке — одно из больших достижений развития российского фондового рынка. Очень многие финансовые рынки, претендующие на роль финансовых центров, стараются этого добиться, но не у всех получается.

Правда заключается в том, что российский фондовый рынок не очень богат своим собственным инструментарием. На топ-10 крупнейших по капитализации российских эмитентов приходится 70% этой капитализации, оборот, приходящийся на десятку крупнейших с точки зрения ликвидности компаний, составляет 76% общего оборота на российском фондовом рынке. Поэтому о нашем рынке акций часто говорят как о рынке 20–30 бумаг. На рынке облигаций ситуация чуть лучше, но в целом похожа: почти четверть займов обеспечивает всего лишь один заемщик.

Таким образом, для российского фондового рынка характерна очень высокая концентрация как с точки зрения капитализации, так и с точки зрения оборота по бумагам. Вот почему важно, чтобы российские розничные инвесторы имели доступ к широкому инструментарию, включающиму в себя иностранные активы. Это важно из соображений диверсификации, из необходимости приобретать ценные бумаги, отражающие развитие отличных от российской экономик, а также отраслей, которых в России нет. В неменьшей степени важна и защита от негативного изменения курса рубля. Индустрия должна об этом позаботиться. Я также глубоко убежден: чем больше возможностей инвестировать в иностранные инструменты имеют российские инвесторы, тем с большей охотой они приобретают отечественные инструменты. Защищаясь от негативного изменения курса российских ценных бумаг и курса рубля, они с большей готовностью идут на связанные с этим риски. Наконец, мы впервые обеспечиваем столь качественное развитие российского фондового рынка и глубину, которая в случае изменения ры-

ночных условий позволит возродиться процессу IPO в стране.

Если бы нам не удалось предложить российским инвесторам возможность инвестиций в иностранные инструменты, то мы, скорее всего, столкнулись бы с массовым оттоком розничных инвесторов за рубеж. Таким образом, бенефициарами наших усилий по привлечению розничных инвесторов стал бы не национальный рынок, а иностранный — его посредники, его инфраструктура, — и мы с высокой вероятностью не добились бы их возвращения.

— Как вы оцениваете критерии отбора структурных облигаций для неквалифицированных инвесторов, озвученные ЦБ? Насколько критичным является вступление в силу этих критериев одновременно с началом действия закона о категоризации инвесторов — с 1 апреля 2022 года? Есть ли реакция со стороны ЦБ на ваше письмо по этому поводу?

— Мы уже почти 2 года обсуждаем с Центральным банком критерии доступности структурных облигаций для неквалифицированных инвесторов. Недавно добились того, что процесс консультаций на этот счет возобновился, более того, ЦБ пошел нам навстречу по многим вопросам, которые оставались дискуссионными до начала пандемии. Однако одновременно с этим было заявлено о намерении отложить вступление в силу критериев отбора структурных облигаций для неквалифицированных инвесторов до 1 апреля 2022 года, когда начинают действовать поправки в закон о рынке ценных бумаг, связанные с категоризацией инвесторов, а точнее с тестированием, о котором мы говорили выше. Именно поэтому мы обратились в ЦБ с просьбой ускорить разработку и принятие критериев доступа неквалифицированных инвесторов к структурным облигациям, поскольку считаем неправильной идею отложить их вступление в силу до 2022 года. Хотя бы потому, что структурные облигации с точки зрения безопасности являются лучшим из всех доступных им структурных продуктов. Лишенные доступа к продукту неквалифицированные инвесторы будут точно так же без теста приобретать либо иностранные структурные ноты, либо несекьюритизированные структурные продукты, а это скорее вредно. Решение по структурным облигациям нельзя откладывать, наоборот, с ним нужно поспешить, имея в виду, что этот более безопасный для неквалифицированных инвесторов инструмент составит конкуренцию всем прочим структурным продуктам. Мы надеемся, что ЦБ откажется от идеи отложить введение критериев доступа неквалифицированных инвесторов к структурным облигациям.

— Как идет работа над запуском нового типа ИИС третьего типа, ориентированных на долгосрочные вложения? Как выглядит сейчас концепция этих ИИС?

— Идея ИИС третьего типа заключается в том, чтобы убедить граждан осуществлять более долгосрочное инвестирование. Для этого им нужно дать более убедительные налоговые льготы, лучше всего комбинацию из налоговых льгот по ИИС первого и второго типа, вместе взятых. Мы очень надеемся на то, что Центральный банк в скором времени свою позицию по этому поводу объявит.

— Как вы оцениваете изменения, которые ЦБ предлагает по традиционным ИИС? В чем их суть?

— Центробанк разрабатывает поправки, связанные с развитием ИИС второго типа. Эти поправки основаны на предложениях индустрии, поэтому мы эти поправки поддерживаем. В самом общем смысле они заключаются в увеличении суммы ежегодного взноса на ИИС второго типа по сравнению с суммой ежегодного взноса на ИИС первого типа и расширение возможностей досрочного снятия средств со счета. В нашей модели эти поправки должны сделать ИИС второго типа не хуже, чем ИИС первого типа в трехлетней перспективе, и более выгодным инструментом при инвестировании от 3 лет.

— Если вернуться к теме повышения рыночной роли институциональных инвесторов, каков сейчас фокус НАУФОР? В каком направлении будете прикладывать максимальные усилия?

— Наши общие интересы заключаются в активизации инвестиционных процессов индустрии негосударственных пенсионных фондов. Для того чтобы оправдывать свою роль долгосрочных инвесторов, они должны были бы инвестировать от 20 до 30% своих активов на рынке акций. К сожалению, это не так. Поэтому наш главный фокус состоит в том, чтобы добиться большей активности негосударственных пенсионных фондов. Здесь, как ни парадоксально, роль ИИС третьего типа исключительно высока. ИИС вообще воспринимаются как, может быть, лучший пенсионный продукт в стране, хотя пенсионным продуктом они не являются. ИИС-3 может всерьез создать конкуренцию для негосударственных пенсионных фондов, может оживить конкуренцию за доходность и за издержки, которой индустрия пенсионных накоплений в настоящее время лишена. Таким образом, косвенный эффект создания ИИС третьего типа переоценить нельзя.

Мы, кстати, не стали бы возражать, если бы ИИС третьего типа позволили открывать не только управляющим компаниям или брокерам, как это сейчас планируется, но также негосударственным пенсионным фондам. Мы здесь союзники. НПФ вообще нужно было бы освободить от некоторых регуляторных требований, которые оказывают очень существенное влияние на их пассивность на рынке акций.

Что касается коллективных инвестиций, то в этой сфере в первую очередь нужно развивать индустрию открытых и биржевых паевых инвестиционных фондов. Стоимость чистых активов последних близка к 100 млрд рублей, рост этой стоимости происходит исключительно быстро. Это доказательство того, что российские открытые фонды, будь они лишены присущих им недостатков, могли бы развиваться не менее активно. Сегодня сама процедура размещения инвестиционных паев неудобна, она ограничивает возможность включить брокеров в процесс предложения паев, и эти недостатки нужно устранить. Среди предложений, которые мы сейчас обсуждаем с ЦБ, — создание механизма T+0 для размещения паев открытых паевых инвестиционных фондов.

Что касается биржевых фондов, то мы должны обеспечить не худшие условия для их функционирования по сравнению с иностранным ETF — и тогда перестанем возражать против либерализации допуска иностранных ETF на российский рынок. Мы в НАУФОР очень верим в конкуренцию, но выступаем за конкуренцию на равных: не должно быть ограничений, которые мешали бы спору российских биржевых паевых инвестиционных фондов и иностранных ETF.