

# ВН

№9 СЕНТЯБРЬ 2022

## Бизнес win-win-win

Интервью  
с Игорем Вагизовым

## Зарабатывает терпеливый

Интервью  
с Ольгой Мещеряковой

КОРАБЛЬ ПЛЫВЕТ

Точка притяжения  
эрудитов — Чебоксары

КОЛЛЕКТИВНОЕ И  
СОЗНАТЕЛЬНОЕ



# Содержание

№9, СЕНТЯБРЬ 2022



ТЕМА НОМЕРА: ЗАРАБАТЫВАЕТ ТЕРПЕЛИВЫЙ

## Бизнес win-win-win

Игорь Вагизов, директор инвестиционной компании «Инвестлэнд», объясняет Ирине Слюсаревой, почему в условиях турбулентности гибкий и адаптивный подход в сочетании с диверсификацией показал себя существенно эффективнее традиционных классических методов.

4

## НОВОСТИ

### 3 В интересах резидентов РФ

Национальная ассоциация участников фондового рынка просит исключить применение Указа Президента РФ №520 к ряду операций на финансовом рынке.

## ТЕМА НОМЕРА: ЗАРАБАТЫВАЕТ ТЕРПЕЛИВЫЙ

### 16 Зарабатывает терпеливый

Генеральный директор компании «ПЕРАМО ИНВЕСТ» Ольга Мещерякова рассказывает Ирине Слюсаревой о преимуществах спокойного клиента и долгосрочных инвестиций. А также объясняет, каким целям могут служить закрытые фонды и почему реклама нужна не всем и не всегда.

## ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

### 24 Корабль плывет

Российская система страхования вкладов стоит на пороге 20-летия. За это время она подтвердила свою эффективность, пройдя через ряд кризисов.

### 28 Инфраструктура против империи

НРД подал иск к Евросоюзу: замороженные европейцами активы ущемили финансовые интересы примерно 5 млн российских граждан.

## МЕРОПРИЯТИЕ

### 30 Точка притяжения эрудитов — Чебоксары

Лауреатам студенческого конкурса «Знатоки фондового рынка», проходившего среди чувашских ВУЗов, вручили дипломы и призы.

## ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

### 34 Коллективное и сознательное

Стоимость чистых активов розничных ПИФов пережила, как минимум 30-процентное падение. Но массового выхода инвесторов не произошло.

### 44 Подъем и обвал

Рынок акций РФ заметно вырос в августе и продолжал расти в начале сентября, цены ОФЗ снизились в рамках коррекции. Котировки российских акций и ОФЗ заметно упали по итогам сентября, отыгрывая как рост геополитических рисков вокруг России, так и ужесточение риторики ЦБ РФ относительно дальнейшей денежно-кредитной политики.

Издание зарегистрировано в Комитете РФ по печати  
Свидетельство о регистрации № 018649 от 31.03.99  
Издается ежемесячно с октября 1996 г.

Главный редактор **Ирина Слюсарева**

#### Редакция

Арт-директор **Павел Перов**  
Иллюстратор **Евгений Тонконогий**  
Цветоделение, ретушь и  
подготовка к печати **Ксения Ключкина**  
Фотография на обложке **Павел Перов**

Учредитель **НАУФОР**  
12900, Москва, 1-й Коптевский пер., д. 18, стр. 1  
Тел./факс: (495) 787-77-74, 787-77-75

Издатель **КЦ НАУФОР**

Автор макета **Петр Пирогов**

Автор ридизайна **Павел Перов**

По вопросам приобретения журнала обращайтесь  
по тел. +7 (495) 787-7775, доб. 5226 Татьяна Миронова.  
Отпечатано в типографии «Парадиз»  
Москва, Ленинградский проспект, дом 47  
Тираж 1500 экз.



## Зарабатывает терпеливый

Не то чтобы в кризисе было что-то хорошее. Хорошего точно нет, откуда бы. Однако приходится признавать простой факт: в этой жизни с нами далеко не всегда происходит то, что нравится. Ладно. Факт простой, признать его признали. Дальше-то что?

А дальше, если следовать путем бусидо, в мозгу как бы само по себе возникнет наблюдение. Своего рода заметка фенолога. Смысл сводится к тому, что кризис, конечно, ничем не хорош, но не бывает более неизбывного способа проверки. Вам бы хотелось считать, что в мире существуют идеальные вещи. Например, инфраструктура без рисков. И в этой лучшей в мире инфраструктуре активы можно хранить безбоязненно, почти беспечно. Особенно номинированные в самой надежной валюте.

А потом приходит кризис. Активы убывают. Результаты проверки остаются. Но. Никто пути пройденного у нас не отберет.

*Ирина Слюсарева ☺*

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей. Ответственность за достоверность информации в рекламных объявлениях несут рекламодатели. Все права защищены. Перепечатка допускается только по согласованию с редакцией.

# В интересах резидентов РФ

**НАЦИОНАЛЬНАЯ АССОЦИАЦИЯ УЧАСТНИКОВ ФОНДОВОГО РЫНКА ПРОСИТ ИСКЛЮЧИТЬ ПРИМЕНЕНИЕ УКАЗА ПРЕЗИДЕНТА РФ №520 К РЯДУ ОПЕРАЦИЙ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ**

Национальная ассоциация участников фондового рынка направила в Администрацию Президента РФ обращение, в котором просит исключить применение Указа Президента РФ от 5 августа 2022 года № 520 к ряду операций на российском финансовом рынке и не применять требования Указа к сделкам с акциями стратегических предприятий, обращающимися на российских организованных торгах, в тех случаях, когда сделки совершаются лицами, находящимися под контролем российских физических или юридических лиц, а также управляющими компаниями при осуществлении доверительного управления паевыми инвестиционными фондами.

Поясним, о чем идет речь. Указ «О применении специальных экономических мер в финансовой и топливно-энергетической сферах в связи с недружественными действиями некоторых иностранных государств и международных организаций» устанавливает временный запрет на совершение сделок и операций, влекущих установление, изменение, прекращение или обременение права владения, пользования или распоряжения ценными бумагами и долями в уставных ка-

питалах ряда российских юридических лиц, принадлежащих иностранным лицам, связанным с иностранными государствами, которые совершают в отношении Российской Федерации, российских юридических лиц и физических лиц недружественные действия.

По мнению НАУФОР, предусмотренные Указом меры приводят к ограничению прав и законных интересов значительного числа российских граждан и юридических лиц, инвестирующих на внутреннем фондовом рынке, причинению им финансовых убытков и в конечном итоге негативно сказываются на доверии к российскому финансовому рынку.

Как поясняется в письме НАУФОР, «ввиду отсутствия специального разъяснения, под установленный запрет на совершение операций с ценными бумагами попадают не только иностранные лица, но и российские финансовые организации, которые имеют иностранных акционеров или участников, но при этом находятся под контролем российских юридических или физических лиц (конечными бенефициарами являются российские юридические или физические лица), а также российские паевые инвестицион-

ные фонды в случае, если среди владельцев паев данных фондов имеется хотя бы одно иностранное лицо».

НАУФОР подчеркивает, что находящиеся под фактическим контролем российских юридических или физических лиц российские финансовые организации, имеющие иностранных участников, оказались лишены возможности полноценно обслуживать российских инвесторов. Управляющие компании паевых инвестиционных фондов, среди владельцев паев которых есть иностранные лица, также вынуждены избегать совершения сделок со значительным количеством российских акций, что снижает качество управления и приводит к нарушению установленных требований к структуре активов паевых инвестиционных фондов. При этом иностранные лица - владельцы паев не принимают инвестиционных решений и не влияют на их принятие, — отмечается в письме.

Полный текст письма можно прочитать на сайте НАУФОР. [□](#)





---

**Игорь Вагизов**

директор инвестиционной компании  
«Инвестлэнд»

# Бизнес win-win-win

## ТЕКУЩАЯ ТРАНСФОРМАЦИЯ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ ОТКРЫЛА НОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ СОВЕТНИКОВ

Игорь Вагизов, директор инвестиционной компании «Инвестлэнд», объясняет Ирине Слюсаревой, почему в условиях турбулентности гибкий и адаптивный подход в сочетании с диверсификацией показал себя существенно эффективнее традиционных классических методов.

Фотографии Павел Перов

— Игорь, незадолго до известных геополитических событий произошла, скажем так, институционализация бизнеса инвестиционного консультирования. Он вышел в белую зону, получил нормативную базу и так далее. Как работают эти новые возможности в новых условиях?

— Бизнес инвестиционного консультирования появился на российском рынке довольно давно, он просто работал без этой самой институционализации. Бывшие сотрудники банков и брокерских компаний, имеющие опыт работы на финансовых рынках, неформально договаривались с клиентами и давали им инвестиционные рекомендации. А клиенты платили за этот сервис: либо регулярные фиксированные выплаты, либо процент от прибыли. Рынок был дикий, правил на нем не существо-

вало, по итогу возникали конфликтные и спорные ситуации. Для консультанта многое зависело не от качества рекомендаций и опыта, а от умения убедить клиента, что ему есть смысл платить за советы.

В 2019 году ситуация изменилась: стала формироваться законодательная база и основные подходы к регулированию деятельности по инвестиционному консультированию, а также стали появляться различные институты, типа Совета по финансовому консультированию при НАУФОР.

Мы все эти начинания поддерживали и, как только появилась возможность, команда «Инвестлэнд» получила официальный статус инвестиционного советника. Это позволяет нам



разговаривать с клиентами в качестве профессионального участника финансового рынка и дает необходимый статус при общении с новыми клиентами. Для клиентов, особенно состоятельных, важно понимать, с кем они имеют дело. Для них недостаточно простого общения и опыта работы на рынке. Для того чтобы принять решение, таким клиен-

для помощи в принятии верного решения и выбора правильной стратегии инвестирования.

Когда сейлз-менеджер банка или брокера начинает напористо продавать сложный продукт, то наш консультант может распознать недобросовестную практику продаж, когда информация преднамеренно искажается, а в результа-

такие — погрузились в пучину вместе с рынком. Вопрос не в том, что какие-то управлявшие в плюсе, а какие-то в минусе. Гораздо важнее, что многие клиенты с подачи своих менеджеров купили в портфели инвестиционные продукты, представляя риск этих инструментов весьма отдаленно.

К сожалению, результаты, к которым сейчас пришли многие клиенты этих компаний и банков, плачевны. К кризису большинство участников было не готово. На этом фоне результаты стратегий «Инвестлэнда» и многих других профессиональных советников показали свою эффективность.

Еще одна стратегия, о которой стоит сказать — это «Облигационная лесенка», которая запущена с нашими партнерами, компанией «БКС». Доходность этой стратегии обгоняет в разы результаты крупных именитых ПИФов облигаций. — **В чем причина такой разницы в результатах?**

— Одна из причин: небольшие команды управляющих, которые не интегрированы в тяжелую бюрократическую структуру банков или брокеров, более гибки при принятии инвестиционных решений. А в период сильной турбулентности на финансовых рынках гибкость и адаптивность — самые важные факторы принятия решений.

Банальный постулат: любой кризис — это время возможностей. Текущий крах рынков — не исключение.

Ряд его последствий, конкретно для компании «Инвестлэнд», сработал в позитивном ключе. В текущем году в России произошло очень серьезное расслоение управляющих, брокеров, инвестсоветников. Одни остались на плаву, смогли адаптироваться или находятся в процессе адаптации, другие не смогли. Поэтому идет передел рынка. И если раньше инвестиционные советники искали клиентов, то сейчас наоборот — спрос на инвестиционное консультирование существенно превышает предложение.

**Небольшие команды управляющих, которые не интегрированы в тяжелую бюрократическую структуру банков или брокеров, более гибки при принятии инвестиционных решений. А в период сильной турбулентности на финансовых рынках гибкость и адаптивность — самые важные факторы принятия решений.**

там важна подтвержденная квалификация советника. Поэтому возможность получить официальный статус инвестсоветника позволила нам совершить качественный прорыв, выйти на новый уровень и привлечь частных клиентов и family-офисы, которые ранее с нами не сотрудничали.

А прорывы индустрии нужны. Для компании «Инвестлэнд» в плане амбициозной модели развития всегда была примером компания «БКС», которая выросла из небольшой сибирской брокерской компании в современный инвестиционный банк. Чрезвычайно успешный опыт роста из региона.

В последние годы, как мы видим, многие премиальные клиенты осознали, что приобретение стандартного набора банковских инвестиционных продуктов, которые в первую очередь высоко маржинальны для банка, может привести к плачевным результатам. Банк продает то, что выгодно банку, а на стороне клиента играет только сам клиент. Не только действующие, но даже потенциальные клиенты стали просить, чтобы наши сотрудники сопровождали их в качестве независимых консультантов на встречах в банках и инвестиционных компаниях,

те клиент введен в заблуждение и считает, что приобрести этот конкретный продукт необходимо. И клиенты дозрели до понимания, что независимый консультант стоит своих денег: профессиональные советы зачастую не спасают от убытков во время мощных деформационных кризисов, но позволяют правильно аллоцировать активы и не допустить сильных перекосов или избежать существенных рисков.

Кроме того, у компании «Инвестлэнд» есть и свои стратегии инвестирования, которые не конкурируют с продуктами и стратегиями ведущих российских финансовых институтов, а успешно их дополняют. Например, одна из наших стратегий реализована на платформе компании «Тинькофф». С апреля 2022 она показывает рост + 16%! Это публичный трек, и он сам за себя говорит.

Не могу сказать, что кризис — это хорошо. Но определенные вещи он, во всяком случае, четко высвечивает. На растущем рынке каждый частный клиент считает себя Уоррен Баффетом или Рэем Далио. А вот кризисный год (как, скажем, текущий) проводит объективную и честную селекцию: какие стратегии помогли спасти капитал клиентов, а



Текущая ситуация обнажила в индустрии много проблем: от конфликта интересов банка и клиента до абсолютного непонимания клиентами сути инвестиционных проектов, которые они массово покупали.

На наш взгляд, на российском рынке пришло время профессионалов. И это, без сомнения, позитивный тренд. Часть тех, кто не справился, уйдет с рынка или сменит профиль: управляющие станут советниками, например.

С февраля ни один состоятельный клиент не задал вопрос, зачем нужен инвестиционный советник. У каждого российского инвестора сейчас заморожена какая-то часть активов. А у кого не заморожена, тот держит активы в западном банке и боится, что завтра ему позвонят и попросят в течение месяца сменить место хранения. Поэтому востребованность советников будет только расти. Холодок по спине еще долго будет бежать как у частных, так и у институциональных инвесторов.

Профессионализм не в том, чтобы всегда знать, что делать. Он, ровно наоборот, заключается в том, что профессионал четко знает, чего делать не надо. У нас нет клиентов, которые сидели с третьим плечом в бумагах Газпрома. Нет клиентов, которые держали все активы в одной валюте, или только в акциях, или 100% активов в структурных продуктах.

Скучная диверсификация, которой мы неукоснительно придерживались, сохранила нашим клиентам активы, а компании — отношения с клиентами.

— Высокая сравнительная доходность стратегий гибких, адаптивных и эффективных команд — является ли сигналом для инвесторов, что сейчас имеет смысл переходить из больших структур к игрокам поменьше? — В действиях большого игрока присутствует инерционность. При этом в банках с госучастием тоже работают менеджеры, которые адекватно диверсифицируют активы клиентов. Но от инерционности большому игроку невозможно

избавиться, и в кризисной ситуации это бьет очень сильно.

С другой стороны, в крупной компании клиенту гораздо спокойнее, потому что у такой структуры запас прочности существенно выше. Ведь, кроме доходности, клиент думает и о сохранности активов. И мы знаем случаи, когда, в ситуации заморозки валютных активов, большие банки отдавали клиентам деньги из собственных средств. Хотя по факту такой банк имел полное право объявить форс-мажор и предложить клиенту ждать разморозки активов.

В своей работе мы рекомендуем клиентам работать только с самыми крупными и надёжными финансовыми институтами. А мы в этой конфигурации являемся скорее третьей стороной, что позволяет выстраивать бизнес win-win-win.

Поэтому в своей работе мы рекомендуем клиентам работать только с самыми крупными и надёжными финансовыми институтами. А мы в этой конфигурации являемся скорее третьей стороной, что позволяет выстраивать бизнес win-win-win.

Кстати, многие клиенты «Инвестлэнда» держат активы в крупных банках, мы же консультируем их в качестве независимых инвестиционных советников. Такая модель позволяет клиенту быть уверенным в надежности места хранения своих активов, а также получать альтернативное мнение, профессиональное инвестиционную рекомендацию нашей команды.

— Игорь, считаете ли вы возможной разморозку активов, номинированных в долларе и евро, если она будет проводиться в формате своего рода взаимозачета? Ведь заморожены не только евродолларовые активы наших инвесторов, но и рублевые активы нерезидентов. А значит, им зачет тоже нужен?

— Это сейчас обсуждается как один из путей решения текущей проблемы. Потому что путь, в котором заинтересована только одна сторона, вообще не имеет перспектив.

Можно, конечно, судиться — 50 лет, или 100 лет. Но в данном случае легче достичь компромисса и хотя бы частичного решения проблемы внутри российского депозитария. У нерезидентов есть замороженные рублевые активы. И эти структуры, скорее всего, находятся по этому поводу под сильным давлением своих нацио-

нальных регуляторов: ведь банк или фонд должен соблюдать определенные нормативы, создавать определенные резервы под средства клиентов и так далее. Российские активы нельзя продать, но, допуская, вполне можно получить за них штраф регулятора. И, скорее всего, участники рынка с удовольствием избавились бы от этих токсичных активов или обменяли бы на несанкционные активы внутри НРД, например.

Думаю, компромисс здесь возможен и нужно над этим работать. Один из возможных вариантов — создать рабочую группу с очень широким составом, с участием специалистов с той стороны (сотрудников хедж-фондов, пенсионных фондов, имеющих российские активы) и начать обсуждение. Пути есть, хотя вряд ли получится пройти их быстро.

Обычно все участники инвестиционного процесса принимают решения в двумерной плоскости риска и доходности. Но в текущем году к этим двум



аспектам добавил еще один, может быть даже более важный — ликвидность. Я лично знаю людей, которые инвестировали в долларовые активы суммы с семью нулями, но в текущей ситуации из-за полной заморозки активов не имеют средств даже на текущее потребление, хотя активы — на миллионы и десятки миллионов долларов. Еще недавно те же еврооблигации казались прекрасным инструментом, очень надежным и ликвидным, а сейчас никто не хочет их покупать даже за бесценок.

— Поскольку риски инвестирования в западные активы велики, да к тому же еще не все реализовались, то регулятор в этом плане хочет немного придержать

инвесторов и ограничить возможность инвестирования в иностранные активы для российских инвесторов. Как вы оцениваете эти намерения?

— Повторю еще раз: мы боремся за максимальную диверсификацию клиентских активов при консультировании. Причем диверсификация должна включать не только разные классы активов, но и места их хранения, а также управляющих и консультантов. В конце 90-х на российском рынке обращалось считанное количество акций. Помню, участники рынка так и спрашивали друг у друга: покупал ли ты вчера акции? Уточнять, какие именно акции, не требовалось: име-

лись в виду бумаги РАО ЕЭС. Была еще пара-тройка чуть менее популярных бумаг: ЛУКОЙЛ, Норникель. Нет никакого резона снова приходить к этой модели, рынок должен давать инвесторам гораздо более широкие возможности диверсификации. Это первый аспект, важность которого вряд ли можно переоценить.

Но есть и другая сторона вопроса. Как я понимаю, СПБ Биржа сейчас может работать с иностранными бумагами через один депозитарный мост. Функции расчетного депозитария для биржи осуществляет Best Efforts Bank, для которого глобальным кастодианом, в свою очередь, является



Bank of New York Mellon, через этот мост производится обработка и расчет транзакций. И этот мост, повторю, единственный.

Какой сценарий реализуется в случае, если он будет разрушен? Вопрос риторический, риск очень велик. Поэтому предосторожность регулятора понятна. Второй раунд заморозки иностранных

Но и без диверсификации нельзя.

Поэтому я бы удлинил срок принятия решения, всячески протестировал спектр возможных решений. Но не учитывать наличие серьезного риска нельзя. Хотя пока мы видим со стороны американских брокеров крайне прагматичный подход: Interactive Brokers продолжает открывать счета российским резидентам

Наш основной продукт — составление индивидуального инвестиционного плана. Инвестор формулирует свои инвестиционные цели, проходит риск-профилирование, после чего составляем график инвестирования средств (или получения ренты). Только на завершающем этапе происходит подбор конкретных инвестиционных стратегий и инструментов.

активов может оказаться для нашей индустрии критическим.

Это второй аспект.

Оба аспекта важны, поэтому действовать следовало бы очень аккуратно. Можно пойти по линии разграничения ценных бумаг на две категории: бумаги из дружественных юрисдикций и бумаги из юрисдикций недружественных. Собственно, мы видим, что этот путь уже начал реализовываться. Долларовые активы будут, скорее всего, становиться токсичными и потребность в них будет, вероятно, снижаться.

В то же время недавно произошло историческое событие: компания «Русал» выпустила в российской юрисдикции облигации, номинированные в юанях. Это был первый выпуск бондов в китайской валюте, и он прошел с большим успехом: высокий спрос, переподписка.

В последние месяцы заметное количество инвесторов перешло из доллара и евро в юань. Сами бы они не стали брать на себя лишние хлопоты, но жизнь заставила.

В общем, осторожность регулятора резонна.

и предоставляет возможность инвестировать в инструменты на мировом рынке.

— Похоже, с отечественными партнерами у компании «Инвестлэнд» все в порядке?

— С отечественными партнерами у нас по-разному. С «БКС» и «Тинькофф» мы активно работаем в формате автоследования. Классическое консультирование осуществляем через «Атон» и «Открытие Брокер». Мультиплатформенность позволяет нам выбирать наиболее интересные решения у каждого из них, не разрывая отношений ни с кем.

В то же время мы считаем, что именно формат автоследования является наиболее перспективным, гибким, прозрачным для клиентов и эффективным.

Динамика привлекаемых активов в этом формате кратно превышает привлечения на других платформах

— А что с западными платформами?

— Много инвесторов продолжает открывать счета и хранить часть своих активов в Interactive Brokers (IB). Мы рассказываем им о рисках хранения активов в иностранных юрисдикциях, но решение всегда остается за клиентом.

Кроме того, IB — один из немногих иностранных финансовых институтов, где российские клиенты могли совершать (и совершают) сделки с иностранными акциями и ETF в течение нескольких месяцев, с момента, когда были заблокированы возможности торгов на российских платформах, а также на платформах европейских банков.

Также сейчас есть возможность инвестировать на мировых рынках через профессиональных участников рынка ценных бумаг ОАЭ. Я думаю, количество зарубежных платформ будет расти в ближайшие месяцы.

— Ваш основной продукт — разработка и реализация инвестиционной стратегии?

— Не совсем так. Наш основной продукт — составление индивидуального инвестиционного плана. Инвестор формулирует свои инвестиционные цели, проходит риск-профилирование, после чего составляем график инвестирования средств (или получения ренты). Только на завершающем этапе происходит подбор конкретных инвестиционных стратегий и инструментов, которые включаются в клиентский портфель.

Такая бизнес-модель гораздо более эффективна для нас, так как делает наше сотрудничество с клиентом мало зависимым от текущей рыночной конъюнктуры. Мы просто выполняем план и вместе движемся к цели.

Прогрессивные компании (такие, как «БКС» и «Тинькофф») постепенно понимают, что такой формат для них выгоден. Им не нужно нанимать управляющих и всю команду управления, нести затраты на них. Успешных команд управляющих в России не так много, а хорошие часто меняют место работы. Поэтому такой вариант коллаборации брокера и независимого советника будет набирать популярность.

Брокерам интересно предлагать клиенту тот продукт, которого нет у крупных банков. Причем банк может продавать только свой продукт, а бро-

кер — и свой продукт, и продукт от внешнего управляющего, при этом нет конфликта интересов.

Автоследование — очень технологичный продукт, благодаря чему он получил сильный импульс к развитию именно в 2020 году, в период пандемии.

В силу всех перечисленных причин стратегии автоследования являются хорошим дополнением к классическим инвестиционным инструментам. В последние месяцы клиенты четко осознали разницу между ПИФах акций (которые синхронно рухнули вместе

В последние месяцы клиенты четко осознали разницу между ПИФах акций (которые синхронно рухнули вместе с рынками) и стратегиями автоследования, многие из которых достойно держат удар и продолжают генерировать прибыль клиентам.

с рынками) и стратегиями автоследования, многие из которых достойно держат удар и продолжают генерировать прибыль.

— У вас есть другие продукты: инвестконсультирование, счета за рубежом, инвестиции в недвижимость и так далее. Что с ними?

— Все продукты, имеющие валютную составляющую, оказались в той же ситуации, что рынок в целом. Что касается продуктов, базой которых являются российские облигации с расчетами в рублях, то там все взлетело. Людей, что называется, пронесло.

Мы почти не продавали структурные ноты, так как считали их крайне рискованным продуктом. В сегменте евро-облигаций ситуация, как у всех: у кого бумаги в НРД, тот в порядке. К тому же ни один крупный российский эмитент не отказался от купонных выплат. А если бумаги в Euroclear, то тут наши возможности ограничены.

Инвестиции в недвижимость также просели, но, на наш взгляд, рынок REIT остается очень привлекательным и доступен к инвестированию через зарубежные юрисдикции.

Еще раз: многое решает степень диверсификации. Сегмент российских облигаций практически восстановился; акции пока в процессе восстановления. Поэтому если у человека заморожено 20–30% активов, это неприятно, но не смертельно.

Большую часть портфелей диверсификация спасла. Сейчас наша задача —

довести коэффициент ликвидности всех клиентских портфелей до 1.

— Вот вы сказали, что ни один из крупных российских эмитентов не отказался от дивидендных выплат. А «Газпром»-то?

— Это опять прозвучит странно, но в портфелях наших клиентов бумаг «Газпрома» не было. Хотя я никак не ожидал, что «Газпром» отменит дивидендные выплаты. Но я всегда считал, что рынок — самый главный аналитик. И он предполагает не только позитивные расклады. Поэтому, когда «Газпром» торговался перед объявлением дивидендов с потенциальной дивидендной доходностью 17% годовых, был достаточно очевиден риск невыплат.

Но мы продали весь объем бумаг «Газпрома» даже не по этой логике. Мы посмотрели, что долларовая капитализация «Газпрома» перед обвалом была выше, чем осенью 2021 года, когда «Газпром» был топовой

инвестицией у всех фондов развивающихся рынков. Капитализация, иными словами, улетела в космос. Когда такое происходит, надо фиксировать прибыль.

Это ровно та ситуация, когда о том, что конкретные бумаги надо покупать, Ротшильду рассказывает чистильщик обуви.

После такого забрать деньги со стола — хорошее решение.

В общем, кейс с невыплатой дивидендов «Газпромом» — не очень хорошая история для рынка. Да, у рынка короткая память, но в данном случае доверие к рынку у частных инвесторов серьезно подорвано.

— Я понимаю, что вы отвечаете только за своего инвестора, отнюдь не за общую температуру по больнице. Но все-таки — можно ли сейчас сохранить доверие инвесторов? И какие структуры (регулятор, государство, СРО, профсообщество) для этого должны предпринять конкретные меры? и какие?

Ситуация, как в известном анекдоте: мыши плачут, колются, но продолжают есть кактус. Средняя доходность по депозитам сейчас около 7%. По облигациям приличного качества максимальная ставка, наверное, десятая минус налог: итого 8%. С другой стороны, рынок акций будет восстанавливаться, хорошие эмитенты будут платить дивиденды даже в текущих условиях. Та же «Роснефть» уже заплатила, причем по максимальной границе. При этом продолжают возвращаться российские капиталы, прежде выведенные в западные и вообще мировые юрисдикции. Там было инвестировано, по подсчетам коллег, порядка 1,4 трлн долларов. А free-float российского рынка составляет примерно 100 млрд долларов. Соответственно, если на российский рынок перетечет даже 5% от суммы 1,4 трлн, то что получится? 70 млрд долларов придут, чтобы купить активы общим объемом 100 млрд.

Случится рост рынка в 2–3 раза на ровном месте, так как инвесторам нуж-





но разместить свои деньги, чтобы спасти их от инфляции.

Однако при этом возникнет эффект узкого горла, он нехорош для рынка.

Наверное, такие моменты должен разруливать регулятор. Российский регулятор не мог влиять на решения американских хедж-фондов, совершавших операции с русскими активами. Но внутри отечественного рынка у него больше возможностей. Если у россиян будет большой объем денег на покупку, то Банк России может постепенно выпускать на российский рынок нерезидентов. Потоки будут встречными, что увеличит обороты и ликвидность рынка.

Думаю, здесь нужно проводить очень гибкую политику. Сейчас с нашего рынка выпускают дружественных нерезидентов, реакция рынка на это пока нулевая. Но, при всем уважении, эти объемы инвестиций относительно невелики. Дело не в них. Основные объемы вкладывали западные инвесторы: Европа и США. Там и основные деньги, и основные decision makers по русским активам. Да, собственно, там формировались все тренды по всем развивающимся рынкам, не только по российскому. Если большой фонд покупал, то сразу и Россию, и Бразилию.

Страница того рынка, который существовал в периоде с 1997 по 2022 год,

перевернута. Началась новая глава. В ней формируются новые центры принятия решений, новые маркетмейкеры. Старый рынок разрушился, новый — в процессе становления.

Появление на нашем рынке хотя бы дружественных инвесторов создаст дополнительную ликвидность, увеличит обороты. Пока обороты очень небольшие. Заметны попытки Московской биржи оживить торговую активность. Нынешние трудности не стоит воспринимать трагически. Помню, после ареста Ходорковского казалось, что фондовому рынку пришел конец: ведь арестован владелец первоклассного эмитента, голубой

фишки. Многие думали, что после такого никто в Россию точно не будет инвестировать.

— Каков портрет вашего инвестора и как он себя вел в феврале?

— До начала 2020 года инвестором был человек, главным образом, состоятельный, продвинутый, в возрасте, имеющий недвижимость, собственный бизнес и свою стратегию. В 2020 году все поменялось, причем во всем мире: драйвером перемен стала пандемия. На рынок массово пошла молодежь. Появились reddit-сообщества, которые опрокидывали ведущие мировые хедж-фонды. Bloomberg назвало их

Если говорить о российском рынке, то после прихода массового инвестора его портрет резко поменялся. В частности, упал средний чек. Также серьезный импульс к развитию получил рынок паевых фондов. Пришло очень много непрофессиональных инвесторов с небольшими капиталами, которые поверили в то, что российский фондовый рынок повторит историю рынка американского. И эти люди не были в той же степени готовы к рискам, что инвесторы предыдущей, скажем так, волны. Но риски реализовались для всех категорий.

Могу сказать, что на американском рынке регулирование для непрофесси-

— Как вы, исходя из всего сказанного, оцениваете перспективы индустрии инвестиционных советников?

— Откровенно говоря, пока индустрия в России не полетела. Если коллега спросит меня, есть ли смысл получать статус инвестиционного советника, я не дам ему однозначного ответа. Не готов однозначно рекомендовать получать этот статус. Наверное, надо действовать в обратном порядке. Если уже есть клиенты, которые генерируют выручку определенного объема, то в этот момент можно переходить в официальный статус. А вот наоборот — сначала получать статус, а потом искать клиентов — так делать не надо. Если клиентов недостаточно, то проще уйти под крыло большого банка. Компания «Инвестлэнд» давно на рынке, поэтому у нас солидная клиентская книжка, которая позволяет нам расти дальше.

Кроме того, индустрия инвестиционных услуг будет двигаться к структурному упрощению. Текущая ситуация обнажила ситуацию, в которой многоуровневые структуры (с большим количеством отделов, департаментов и так далее) не способствуют снижению рисков потери клиентами активов, а также их эффективному управлению. □

Индустрия инвестиционных услуг будет двигаться к структурному упрощению. Текущая ситуация обнажила ситуацию, в которой многоуровневые структуры не способствуют снижению рисков потери клиентами активов, а также их эффективному управлению.

«жадными трейдерами-профанами». Считается, например, что они сыграли существенную роль в ралли акций компании Tesla, раскрутили акции умирающей компании Game Stop и так далее. У нас такие инвесторы-непрофессионалы работают через сеть Telegram.

Истории о том, как концентрация муравьев приводит к гибели крупного зверя, датируются 2020 годом. Прежде ничего похожего не было, многое изменила скорость распространения информации. Еще совсем недавно информацию вначале получали крупные участники рынка, потом игроки помельче, и лишь через несколько ступеней данные поступали к, условно, домохозяйке. Сейчас домохозяйка и Уоррен Баффет получают информацию с разницей в доли секунды. В плане скорости распространения информации рынок полностью выровнялся.

ональных инвесторов отстроено более жестко и в то же время более гибко, чем в России. Хотя, конечно, сейчас ужесточение регулирования индустрия воспринимала бы болезненно: ей надо все-таки пережить имеющиеся трудности, адаптироваться. Но, с другой стороны, все понимают, что доверие массового инвестора уже серьезно подорвано. В том числе, потому что серьезные ошибки при продажах инвестиционных продуктов совершали многие участники рынка. В том числе, крупные банки с госучастием, на которых держится индустрия. В ряде этих институтов аллокация активов была непозволительной и категорически не соответствовала риск-профилю. Если сейчас случится еще какой-то обвал (например, на СПБ бирже), то будет очень тяжело.

Очень большая группа инвесторов просто уйдет с рынка. Не хотелось бы, чтобы это случилось.


# ВДОХНОВЕНИЕ В ЦВЕТЕ!

## ПАРАДИЗ®

ПРЕПРЕСС · ДИЗАЙН · ТИПОГРАФИЯ

+7 (495) 755 24 10

info@paradiz.ru  www.paradiz.ru

 Москва, Ленинградский пр-т, дом 47, офисы 916, 920, 924  
Мос. обл., г. Краснознаменск, ул. Парковая, дом 2а



Офсетная печать



Цифровая печать



Широкоформатная  
и интерьерная печать



Послепечатные  
работы



Дополнительные  
услуги



Дизайн и допечатная  
подготовка

**Типография Парадиз** – современная типография полного цикла. Мы предлагаем своим клиентам полный перечень полиграфических услуг и являемся лидерами в этой сфере.



**РЕКЛАМНАЯ  
ПОЛИГРАФИЯ**

брошюры, каталоги,  
буклеты, газеты,  
листовки, пакеты,  
плакаты, флаеры,  
афиши, журналы,  
постеры, комплексные  
заказы



**ДЕЛОВАЯ И  
ПРИКЛАДНАЯ  
ПОЛИГРАФИЯ**

визитки, блокноты,  
ежедневники, папки,  
бланки, открытки,  
конверты, кубари,  
фотокнижки, планинги,  
гарантийные талоны,  
инструкции, годовые  
отчеты, книги



**КАЛЕНДАРНАЯ  
ПРОДУКЦИЯ**

квартальные,  
настенные, карманные,  
настольные,  
перекидные,  
календари-плакаты,  
календари-домики,  
календари-магниты,  
календарные блоки



**POS -  
МАТЕРИАЛЫ  
И УПАКОВКА**

хенгеры, шелфтокеры,  
вобблеры, коробки,  
этикетки, наклейки,  
пакеты, холдеры,  
выкраски, подставки,  
ценники, вкладыши,  
конверты



**НАРУЖНАЯ  
РЕКЛАМА**

баннеры, таблички,  
плакаты, постеры,  
мобильные стенды,  
штендеры, вывески,  
чертежи, картины,  
ростовые фигуры







---

Ольга Мещерякова

генеральный директор компании «ПЕРАМО ИНВЕСТ»

# Зарабатывает терпеливый

**НЕБОЛЬШАЯ КОМПАНИЯ АДАПТИРУЕТСЯ К ИЗМЕНЕНИЯМ И БЫСТРЕЕ, И БОЛЕЕ ГИБКО. А РЕЗУЛЬТАТ ЗАВИСИТ ОТ КОМАНДЫ**

Генеральный директор компании «ПЕРАМО ИНВЕСТ» Ольга Мещерякова рассказывает Ирине Слюсаревой о преимуществах спокойного клиента и долгосрочных инвестиций. А также объясняет, каким целям могут служить закрытые фонды и почему реклама нужна не всем и не всегда.

Фотографии Павел Перов

---

— Ольга, как развивалась компания «ПЕРАМО ИНВЕСТ» и как вы могли бы оценить ее нынешнее состояние?

— «ПЕРАМО ИНВЕСТ» — бутиковая компания, ориентированная на определенный тип клиента и предлагающая ему определенный продукт.

Мы нацелены на достаточно спокойного и довольно крупного клиента. Вход в «ПЕРАМО ИНВЕСТ» начинается с уровня инвестиций 3 млн рублей, причем эту планку, скорее всего, будем повышать. Наш клиент — это, главным образом, либо менеджер среднего/высшего звена, либо предприниматель, который расширил свой бизнес настолько, что имеет возможность направлять часть средств в инвестиции. Или, как вариант, просто устал от бизнеса и поэтому хотел бы найти финансового консультанта, который поможет ему зарабатывать нечто вроде ренты.

Именно такой человек в состоянии понять, что громкое имя не всегда гарантирует успех (в нашем случае — его личных инвестиций), что небольшая компания адаптируется к изменениям и быстрее, и более гибко, а результат зависит от команды.

Мы — адаптивные. За 12 лет компания прошла не один кризис. В ситуациях, когда во многих УК люди теряли, у нас они или зарабатывали, или, как минимум, оставались при своём. Именно поэтому мы стабильно входим в сотню старожилов рынка, занимая при этом в рейтинге позиции рядом с ведущими игроками.

Последние несколько лет мы вложили немало сил в автоматизацию внутренних процессов. Наша компания одной из первых среди управляющих компаний (уже в 2017 году) перешла на удаленную идентификацию и электронный документооборот





с клиентами. В связи с этим даже обязательная самоизоляция в 2020 году не стала для нас проблемой.

Конкуренции мы не боимся, так как знаем базовую вещь: важно не только вовремя войти в рынок, но и вовремя выйти. Когда конкретно будем входить/выходить, не говорим никому никогда (*смеется*), но идеями готовы поделиться: и с клиентами, и с коллегами.

**Клиенты приходят к нам только по рекомендации, но предварительно человек может зайти на наш сайт, посмотреть, как мы анализировали рыночную ситуацию в прошлом и насколько точно эти прогнозы сбывались.**

У нас очень качественная экспертиза. В широкую рекламу мы никогда не выходили и выходить не планируем, потому что, как уже говорила, ориентированы на другого клиента, не ритейлового. Клиенты приходят к нам только по рекомендации, но предварительно человек может зайти на наш сайт, посмотреть, как мы анализировали рыночную ситуацию в прошлом и насколько точно эти прогнозы сбывались. Спойлер: они сбывались с высокой точностью.

— Какова ваша география?

— В Москве у нас находится управляющий персонал: трейдеры, маркетологи, контролеры, глава бэк-офиса, остальные сотрудники — в Казани. Изначально был создан филиал, сейчас ситуативно сделали его представительством, чтобы сэкономить на операционных расходах.

Почему Казань? Я училась в Казани, знаю город и людей в нем. Татарстан — очень богатый регион, он прекрасно развивается, благосостояние его жителей постоянно растет, поэтому покидать его полностью не планируем. Со многими регионами мы работаем удаленно. Прорабатывали варианты открытия филиалов в других городах-миллионниках в кооперации с одним из известных российских брокеров, но пока эту

историю приостановили, по очевидным причинам.

Сейчас, когда вся отрасль переживает непростые времена, мы переориентировали стратегии на внутренний рынок и продолжаем поиск альтернативных решений. По-прежнему считая, что на текущий момент фондовый рынок был и остается одной из основных платформ для сохранения и преумножения ка-

питала. А развитие российского рынка ценных бумаг возможно. Базовым может быть вариант Ирана, хотя и не во всех аспектах. И по экономике Ирана четко видно, что одним из вариантов успешного зарабатывания неизбежно будет фондовый рынок. Может быть, это вообще одна из немногих возможных историй роста на ближайшие лет пять. Иранский фондовый рынок даже в условиях санкций рос очень хорошо, а ведь российская экономика и существенно крупнее, и сильнее интегрирована в мировую.

Прочие сегменты отечественной экономики, думаю, будут менее адаптивны.

— Какие сценарии тут возможны?

— Безусловно, сейчас все реалии быстро меняются. Но в любом варианте для того, чтобы начинать входить в рынок, следует дождаться трех событий: окончания СВО, начала переговоров и окончательного ухода с российского рынка нерезидентов. Последние данные МосБиржи говорят о том, что 40% фондового рынка составляет ритейл. Это too much, такая структура инвестиций создает огромную волатильность. Для нормального функционирования рынка необходимо увеличивать долю крупных игроков, как вариант, за счет инвесторов из Азии.

Но, повторяюсь, в рынок следует вкладываться, когда произойдут три выше обозначенных события. В этот момент будет понятно уже очень многое.

— Что можно сказать о вашем продуктовом предложении?

— Основной упор мы делаем на доверительное управление. Так было с самого начала.

Но также у нас есть два паевых фонда. Первый — ИПИФ «КОНСЕРВАТОРия» — это своего рода тест-драйв. Если клиент еще не готов прийти в ДУ, то может купить паи. Порог входа небольшой (от 50 тысяч рублей), однако позволяет инвестору полноценно оценить нашу работу. Стратегия управления сочетает вложения в инструменты долгового рынка и в акции устойчивых российских компаний. Мы предлагаем паи этого фонда инвесторам, для которых комфортнее доверять управляющему значимые суммы, лишь предварительно обкатав стратегию на минимальных объемах. Доходность с 2015 года — 9,23 % в год.

Второй фонд, комбинированный ЗПИФ «ПЕРАМО-Индустрия» — это проектный продукт для квалифицированных инвесторов. Это закрытая история уже существующего производственного бизнеса, инструмент для решения широкого круга бизнес-задач, для их структурирования. За шесть полных лет существования фонда доходность его превысила 300% и в пересчете составляет более 50% годовых.

Фонды такого рода очень интересны при реализации строительных схем. Они привлекательны для тех, кто побаивается акций и почти всегда инвестирует в недвижимость. Сегмент фондов недвижимости — это своего рода переход между недвижимостью и рынком ценных бумаг. У компании «Арсатера», помню, был лозунг: покупая наши паи, вы покупаете квадратные метры. Иными словами, фонд недвижимости — это аналог недвижимости как таковой. Для многих клиентов такая идея понятна и приемлема.

Но глобально мы не видим своего клиента, массово идущего в фонды, поэтому не занимаемся популяризацией этих продуктов.

В целом «ПЕРАМО ИНВЕСТ», как уже сказано, всегда делала упор на ДУ. И, как я уже отмечала, нам нужен спокойный клиент: капитал, который он инвестирует в ценные бумаги, должен быть для него не последним. Подушка безопасности

**У инвесторов однозначно должна быть возможность диверсификации. Мы тоже ищем пути диверсификации в продукте. На мой взгляд, Банку России имело бы смысл скорее думать о том, как защитить инвестора. Но не запрещать.**

нашего клиента позволяет ему спокойно переждать, пересидеть все моменты. На рынке бывают разные ситуации, но, как показывает жизнь, терпеливым рынок обязательно дает возможность заработать.

— Ваш клиент понимает, что делает?

— Часто да, но многим хочется расширить свое понимание рынка. Если такое желание возникает, мы обязательно идем навстречу. Углубляемся практически на профессиональный уровень: чтобы и нам, и клиенту было проще. Вплоть до того, что проводим мини-экскурсы в механизм заключения сделок, даем азы работы через торговый терминал, чтобы клиент наглядно понимал, как все происходит. Это почти всегда упрощает дальнейшую коммуникацию.

Как правило, наша продуктовая линейка идет за потребностями клиента. Мы как небольшая компания можем работать гибко, отслеживать конкурентов и делать продукты, исходя из пожеланий клиентов. От долларовых продуктов, правда, пришлось отказаться. Сейчас предлагаем только рублевые стратегии, хотя у клиентов интерес к долларовым продуктам не угасает.

— Сейчас мнение рынка относительно валютных инструментов заметно отличается от мнения регулятора. НАУФОР в этой ситуации на стороне рынка.

— У инвесторов однозначно должна быть возможность диверсификации. Мы тоже ищем пути диверсификации в продукте. На мой взгляд, Банку России имело бы смысл скорее думать о том, как защитить инвестора. Но не запрещать.

Конечно, рынку нужно сосредоточиться на мощной системе оповещения о рисках. Инвестор должен понимать, что он берет на себя риски осознанно и добровольно, а в случае реализации этих рисков никто с ним их не разделит. Все потери рискующего инвестора в плохой ситуации на нем и останутся. Инвестору надо это объяснять снова и снова. Но не запрещать.

Рынок, на котором реализованы чрезмерные запреты, сильно упрощается.

Дисклеймер — достаточная мера

— Каким для вас стало 24 февраля?

— 22 февраля было предпраздничным рабочим днем. Мы, как многие другие профучастники, накануне выходных имели небольшие позиции в бумагах, именно небольшие. При этом срочный рынок 23 февраля работал. Наши управляющие захеджировали портфели производными инструментами на Индекс МосБиржи и доллар США. Интуиция ли это была? Или как назвать такой механизм? Но он сработал.

— Обладеть!

— Даже письму управляющего об этом решении сохранилось.

А потом — наступило утро 24 февраля.

Инвестиции клиентов в результате хеджирования практически не пострадали. А кое-кто даже заработал: в зависимости от момента входа. Кроме того, до 1 марта мы успели выйти из всех иностранных ценных бумаг, поэтому потери клиентов, обусловленные всевозможными ограничениями и блокировками, оказались минимальными. Доля заблокированных бумаг (это депозитарные расписки на акции российских эмитентов) не превышала 1% активов, на сегодня все они успешно расконвертированы.

Такова цена интуиции и реального опыта.

Хотя, конечно, клиенты сильно нервничали. Были и такие, кто совсем ушел.

Следует подчеркнуть, что, когда мы вводили продукты в долларах, то всегда обговаривали, что и берем доллары, и возвращаем доллары. Мы никогда не были готовы брать на компанию риски колебаний валютного курса. Естественно, эти ограничения действовали и в феврале. Поэтому рискованные бумаги мы успели распродать, а средства вывели. Но было нервно!

— Каковы ближайшие планы?

— Сразу после 24 февраля произошли тектонические изменения. В сложившейся ситуации строить долгосрочные планы физически невозможно. Мы, как и другие бизнесы, перешли на краткосрочное планирование в формате «short run». Исходя из новых реалий, наша задача — грамотно лавировать между нововведениями, ограничениями, блокировками... и продолжать быть опорой для клиентов.

Наши цели на 2022 год не изменились — поиск лучших инвестиционных возможностей для наших клиентов. В плане инвестиций мы — патриоты фондового рынка и призываем инвесторов вкладываться в акции российских компаний. На сегодняшний день это практически единственный безальтернативный вариант сохранения активов и приумножения капитала.





Из-за сложностей с покупкой зарубежных бумаг и высокими сопряженными рисками мы рекомендуем сконцентрироваться на внутреннем финансовом рынке.

Кроме того, мы отмечаем, что рынок сегодня сильно изменился, стал чрезмерно зависим от политических решений. Прежние стратегии и сигналы сегодня уже не работают, поэтому следует принимать инвестиционные решения с максимальной осторожностью.

Несомненно, изменения на финансовом рынке заметны невооруженным взглядом: круг инструментов для инвестирования сократился, снизилась ликвидность фондовой секции, стало

меньше вариантов для страновой диверсификации, возрос фактор неопределенности... В связи с этим, часть наших клиентов взяли паузу в инвестировании — в основном это те, кто вкладывался в валютные стратегии (риски которых сейчас слишком высоки), либо те, кому срочно понадобились ликвидные средства для решения иных финансовых вопросов.

Но, несмотря на определенные коррективы, мы с оптимизмом смотрим в будущее. Основной пул наших рублевых клиентов сохранился и продолжает работать с нами. На текущий момент наша компания ведет работу по получению рейтинга надежности, что долж-

но повысить интерес и доверие новых клиентов.

Идеи, безусловно, есть. Если инвестировать долгосрочно от 5 до 10 лет, то интересен Сбербанк. Если говорить о вложениях на 1–2 года, то это Роснефть, Лукойл, Газпромнефть — агрессивно. Полус Золото — консервативно, Алроса — агрессивно. Фосагро и Русагро — консервативно, Акрон — агрессивно. FixPrice — агрессивно. Из экзотики — Сегежа. Следует помнить, что покупать стоит только после расконвертации АДР и ГДР в акции.

Хотя, как уже сказано, для начала активного инвестирования надо дождаться реализации трех названных принци-



пциально важных событий. Нельзя исключать возможность и медленного сползания рынка вниз, и резкого падения. Неясно, что будет с американским рынком и глобальной экономикой.

Может реализоваться и другая история: падения цен на сырье (по крайней мере, катастрофического падения) не случится. Но может произойти другая неприятность: рост сырьевых активов, потому что есть структурный дефицит энергоресурсов. Мы сейчас видим, что цена нефти не опускается. А уж цена на газ!

Еще раз: мы не исключаем возможность, что российский рынок еще раз уйдет на те уровни, на которых находился в момент начала СВО. Поэтому если инве-

стировать, то частями, да и эта рекомендация ориентирована лишь на агрессивных инвесторов. А лучше все же дождаться определенности, когда наш рынок будет ориентироваться больше на мировые рынки, а не на политические события, когда его движения будут более рыночными.

Для тех, кто уже вошел в рынок, рекомендация — сидеть и ждать. Смысла продавать бумаги сейчас не вижу: правильный момент угадать невозможно. На рынке ценных бумаг мы все торгуем вероятностями. В том числе, невероятными (смеется).

— Какие меры поддержки вам нужны?

— Банк России после начала СВО, на мой взгляд, действовал продуманно и

точно. Исключили возможность арбитража. В общем, аплодисменты. Но теперь мне хотелось бы увидеть со стороны регулятора послабления для небольших компаний.

Даже с учетом реализуемой Банком России и НАУФОР концепции пропорционального регулирования и рискориентированного надзора, мы четко ощущаем чрезмерную нагрузку на компанию в области финансового мониторинга и ПОД/ФТ. Особенно в части последних требований по операционной надежности и информационной безопасности. Законодательство устанавливает единые требования абсолютно для всех участников финансового



рынка, без учета характера и масштаба их деятельности.

В моменте рынок сейчас дает инвестиционной компании все меньше возможностей заработка, а расходная часть при этом постоянно растет.

Хотелось бы, в том числе, подкрутить конкретные нормы. Например, требования к персоналу. У нас по нормам в

и у бизнеса спрашивать, чего он хочет, учитывать его рекомендации, например, через СРО.

— Как вы оцениваете перспективы российского фондового рынка в кратко- и среднесрочной перспективе?

— Если до ноября коррекции на нашем рынке не произойдет, то, скорее всего, дно мы уже видели. Закончится

натив приведут к притоку на фондовый рынок значительных свободных средств.

Что касается новых направлений инвестирования, то растет интерес к азиатским активам. И если к китайским и гонконгским акциям инвесторы пока только присматриваются, то торги тем же юанем стремительно набирают обороты. Тем не менее, пока сложно ожидать, что это направление полностью заменит западные инвестиционные инструменты.

И да, мы патриоты отечественного фондового рынка и видим перспективы. Для долгосрочного инвестора цены на российском рынке кажутся очень привлекательными, и потенциал роста гораздо выше, чем падения. Вопрос лишь в том, когда начнется этот подъем. Рынок должен найти новое равновесное состояние. Определиться в плане ориентиров по валюте и выбрать направление. Пока лихорадит очень сильно. □

**Мы патриоты отечественного фондового рынка и видим перспективы. Для долгосрочного инвестора цены на российском рынке кажутся очень привлекательными, и потенциал роста гораздо выше, чем падения. Вопрос лишь в том, когда начнется этот подъем.**

штате должно быть два(!) сотрудника, занимающихся ПОД/ФТ. А у нас весь штат не превышает 20 человек. Конкретно для нашей компании это нецелесообразно. По-моему, в инвестиционной компании большинство сотрудников должно заниматься целевой деятельностью, то есть, повышением доходности клиентских инвестиций. А нормы навязывают нам увеличение количества тех сотрудников, которые дохода не приносят. При этом зарплата финансистов не может падать ниже определенной планки.

Поэтому хотелось бы видеть еще более ранжированные требования к персоналу. Ранжированные в зависимости от размера бизнеса компании. Возможно, следует не просто разрешить аутсорсинг обеспечения информационной безопасности, но также выставить определенные рамки для оплаты деятельности этого рода. Скорее всего, здесь нужен потолок, устанавливаемый, в том числе, пропорционально количеству клиентов компании.

Предположу, что возможности регулятора здесь достаточно велики, в том числе, в плане согласования требований с ведомствами-партнерами. Желательно

СВО, начнутся переговоры, уйдут нерезиденты и рынок придет к равновесию.

Если оценивать по Индексу Мосбиржи, то российский рынок уже несколько месяцев торгуется в широком боковике с диапазоном 2000–2500 пунктов. Объемы торгов на фондовой секции упали в среднем в 5 раз относительно 2021 года, и без притока капитала нам будет сложнее наблюдать тренды в голубых фишках. Это и обуславливает болтание в боковике. Так что наиболее вероятной мне кажется реализация широкого бокового тренда.

Приток капитала — это основной фактор роста фондового рынка в кратко- и среднесрочной перспективе. Его предпосылками могут быть девальвация нацвалюты, снижение ключевой ставки, рост доходов населения, активность нерезидентов...

Из перечисленного выше — мы имеем пока снижение ставки и ожидаем ослабления рубля к основным резервным валютам (при восстановлении импорта и снятии валютных ограничений). Кроме того, дальнейшая девальютизация и снижение банковских ставок при отсутствии иных альтер-



**Ирина Слюсарева**  
главный редактор журнала «Вестник НАУФОР»

# Корабль плывет

**РОССИЙСКАЯ СИСТЕМА СТРАХОВАНИЯ ВКЛАДОВ СТОИТ НА ПОРОГЕ 20-ЛЕТИЯ. ЗА ЭТО ВРЕМЯ ОНА ПОДТВЕРДИЛА СВОЮ ЭФФЕКТИВНОСТЬ, ПРОЙДЯ ЧЕРЕЗ РЯД КРИЗИСОВ**

Финансовый кризис приходит тихо, на мягких лапах. Разве что заливает красным цветом биржевые терминалы да больше людей начинает следить за новостями. Но если сравнить последствия, то любой шторм — ерунда. Финансовый кризис куда страшнее, ведь из-за него рушатся десятки и сотни тысяч жизненных планов.

Длинные очереди российских граждан, повсеместно выстроившиеся в начале марта 2022 года к банкоматам, говорили наблюдателю, что в отечественной финансовой системе реализуется серьезная опасность. И да, санкции, вводимые Западом в отношении российского финансового рынка, были рассчитаны именно на серьезные последствия. Курс доллара к рублю взлетал, разрывались договоры, пачками закрывались счета. Московская биржа остановила торги. Но постепенно катастрофа стала сопровождаться нарастающим ощущением, что управление не потеряно. Что корабль пройдет через шторм, сохранив прежние возможности, потому что толково оснащен. Что создана целая система защиты от катастроф разного рода. Кстати, один из

элементов этой противоштормовой оснастки уже совсем скоро будет отмечать 20-летний юбилей.

Этот важный защитный элемент — система страхования банковских вкладов российских граждан.

\*.\*.\*

Российская система страхования вкладов появилась в соответствии с Федеральным законом № 177 «О страховании вкладов в банках Российской Федерации» от 23 декабря 2003 года. Для реализации целей закона была создана российская государственная корпорация: Агентство по страхованию вкладов. Агентство должно было осуществлять выплаты страхового возмещения вкладчикам банков, в отношении которых наступил страховой случай. В настоящий момент круг задач АСВ существенно расширился. Но тогда, в начале 90-х,

начиналось все с базовой функции: возможности обеспечить людям сохранность их сбережений.

Эта цель была принципиально новой и появилась потому, что в начале 90-х в стране возникла новая экономика, принципиально отличная от советской. В СССР заниматься страхованием вкладов населения в сберегательных кассах не было нужды, они формально гарантировались государством. Если сберкасса оказалась не в состоянии исполнить свои обязательства перед вкладчиками, то их выполнил бы гарант — государство. Но с деньгами советской сберкассы не могло случиться ничего ужасного: так была устроена прежняя система.

Но после распада СССР ее сменила другая система. Теперь с деньгами, лежащими в банке, могло случиться много чего, в том числе, непоправимо плохого. И не только могло случиться, но и случалось: 90-е годы стали временем расцвета многочисленных финансовых пирамид и связанных с ними громких скандалов. Скандалов было много, очень много, но суть их была одна: частные лица вкладывали свои деньги в коммерческую финансовую структуру, через некоторое время структура исчезала — и деньги вместе с ней.

Потерпевшие создавали много электрального шума, неприятного для избирательной власти. Но это бы еще ладно. Куда больше напрягало, что, потеряв в банке деньги, человек переставал доверять бан-

ковской системе. А, утратив доверие, деньги хранил уже не в банке, а, например, под личным матрасом. В этой ситуации ребром вставал вопрос об источнике инвестиций — главный вопрос любой власти.

И вот, 27 марта 1993 года Верховный совет РФ принял Постановление «О компенсации и восстановлении сбережений граждан Российской Федерации». А на следующий день Президент РФ подписал указ № 409 «О защите сбережений граждан Российской Федерации».

Этот документ декларировал правильную цель: создание Федерального фонда страхования активов банковских учреждений, призванного сохранить сбережения граждан и повысить их доверие к банковским учреждениям страны.

Здесь стоит отметить два момента.

Во-первых, эффективность работы подобной системы к тому моменту была уже доказана.

Во-вторых, подписание указа отнюдь не гарантировало, что система будет создана. Гарантировать создание защитной структуры мог только закон. Указ — это ведь просто документ. Бумага/файл, но не работающая машина.

\*.\*

Что такая машина может хорошо работать доказала практика.

Первая в мире государственная система страхования банковских депозитов, Федеральная корпорация страхования

депозитов (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) была создана в США. FDIC стала родоначальницей всех подобного рода систем. Она создала и легитимизировала новую финансовую реальность, в которой человек, доверивший свои деньги банку, гарантированно получал поддержку и финансовую компенсацию, даже если сам банк погибал.

Как многие другие вещи, связанные с безопасностью, система страхования стала ответом на реализованную опасность. Жизнь показала, что дешевле выкупить отдельные риски отдельных банков, чем допустить тотальный крах банковской системы.

А в начале 1930-х американская банковская система была именно на грани краха.

В последние месяцы 1930 года в США обанкротилось сразу 600 банков. Первой жертвой стали сельские банки, и без того хронически проблемные. Потом последовал куда более серьезный удар: 11 декабря 1930 года двери нью-йоркского офиса закрыл банк «Bank of United States»; там держали вклады около 400 000 человек. Совокупно стореило около 286 миллионов долларов частных денег. Финансовые потери к тому же сопровождались тяжелым психологическим эффектом. Многие полагали, что банк с таким названием является официальным правительственным учреждением. И вот — даже его Федеральная резервная система не спасла. После падения

«Bank of United States» количество «лопающихся» банков стало исчисляться тысячами. В банковские офисы устремились толпы вкладчиков: забирать свои кровные. Банки, теряющие критические объемы ликвидности, кинулись искать кредиты, продавать свои портфели ценных бумаг и недвижимость. Мгновенный выброс большого объема активов снижал цены, ликвидности становилось все меньше... закрутилась классическая спираль. И банки стали рушиться один за другим. Зимой 1932–1933 годов ситуация обострилась до крайне опасного уровня.

К началу марта банковская система страны фактически перестала работать.

При этом на 4 марта 1933 года была назначена инаугурация нового президента.

Так что первым вызовом для Рузвельта стало прекращение паники вкладчиков и вывод страны из банковского кризиса. На экстренно созванном заседании конгресса 9 марта 1933 года был вынесен так называемый Чрезвычайный банковский закон. Он возлагал ответственность за возобновление деятельности банков на Министерство финансов США. Под нажимом Рузвельта закон в тот же день был принят обеими палатами конгресса. А через три дня президент подписал «Закон о банках», в котором предусматривалось создание общенациональной системы страхования депозитов.

Вот так и была законодательно учреждена в Америке Федеральная корпорация по страхованию.

В том же законе определялся ее статус и функции. В систему вошло 90% всех коммерческих банков и 36% всех банков взаимных сбережений. Заработала система страхования с 1 января 1934 года. Первоначальный капитал FDIC подлежал формированию за счет средств министерства финансов США и двенадцати федеральных резервных банков. Министерство финансов вносило 150 млн долларов, а каждый из федеральных резервных банков выкупал доли участия в капитале FDIC на сумму, равную половине его прибыли, накопленной по состоянию на 1 января 1933 года. Управление FDIC поручалось совету

директоров, состоящему из трех членов. По должности в него входил контролер денежного обращения, а два других члена назначались президентом США (сроком на шесть лет, по рекомендации и с согласия сената). Банки, принятые в систему, должны были внести в фонд страхования депозитов вступительный взнос в размере 0,5% от объема страхуемых депозитов. Членство в системе было обязательным для всех банков — членов Федеральной резервной системы, получивших соответствующую лицензию. Другие банки должны были войти в систему после подтверждения состоятельности и по результатам проверки.

Американская модель страхования вкладов является обязательной для всех кредитно-финансовых организаций, действующих на территории США в соответствии с законом Гласса — Стигалла.

Сама Федеральная корпорация по страхованию депозитов живет на деньги, которые выплачивают в фонд страхования застрахованные банки. Выплаты пострадавшим вкладчикам производят из специального фонда, который частично состоит из государственных средств и пополняется ежегодными отчислениями банков. Порядок страхования, выплат, участников и размеры взносов устанавливает законодательство страны.

Параметры системы менялись. В 1933 году в США было установлено обязательное страхование депозитов на сумму до 2 500 долларов, через год (с 1 июля 1934 года) эта сумма была увеличена до 5 000. Иными словами, страховое возмещение выплачивалось вкладчикам, потерявшим в застрахованном банке деньги, исходя из потолка в 5 тысяч долларов (потери, превышавшие этот потолок, компенсации не подлежали). После целого ряда повышений уровня страхового возмещения, с 2008 года и по настоящее время страхуются вклады до 250 000 долларов. При этом индексация лимита должна осуществляться каждые 5 лет. Сумма страхового возмещения учитывается в отдельности для каждого банка, в котором вкладчик разместил свои сбережения. Не подлежат обязательному

страхованию: акции, облигации и другие ценные бумаги; активы фондов взаимных инвестиций (в российской реальности паи ПИФ); деньги в банковских ячейках.

Страхование финансируется за счет премий, которые взимаются с финансовых учреждений и каждого застрахованного счета. Размер страхования составляет не более 250 тысяч долларов США. Также существует второй способ, при котором FDIC реорганизирует банк. Обычно это сводится к поглощению банка-банкрота другим банком с полным принятием всех обязательств поглощенного банка. Преимущество этого способа заключается в том, что если в первом способе депозиты свыше 100 тысяч долларов теряют около 10 %, то в случае поглощения обязательства по депозитам выполняются в полном размере.

После создания система страхования депозитов в США долгое время работала довольно стабильно. В период с 1934 по 1941 год произошло 370 страховых случаев, то есть в среднем разорвалось примерно 50 банков в год (в основном, мелких). Как результат, к концу 1941 года отношение фонда к сумме застрахованных депозитов составило 1,96%, что является абсолютным рекордом за всю историю Корпорации.

За годы второй мировой войны банковская система США значительно окрепла: ее активы выросли в два раза, количество разоряющихся банков снизилось. В послевоенные годы тенденция роста и стабильности продолжилась. Это повлекло за собой ряд изменений. Во-первых, накопленный в фонде 1 млрд долларов был признан достаточным, и Конгресс США потребовал вернуть государству его вложения в капитал FDIC. К концу 1948 года Корпорация полностью возвратила министерству финансов внесенные им 150 млн долларов, а также выкупила у федеральных резервных банков все доли их участия в капитале FDIC (на 139 млн долларов). Во-вторых, начиная с 1950 года, последовательно снижался уровень ставки взносов, уплачиваемых банками в фонд страхования депозитов. В 1950 году эффективная ставка снизилась до 0,037% и оставалась на низ-

ком уровне до 1980 года. В 1980 году впервые был законодательно установлен интервал, в пределах которого должен находиться фонд страхования депозитов (1,1–1,4 % от объема застрахованных депозитов).

Период стабильности был долгим: вплоть до 1970 года происходило не более 10 страховых случаев в год. Потом количество банковских дефолтов (по ряду причин) существенно возросло: с 1982 по 1991 год разорилось 1400 банков. Размер фонда страхования депозитов на конец 1991 года стал отрицательным (минус 7 млрд долларов). В 1991 году ставки взносов банков пришлось резко увеличить, причем дважды — вначале до 0,195%, затем до 0,23%.

В декабре 1991 года Конгресс США принял закон «О совершенствовании деятельности Федеральной корпорации по страхованию депозитов» (Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act — FDICIA), призванный обеспечить восстановление фонда страхования депозитов, а также укрепить системы банковского надзора и урегулирования несостоятельности банков. FDIC было поручено ввести систему дифференцированных взносов банков. Такая система была введена в действие с 1 января 1993 года. Она предусматривала отнесение каждого банка к одной из девяти групп риска, исходя из показателей достаточности капитала и надзорного рейтинга. Для каждой группы устанавливалась своя ставка взноса в пределах от 0,23% до 0,31% от объема застрахованных депозитов в банке. Эти ставки должны были действовать до достижения каждым из фондов уровня в 1,25% от совокупного объема застрахованных депозитов (соответственно, в банках и ссудо-сберегательных ассоциациях). Перед FDIC также была поставлена задача утвердить план рекапитализации фонда страхования депозитов в банках за 15 лет. Закон потребовал, чтобы органы банковского регулирования США внедрили систему мер надзорного реагирования, предполагающую последовательное ужесточение мер воздействия на банки по мере сокращения уровня достаточности их капитала. Впервые FDIC было предоставлено право

самой закрывать банки (до этого такое право имел только банковский регулятор, выдавший банку лицензию). Было установлено, что FDIC должна применять метод урегулирования несостоятельности банка, являющийся наименее затратным для фонда страхования депозитов (до этого мог выбираться любой метод менее затратный, чем выплата возмещения). В результате в 1993 году дефицит фонда страхования депозитов удалось преодолеть. За этим событием последовал ряд снижений ставок банковских взносов. С января 1996 года ставки были еще раз снижены: минимальная — до нуля, максимальная — до 0,27%.

После 1992 года положение в американской системе страхования депозитов вновь стабилизировалось, и даже кризис 2008 не дал непоправимых сбоев.

Но осознание того, что американская система защиты банков/вкладчиков работает, сформировалось в мире значительно раньше. По факту закон Гласса-Стиголла стал основой формирования не только американской банковской системы, он существенно повлиял на формирование банковского законодательства целого ряда стран. И американская модель страхования депозитов была воспроизведена в большом количестве стран мира.

В частности, по этому пути пошла Россия. Но пошла не сразу. На старте возникла заминка. И получилась довольно долгая.

Указ № 409 «О защите сбережений граждан Российской Федерации» (по сути, декларацию о намерениях) Президент РФ подписал в марте 1993 года. А Федеральный закон (не указ!) № 177 «О страховании вкладов в банках Российской Федерации» был подписан 23 декабря 2003 года

Между ними прошло десять лет, да.

\*.\*\*

Возникает вопрос, на что же ушли 10 лет, если ССВ была так нужна и полезна? Ответом могла быть захватывающая история, дающая серьезную фору любому детективу, но пока она не написана. Хотя написать ее было бы очень важно, по понятным причинам.

Самый короткий ответ такой. Десять лет (от указа до закона) ушли на то, чтобы найти консенсус между основными группами игроков. Одной такой группой были российские крупные банки; второй — российские мелкие и средние банки; отдельным игроком (очень важным) являлся Сбербанк; активную игру на поле вела команда российских «дочек» западных банков.

А кто играл за конечного потребителя, за тех самых вкладчиков, интересами которых клялись все? Не приходится сомневаться, что были и такие. Ведь в результате появился и закон о страховании вкладов, и аппарат, обеспечивавший реализацию положений этого закона. Появилась государственная корпорация АСВ, Агентство по страхованию вкладов.

Как уже сказано, по многим параметрам российская система страхования вкладов похожа на американскую. Не будем описывать все ее параметры, ограничимся констатацией основного.

За истекшие 20 лет российская система страхования вкладов довольно внятно подтвердила свою эффективность, пройдя через ряд мировых финансовых кризисов, пандемию, а также период геополитической нестабильности и санкционного давления. За весь период работы ССВ за возмещением к ней обратилось 4 миллиона 360 тысяч вкладчиков. Причем за счет страховых выплат полностью вернули свои средства 96% вкладчиков. Были купированы последствия даже самых масштабных банкротств: Татфондбанка, Банка «Югра».

Пятилетняя стратегия развития АСВ (принята на период до 2025 года) предусматривает изрядное количество будущих достижений. Ну что тут сказать. Если корабль плывет, то это подтверждает простой факт: об его противоаварийной оснастке своевременно позаботились. □



# Инфраструктура против империи

**НРД подал иск к Евросоюзу: ЗАМОРОЖЕННЫЕ ЕВРОПЕЙЦАМИ АКТИВЫ УЩЕМИЛИ ФИНАНСОВЫЕ ИНТЕРЕСЫ ПРИМЕРНО 5 МЛН РОССИЙСКИХ ГРАЖДАН**

В конце сентября ряд российских СМИ опубликовал новость, касающуюся течения процесса «НРД против ЕС». Дело это важное и знаковое; но публичной информации о нем почти нет. И вот появились сообщения о том, что в Официальном журнале Европейского Союза опубликованы выдержки из иска НРД. Публикация, насколько можно судить, является частью процедуры рассмотрения дела. Иными словами, процесс пошел. Хотя не сказать, что быстро.

Интересы НРД представляет бельгийское представительство международной юридической фирмы Dentons.

С иском об отмене санкций НРД обратился в Суд ЕС 12 августа, а под санкции Евросоюза попал 3 июня, в рамках шестого пакета антироссийских ограничений. Блокирующие санкции означают, что все активы, находящиеся в собственности, во владении или под контролем НРД, подлежат заморозке. НРД вёл учёт всех иностранных ценных бумаг, приобретённых на Московской бирже, и части ценных бумаг, приобретён-

ных на СПБ Бирже. По оценкам Банка России, в целом заморозка коснулась активов, владельцами которых является около 5 миллионов российских граждан.

Следует заметить, что, по сути, санкции практически лишь легитимизировали ограничения, уже наложенные на работу НРД со стороны международных депозитариев (бельгийского Euroclear и люксембургского Clearstream). Как отмечает сам НРД, европейские депозитарии перестали осуществлять операции в стандартном режиме, начиная с 28 февраля 2022 года.

То есть, сначала европейские депозитарии заморозили активы российских инвесторов. И лишь в июне эти ограничения были оформлены санкциями. То есть, получили юридические обоснования.

Что явилось причиной наложения санкций? ЕС утверждает, что НРД играет ключевую роль в функционировании российской финансовой системы и ее связях с международной системой, поэтому он «прямо или косвенно включен в деятельность, политику и ресурсы российского правительства». ЕС

также отмечал, что НРД почти полностью принадлежит Мосбирже, в связи с этим является юридическим лицом или органом, «материально или финансово поддерживающим правительство РФ».

НРД, со своей стороны, выдвигает против позиции Евросоюза четыре довода: 1) Совет ЕС должным образом не обосновал необходимость принятия ограничительных мер; 2) имеет место ошибка в оценке фактических обстоятельств; 3) имеет место непропорциональность применённых мер, выразившаяся в нарушении статей 16 «свобода предпринимательской деятельности» и 17 «уважение права собственности» Хартии ЕС об основных правах; 4) Совет ЕС не смог соблюсти необходимый стандарт доказывания. Следовательно, санкции незаконны. Про нарушение прав частных инвесторов в иске не говорится; поскольку оспариваемые решения ЕС затрагивают права, обязанности и законные интересы именно НРД.

Юристы «Nektorov, Saveliev & Partners» отмечают, что, согласно практике Суда ЕС, бремя доказывания правомерности введения санкций лежит на ответчике, то есть, на Совете ЕС. Совет ЕС при этом обладает широчайшими возможностями в отношении критериев включения в санкционный список. Главное, чтобы при таком включении достигались цели ЕС, провозглашённые в соответствующих нормативно-правовых актах о санкциях в отношении определённой страны или тематики. Чтобы убедить суд отменить оспариваемые акты, успешный истец (в нашем случае, НРД) должен перевести на процессуального ответчика (в нашем случае, ЕС) бремя доказывания двух моментов.

■ Во-первых, что личность истца и его фактическая ситуация попадают под критерии из первичного Регламента ЕС № 269/2014 о санкциях против России из-за ситуации на Украине; и это подтверждается материалами досье, собранного Советом ЕС в отношении конкретного заявителя. Во-вторых, что, принимая ограничительные меры, Совет полно и добросовестно изложил причины и предпосылки введения санкций.

Все другие аргументы, будь то стоимость заблокированных акций (6 триллионов рублей), высокая социальная значимость результата или нарушение принципа стабильности делового оборота на финансовом рынке — являются дополнительными и, скорее всего, не возымеют эффекта на суд. Имеющаяся практика в отношении российских юридических и физических лиц негативна.

Поэтому юристы «Nektorov, Saveliev & Partners» оценивают шансы НРД быть исключённым из санкционного списка как «довольно низкие», отмечая при этом, что «иск еще раз обнажает проблему огромного количества пострадавших простых людей, никак не связанных со специальной военной операцией или российским правительством».

Алексей Карпенко, старший партнер компании Forward Legal, тоже оценивает шансы НРД добиться отмены ограничений как невысокие. НРД, как объясняет г-н Карпенко, был включен в санкционный пакет по причине того (а точнее, за то), что играет крайне важную роль в инфраструктуре российского финансового рынка. А ведь это так и есть. Хотя

формулировка, мягко говоря, парадоксальная: получается, что виной российского инфраструктурного института является само его существование.

Характерно, что Сергей Швецов, глава Набсовета Московской биржи (в структуру которой входит НРД), заявляя о планах судиться с ЕС, мотивировал это тем, что Евросоюз заблокировал активы, которые не принадлежат НРД. Совершенно очевидно, что депозитарий в принципе выполняет функции исключительно учетного института. И, разумеется, НРД не является ни собственником, ни номинальным владельцем замороженных в Европе ценных бумаг. Но, судя по комментариям профессионалов, эта логика работать не будет.

Похоже на то, что юристам, защищающим интересы НРД, придется в основном налегать на формальные зацепки, «крючкотворствовать».

Кстати сказать, по тому же поводу (заморозка активов) судиться с европейской инфраструктурой начали частные российские инвесторы: они предъявили депозитарию Euroclear иск на 500 млн долларов. Главный довод россиян заключается в том, что Евроклир ограничил доступ к средствам россиян еще в марте, за несколько месяцев до введения официальных санкций. То есть, по сути, без юридических оснований. Скорее всего, Евроклир поступил таким образом из соображений заботы о безопасности собственных операций (комплаенс). Но не факт, что подобные действия являются юридически безупречными. Хотя, конечно, пословица «закон что дышло» придумана не просто так. □

# Точка притяжения эрудитов — Чебоксары

ЛАУРЕАТАМ СТУДЕНЧЕСКОГО КОНКУРСА «ЗНАТОКИ ФОНДОВОГО РЫНКА», ПРОХОДИВШЕГО СРЕДИ ЧУВАШСКИХ ВУЗОВ, ВРУЧИЛИ ДИПЛОМЫ И ПРИЗЫ

16 сентября в стенах Чувашского государственного университета имени И. Н. Ульянова состоялось торжественное награждение победителей конкурса «Знатоки фондового рынка». Конкурс проводится среди студентов высших учебных заведений Чувашии второй год подряд. Его организуют основные российские саморегулируемые организации, работающие в сегменте финансов — НАУФОР, НФА и Ассоциация банков России, а поддерживает Комитет Государственной думы по финансовому рынку. Собственно, руководителем Комитета Анатолием Аксаковым была предложена и сама идея такого конкурса, и место его проведения.

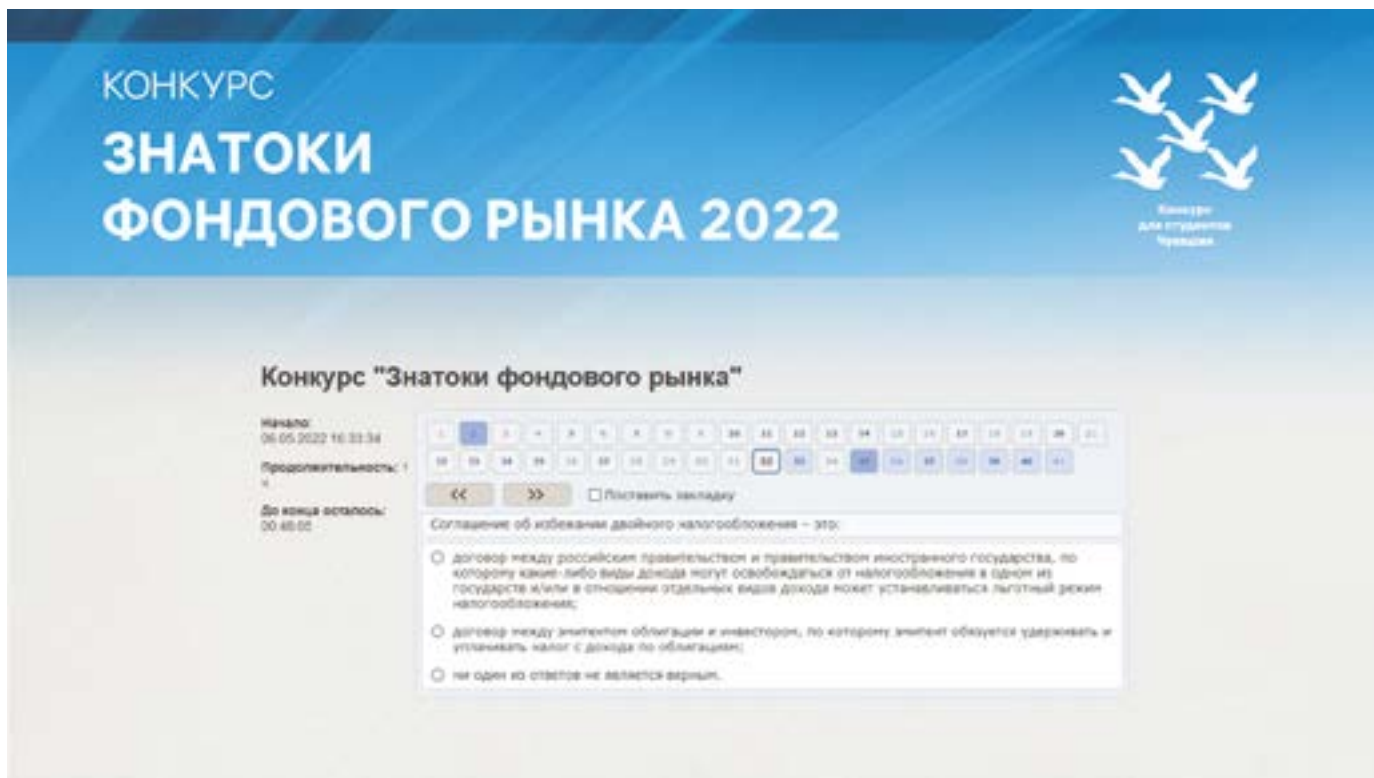
Выступая перед собравшимися в зале, А. Аксаков говорил о том, что новому, вступающему в жизнь поколению, предстоит взять на себя выполнение серьезных государственных задач. А для этого нужны

не только фундаментальные знания, но и финансовая грамотность.

Для участия в конкурсе в текущем году зарегистрировались студенты из пяти вузов республики: Чувашского государственного университета имени И. Н. Ульянова; Чувашского государственного педагогического университета имени И. Я. Яковлева; Чувашского государственного аграрного университета; Чебоксарского кооперативного института и Чебоксарского филиала Московского политехнического университета.

Что касается самого конкурса, то он состоит из двух частей. В первой части юношество проходит дистанционное тестирование на предмет знакомства со сложными финансовыми инструментами. Во второй части — пишет эссе.

Главных целей у мероприятия две. Во-первых, повышение финансовой грамотности молодежи



Чувашии. Студентам полезно приобрести знания и компетенции, которые позволят им совершать операции на фондовом рынке. Фондовый рынок должен стать популярным у молодежи. Во-вторых, следовало протестировать сами вопросы. Дело в том, что вопросы тестовых заданий, предложенные участникам в рамках первого этапа студенческого конкурса, основывались на вопросах, предлагаемых неквалифицированным инвесторам.

Как известно, перед приобретением сложных финансовых инструментов неквалинвесторы обязаны проходить определенное тестирование. Требование о прохождении ими такого тестирования было введено на российском фондовом

рынке с 1 октября 2021 года. Вопросы тестирования базируются на тестовых вопросах, определенных Базовым стандартом защиты прав и интересов инвесторов для брокеров.

Вопросы для студентов, стремящихся повысить уровень своей финансовой эрудиции, не повторяли точь-в-точь вопросы, на которые следует отвечать людям, собирающимся оперировать реальными активами на реальном рынке. Но между двумя этими комплектами заданий имеется много сходства — конечно же, не случайно. Поступая таким образом, организаторы хотели отработать методологию тестирования, через которое должны проходить инвесторы. Поскольку ме-

ханизмом допуска неквалифицированных инвесторов к фондовому рынку является тестирование, то специалистам нужно оценить эффективность разрабатываемой процедуры. А чувашские студенты, по факту, получили возможность попробовать свои силы в прохождении одной из готовящихся версий тестирования.

Технически первый этап конкурса, онлайн-тестирование, проводился на платформе НАУФОР.

В 2022 году вопросов тестирования стало больше, а сами они усложнились. Следовало, наверное, ожидать, что усложнившееся испытание даст результаты более слабые, сравнительно с прошлогодними. Но — парадокс! — по

факту итоги тестирования оказались выше прошлогодних.

Возможны разные объяснения, но куда важнее сам факт. Фондовая квалификация студентов Чувашии повышается.

В 2021 году из 206 студентов, подавших заявки на тестирование, смогли его завершить 144, а из допущенных ко второму этапу положительный результат получили всего 27 студентов. В 2022 году зарегистрировались и авторизовались для участия в тесте 289 студентов, в тестировании приняли участие 139 человек (из них 9 тест не завершили). Оргкомитет конкурса определил, что прохождение на второй этап конкурса возможно, начиная с уровня 50 баллов. Нужное количество баллов для допуска к участию во втором этапе конкурса набрали 33 студента. Они прошли во второй тур, но четверо из них не прислали эссе.

Таким образом, во втором этапе участвовали 29 студентов, они писали эссе. Участникам было предложено 11 тем, связанных с работой фондовых рынков, механизмами выпуска и обращения ценных бумаг, характеристиками различных финансовых инструментов.

По итогам конкурса победителями в текущем году стали:

I место — Татьяна Григорьева (ЧГУ им. И. Н. Ульянова);

II место — Татьяна Петрова (Чебоксарский кооперативный институт), Сергей Козлов (Чувашский аграрный институт);

III место — Екатерина Андреева (Чебоксарский кооперативный институт), Мария Петрова (ЧГУ им. И. Н. Ульянова);

IV место — Ангелина Петрова (Чебоксарский кооперативный институт), Валерия Алендеева (ЧГУ им. И. Н. Ульянова).

Почетные грамоты жюри были вручены Карине Трофимовой и Надежде Шиловой (ЧГУ им. И. Н. Ульянова).



Председатель Комитета Госдумы по финансовому рынку Анатолий Аксаков, обращаясь к студентам на церемонии награждения, сказал:

«Вашему поколению предстоит взвалить на свои плечи заботу о Чувашской Республике, о России. Чтобы достойно выполнить эту миссию, вам необходимо здоровье и образование, причем и фундаментальные знания, и финансовая грамотность. Умение эффективно распределять свои ресурсы поможет вам чувствовать себя уверенно в жизни. Если этот навык вам по плечу, можно быть уверенным в будущем Чувашии и России».







**Александр Абрамов**, член Совета директоров НАУФОР, заведующий лабораторией анализа институтов и финансовых рынков РАНХиГС:

«Серьезной проблемой практически всех работ оказался высокий процент заимствованных текстов из интернет-сайтов. Но были и работы с приемлемым уровнем оригинальности. Для дипломных работ и ВКР студентов минимальный уровень оригинальности текста должен составлять 85%. Возможно, это связано с непривычностью формата конкурса. Тем не менее, именно такой опыт полезен, так как позволяет расширить интеллектуальный диапазон, посмотреть на тему с иного угла, поменять подход к изучению материала, шире охватить ту область, которую они изучают».



**Александр Трегуб**, начальник Аналитического управления НАУФОР:

«Второй конкурс оказался более серьезным и можно сказать, более продвинутым, чем первый. Может быть потому, что некоторые студенты приняли участие повторно, может быть, повысилась заинтересованность, но уверенно можно констатировать, что участники стали шире смотреть на актуальные проблемы фондового рынка. Стало больше интересных работ. Хотя, конечно, дистанция между академическим подходом к пониманию фондового рынка и практическими знаниями в области инвестиций, ориентацией в нормативной базе и регулировании, осознании особенностей его инфраструктуры рынка — пока присутствует».



**Наталья Головлева**, начальник управления методологии регулирования на финансовом рынке СРО НФА:

«По условиям конкурса в этом году сроки подготовки эссе были сокращены, и работы пришли очень разного уровня. В первую очередь мы оценивали количество источников и степень их проработки. Проблема оригинальности текстов имеет место, однако были и работы, которые демонстрировали серьезное отношение к проблематике и высокую степень проработки».

Мне лично очень понравилась, например, работа Татьяны Петровой, как пример грамотного и хорошо структурированного изложения, сформированной позиции по видам инвестирования, представленного развернутого и обоснованного вывода».

По сравнению с прошлым годом, как мне кажется, подход ребят к подготовке работ стал ответственным, у них начал формироваться определенный эталон представления своих знаний в области финансового рынка, более приближенный к практической плоскости».

Проведение конкурсов — интересный опыт взаимодействия с молодой аудиторией, наиболее чувствительной к современным изменениям, в том числе в области цифровых технологий, широко внедряемых на финансовом рынке. В частности, работы второго этапа конкурса в форме эссе позволяют участникам не только показать степень владения материалом, но и выразить свои мысли по выбранной теме. Это дает нам возможность оперативно получить обратную связь от будущих инвесторов, а, возможно, специалистов финансового рынка, что важно для дальнейшей нормотворческой работы. Считаю целесообразным продолжить проведение таких конкурсов».

#### Состав ЖЮРИ 2022

1. Абрамов Александр Евгеньевич, член Совета директоров НАУФОР, заведующий лабораторией анализа институтов и финансовых рынков РАНХиГС;
2. Арифов Александр Александрович, заместитель директора департамента банковского развития Ассоциации банков России;
3. Головлева Наталья Николаевна, начальник управления методологии регулирования на финансовом рынке СРО НФА;
4. Заблоцкий Василий Васильевич, президент СРО НФА;
5. Крылов Вячеслав Владимирович, руководитель экспертной группы Управления финансовой грамотности службы по защите прав потребителей и обеспечению доступности финансовых услуг;
6. Салтанова Светлана Павловна, руководитель Аппарата комитета Государственной Думы по финансовому рынку;
7. Самохина Елена Александровна, заместитель директора департамента банковского развития Ассоциации банков России;
8. Смирнов Игорь Николаевич, заместитель министра финансов Чувашской республики;
9. Тимофеев Алексей Викторович, президент НАУФОР;
10. Трегуб Александр Яковлевич, начальник аналитического управления НАУФОР.









**Павел Седельников**  
Главный специалист управления  
коллективных инвестиций НАУФОР



**Александр Трегуб**  
Начальник аналитического  
управления НАУФОР

# Коллективное и сознательное<sup>1</sup>

**Стоимость чистых активов розничных ПИФов пережила, как минимум 30-процентное падение. Но массового выхода инвесторов не произошло**

События первого полугодия и в особенности первого квартала стали стрессом для отечественного рынка коллективных инвестиций. Тем не менее, управляющим компаниям удалось сохранить бизнес и даже улучшить ряд показателей — например, нарастить собственные средства и балансовые активы, привлечь новых пайщиков. Причем среди последних все больше квалифицированных инвесторов.

К концу прошлого года в реестре Банка России значилось 259 управляющих компаний. За шесть месяцев 2022-го этот показатель незначительно вырос — до 261.

По итогам первой половины текущего года в управляющих компаниях работало 7 тысяч человек. Ряд УК, крупнейших по количеству сотрудников, начал сокращать штат. Несмотря на это, в целом по рынку прирост относительно начала года составил 5,3%. Количество сотрудников, непосредственно вовлеченных в осуществление деятельности УК, увеличилось на 4,2%.

Группирование УК по количеству работников не претерпело особых изменений: около 70% компаний по-прежнему относятся к категориям малых

и сверхмалых (штат от 3 до 20 человек), причем сверхмалых (от 3 до 10 человек) — 40%.

Собственные средства управляющих компаний стали на 38,1% больше, чем в начале 2022 года: 67,5 млрд руб. Максимальная величина собственных средств одной УК составила 8,4 млрд рублей (12,5% суммарной капитализации), в начале года — 9,9 млрд руб. (20,4%). Медианное значение выросло на 5,4%, до 39,7 млн рублей.

Управляющие компании продолжают развивать сервисы удаленной идентификации и взаимодействия с клиентами через личный кабинет. Тем не менее, количество УК, имеющих возможность проводить удаленную идентификацию, осталось на уровне прошлого года: немногим более 30.

Услуги удаленного взаимодействия с клиентами по-прежнему сконцентрированы в крайне узком кругу игроков рынка. Так, на лидирующую компанию, организовавшую выдачу инвестиционных паев ПИФ через личный кабинет, пришлось 98% от общего числа клиентов, воспользовавшихся такими возможностями. А на первые три УК, предоставившие клиентам возможность заключать договоры доверительно-го управления через личный кабинет, пришлось порядка 88% всех договоров, заключенных в удаленном режиме.

Сумма денежных средств, поступивших в оплату инвестиционных паев через личные кабинеты, за первое полугодие сократилась сразу в семь раз и составила около 6 млрд рублей (за аналогичный период прошлого года поступило 42 млрд рублей, за весь 2021 год — 94 млрд руб.). Столь резкое снижение объясняется чрезвычайно высокой концентрацией управляющих компаний по объему «дистанционно» привлекаемых клиентских средств. В прошлом году тройка лидирующих по этому показателю УК получила 90% всех средств, переданных в оплату паев в удаленном режиме, и эти же компании минувшей весной оказались в числе наиболее пострадавших от вынужденной приостановки деятельности фондов.

Рассмотрим финансовые продукты, предлагаемые управляющими компаниями.

### Паевые инвестиционные фонды

В конце июня насчитывалось 2056<sup>2</sup> ПИФ, это плюс 4,6% к началу года. В 2019-2021 годах активно запускались биржевые фонды, однако в 2022-м их число меняется едва заметно. Вместе с тем стабильно увеличивается количество фондов закрытого типа.

Большинство ПИФов предназначено для квалифицированных инвесторов: 71% от общего числа, с начала января этот показатель вырос на 0,9 процентного пункта.

В связи с экстраординарными обстоятельствами, сложившимися на российском финансовом рынке в феврале-марте, ряд управляющих компаний прекратил расчет стоимости чистых активов (СЧА), приостановилось биржевое обращение инвестиционных паев, оказались заблокированными иностранные активы фондов. Согласно нашим подсчетам, к концу полугодия операции с паями осуществлялись лишь в 60% ОПИФ и БПИФ. Поэтому данные об СЧА носят оценочный характер и не вполне сопоставимы с показателями предыдущих периодов.

Стоимость чистых активов ПИФов по результатам шести месяцев составила 6,7 трлн рублей, 84% этой суммы относится к фондам для квалифицированных инвесторов. Доля закрытых фондов в суммарной СЧА является доминирующей — 89%, для открытых она гораздо меньше — 8%. На интервальные и биржевые фонды в совокупности приходится около 3%. Для сравнения: по итогам 2021 года СЧА ПИФов выросла на 41% и достигла 7,1 трлн рублей.

Доля управляющих компаний, вовлеченных в деятельность по управлению активами открытых фондов<sup>3</sup>, составила 20%. Количество ОПИФ, находящихся под управлением одной УК, изменяется от 1 до 21 при медианном значении в 4 фонда. Одним-единственным фондом управляют 18 УК (35%). С начала года эти показатели почти не изменились.

Возможны несколько вариантов оценки суммарной стоимости чистых активов ОПИФ на конец второго квартала. По формально раскрываемой управляющими компаниями информации она составила 656 млрд рублей. Банк России дает этот показатель без учета заблокированных активов и фондов, приостановивших расчет СЧА, в сумме 536 млрд рублей. В начале января мы оценивали СЧА открытых ПИФ в 921 млрд рублей.

Количество владельцев инвестиционных паев ОПИФ<sup>4</sup> по итогам шести

месяцев 2022 года выросло на 3,7% и достигло 1,9 млн. Практически все они (99%), как и ранее, физические лица – резиденты.

Интервальными фондами, паи которых не ограничены в обороте (ИПИФ НК), управляют 8 УК (в начале года 7). Стоимость чистых активов ИПИФ НК снизилась с 7,6 млрд рублей до 5,4 млрд. Максимальная СЧА таких фондов под управлением одной УК составила 2,6 млрд рублей, или 48% от суммарного объема.

Число владельцев инвестиционных паев ИПИФ НК<sup>5</sup> за отчетный период сократилось на 0,7%, до 27,8 тысяч. Значимое количество пайщиков, когда счет идет на тысячи, зафиксировано всего в двух фондах. Абсолютное большинство (99%) инвесторов — физические лица – резиденты.

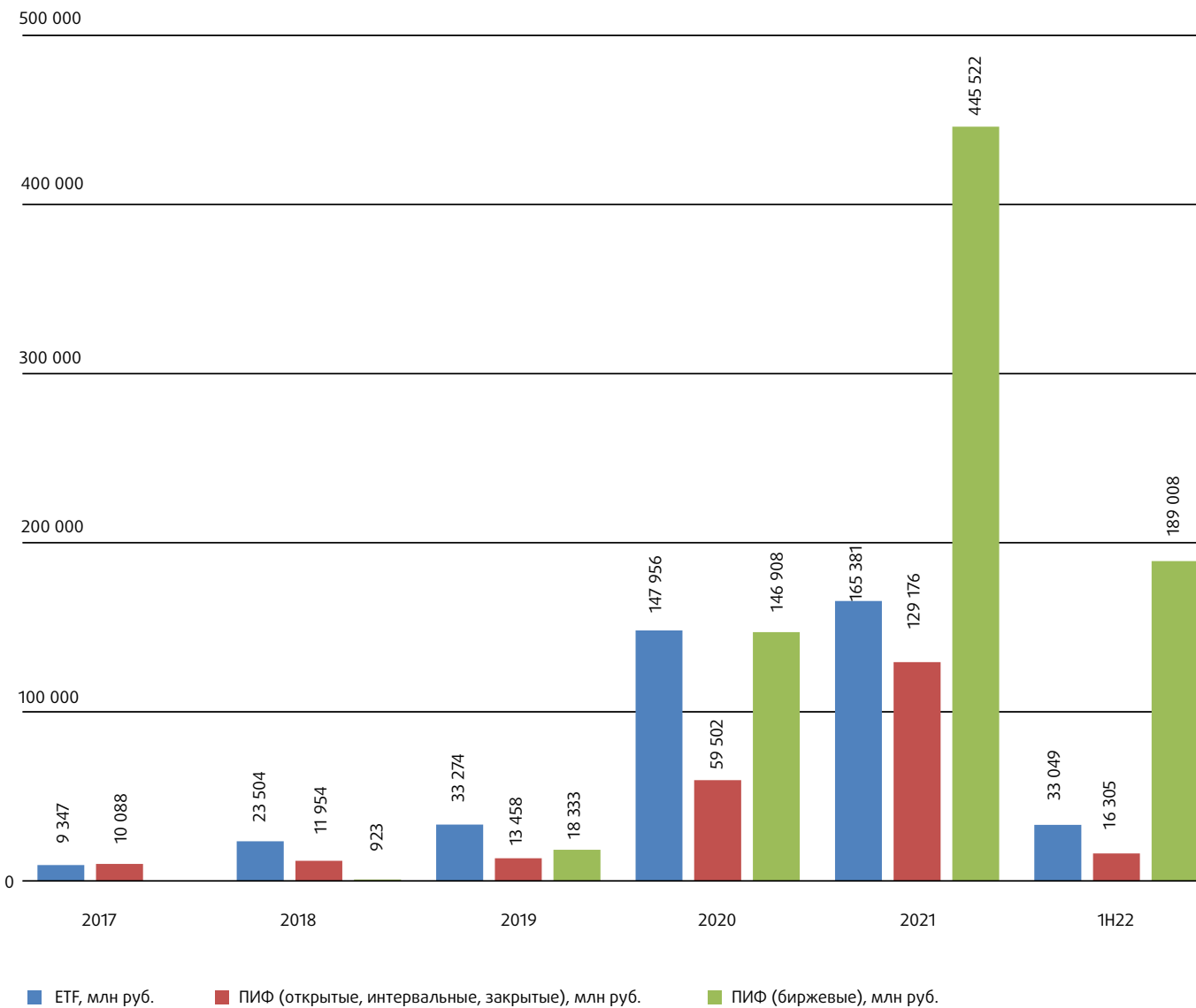
Существенно больше компаний занимается таким направлением бизнеса, как управление интервальными фондами для квалифицированных инвесторов (ИПИФ К). Мы насчитали 15 таких УК (в начале года их было 10). Как правило, на каждую приходится от 1 до 4 фондов; выделяется лишь одна управляющая компания, в орбите которой сразу 17 ИПИФ К.

Суммарную стоимость чистых активов ИПИФ К мы оцениваем в 41 млрд рублей против 90 млрд шестью месяцами ранее.

По данным НАУФОР, и без того скромное число пайщиков ИПИФ К с начала года снизилось на 6,8%, до 6,4 тысяч (подавляющее большинство – физлица-резиденты). В трех УК таких клиентов свыше 500, в одной — больше 1 000, в остальных — единичные инвесторы.

Наиболее популярный продукт УК — закрытые паевые фонды. Так, в деятельности по управлению активами ЗПИФ НК вовлечено 70 компаний (27% от общего числа), в начале года их было 71. Количество фондов, находящихся под управлением одной УК, изменяется

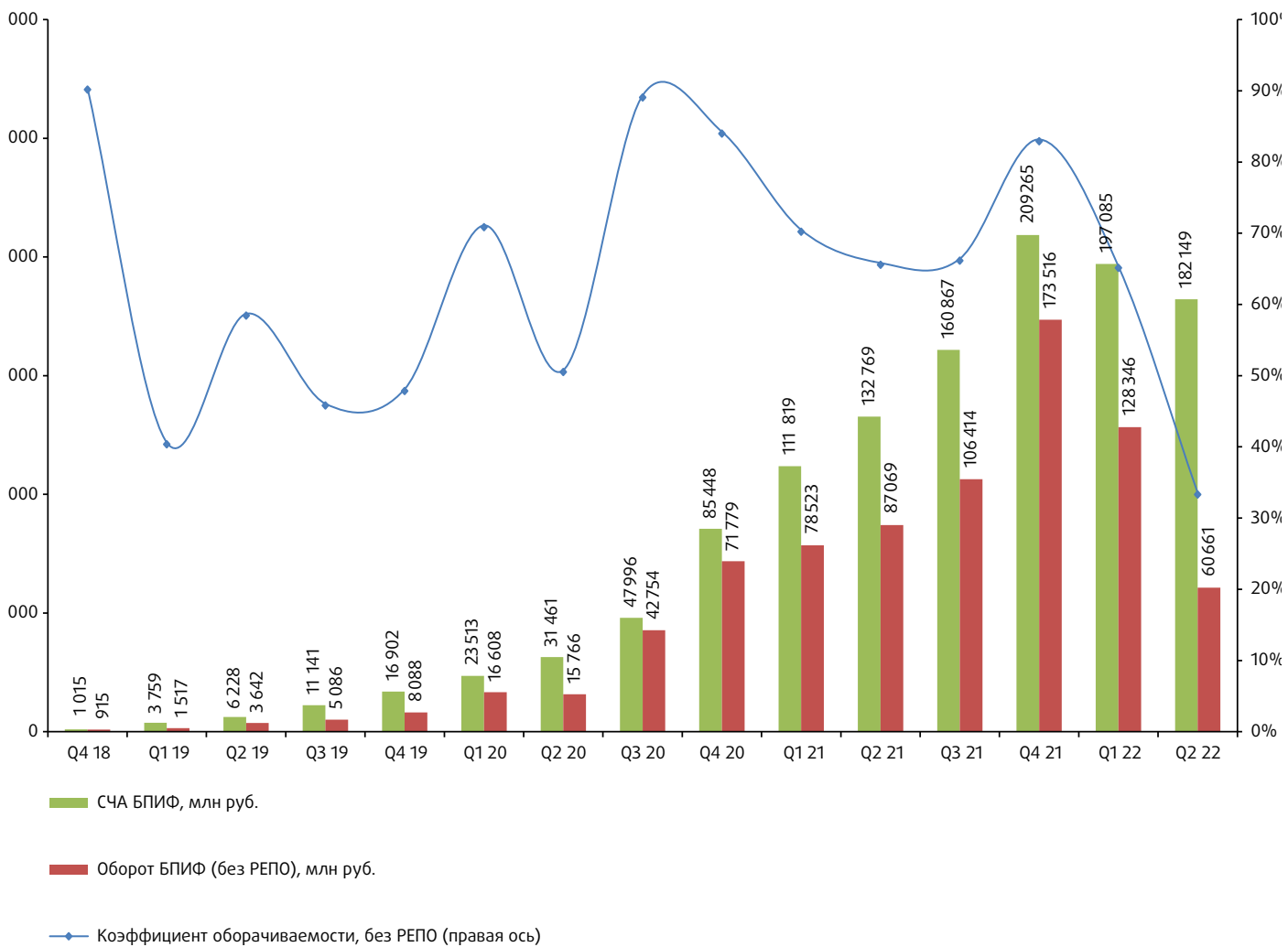
Рис. 1. Объем биржевых сделок с инвестиционными паями (без сделок РЕПО)



Источник: группа Московская биржа.



Рис. 2. Объем сделок с БПИФ



Источник: группа Московская биржа, Банк России.

в пределах от 1 до 16, среднее значение — 2.

Совокупная стоимость чистых активов ЗПИФ НК за шесть месяцев текущего года снизилась на 3%, до 405 млрд рублей (результат 2021-го — 418 млрд). На 3% упало и количество пащиков (96,2 тысяч). При этом практически половина из них сконцентрирована в одной управляющей компании. В целом же для таких фондов большое число инвесторов не характерно: медианное значение равняется 4. Владельцами паев ЗПИФ НК в 98% случаев являются физические лица — резиденты.

Активами ЗПИФ К управляет 209 компаний (80% от общего числа), в начале года 203. На отдельно взятую УК приходится от 1 до 62 фондов, средний показатель — 3. Суммарная СЧА к концу первого полугодия, по данным из разных источников, достигла 5,6 трлн руб. Ранее мы оценивали ее в 5,5 трлн.

Примечательно, что количество владельцев паев ЗПИФ К выросло на 80% и теперь составляет около 31 тысяч (свыше 75% из них физические лица — резиденты). Уже стало трендом, что реестры ЗПИФ К активно пополняются: по итогам всего 2021 года прирост числа пащиков таких фондов составил 150%, годом ранее 39%. Одной из главных причин, по всей видимости, стали планы Банка России в скором будущем ужесточить критерии, по которым инвестор может получить статус квалифицированного.

Как и в сегменте ЗПИФ НК, без малого половина владельцев паев является клиентами одной и той же управляющей компании. В основной своей массе ЗПИФ К не могут похвастаться длинным списком пащиков: медианное значение составляет около 5 владельцев паев на фонд.

По данным ПАО «Московская биржа», к концу июня на ее площадке торговались паи 60 открытых, интервальных и закрытых ПИФ, 12 из которых ориентированы на квалифицированных инве-

сторов, бумаги двух фондов находятся в котировальном списке первого уровня. Для сравнения: в начале года речь шла о 65 фондах. Общий объем сделок (здесь и далее — без учета сделок РЕПО) за шесть месяцев составил 16,3 млрд рублей (отличия в оборотах между первым и вторым кварталам незначительны), что на 80,6% меньше, чем за аналогичный период 2021 года. В этой сумме на закрытые фонды приходится 65,1%, а на фонды для квалифицированных инвесторов — 21,4%.

Интенсивный рост БПИФ, который мы отмечали в предыдущие периоды, прекратился. В июне сделки совершались с паями 77 фондов из 121 фонда, допущенного к обращению. Среди всех биржевых ПИФ у 55 валютой расчетов является доллар США, у шести — евро. В управление БПИФ вовлечены 18 УК (в начале года 17).

Согласно формально раскрываемой информации, суммарная стоимость чистых активов БПИФ на 30 июня составила 182 млрд рублей. Банк России оценивает этот показатель без учета заблокированных активов и фондов, приостановивших расчет СЧА, в сумме 125 млрд рублей. В начале года, по нашим данным, он равнялся 212 млрд рублей.

Полугодовой биржевой оборот составляет 189 млрд рублей, по большей части он пришелся на первые два месяца. Тем не менее, за счет мощной динамики этот оборот оказался на 14,1% больше, чем за аналогичный период прошлого года. В предыдущие периоды мы отмечали кратные темпы роста объемов сделок с БПИФ.

Количество владельцев паев БПИФ оценивается по итогам июня в 5,87 млн (рост на 4% к началу года). При этом 73% пащиков биржевых фондов являются клиентами одной и той же управляющей компании.

Максимальный объем биржевых сделок за шесть месяцев 2022 года, зафиксированный с паями одного БПИФ, составил 46,6 млрд руб., или 24,6% от

суммарного оборота. Вместе со следующим по ликвидности биржевым фондом они покрывают 47,7% совокупного оборота. Максимальный общий объем биржевых сделок с паями БПИФ под управлением одной УК составил 85,3 млрд руб., 45,2% от суммарного оборота. Вкупе со следующими двумя управляющими компаниями они обеспечили 89,1% оборота БПИФ.

Обращает на себя внимание активное использование БПИФ в сделках РЕПО, вплоть до 90% от общего объема сделок по отдельным фондам и свыше 70% — по отдельным УК.

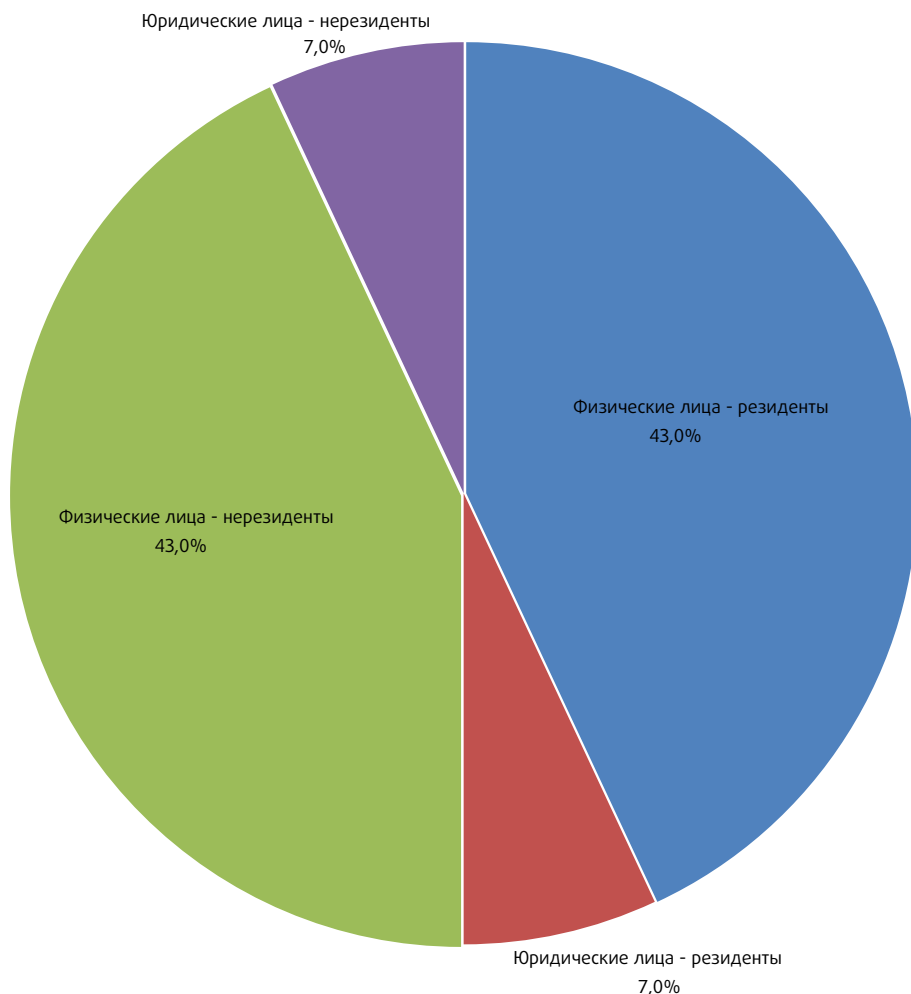
Иностранные инвестфонды в начале года были представлены на российском биржевом рынке 25-ю ETF под управлением трех УК. По известным причинам сделки с их бумагами прекратились в конце февраля — начале марта. Полугодовой оборот упал до 33,0 млрд рублей; это на 61,6% меньше, чем за аналогичный период 2021 года.

## Продукты доверительного управления

Услугу по индивидуальному доверительному управлению (ДУ) средствами клиентов в первом полугодии оказывали 57 управляющих компаний; это 95% от числа УК, имеющих соответствующую лицензию. Объем средств в доверительном управлении за шесть месяцев упал на 22% и составил 1,1 трлн рублей. Отгалкиваясь от раскрытой Банком России общей суммы в ДУ профессиональных участников рынка ценных бумаг (1,46 трлн рублей), можно заключить, что на управляющие компании приходится 77% объема этого рынка услуг (практически без изменений относительно начала года).

Максимальный объем средств в доверительном управлении одной УК — 346 млрд рублей (в начале года 491 млрд), медианное значение по всем компаниям выросло на 63% и достигло 1,7 млрд руб. Рынок ДУ в части объемов средств относится к высококонцентрированным

Рис. 3. СТРУКТУРА БИРЖЕВОГО ОБОРОТА ПИФ 1Н2 2



Источник: группа Московская биржа, расчеты НАУФОР.

неконкурентным рынкам: на первую по объему управляющую компанию приходится 31% (в начале года 34%), на первые три компании — 65% (в начале года 67%). За полгода показатели концентрации выросли, а лидеры сохранились.

Число клиентов доверительного управления увеличилось на 7% и оценивается в 869 тысяч при количестве договоров ДУ в 890 тысяч штук. С учетом раскрытой Банком России общей численности клиентов доверительного управления профучастников (875,5 тысяч) на управляющие компании приходится, как и в начале года, около 99% учредителей доверительного управления. Практически все они (99,9%), как и ранее, являются физическими лицами – резидентами. Максимальное количество клиентов ДУ у одной УК составляет 365 тысяч (в начале года 350 тысяч) при медианном значении, равном десяти (как и в начале года). Рынок доверительного управления в части количества клиентов также относится к высококонцентрированным неконкурентным рынкам: в первой по объему управляющей компании сконцентрировано 42% клиентов, в первых двух — около 80%. Эти показатели остались практически неизменными, лидеры прежние.

Услугу по доверительному управлению с использованием индивидуальных инвестиционных счетов (ДУ ИИС) продолжают оказывать 23 управляющие компании (38% УК, имеющих на это лицензию). Объем средств в доверительном управлении, по оценкам НАУФОР, за полгода упал на 10,3% и составил 102 млрд рублей. Если принять во внимание раскрытую Банком России сумму средств на счетах ДУ ИИС (103,4 млрд рублей), на управляющие компании приходится, как и в начале года, около 99% этой суммы.

Количество ИИС, открытых в УК, уменьшилось на 4,3%, до 488 тысяч. С учетом данных Банка России о количестве ИИС по итогам июня 2022 года (491 тысяч в ДУ) управляющие компании

обеспечили, как и в январе, около 99% от количества ИИС в ДУ.

Рынок ДУ ИИС практически монополизирован. На одну УК приходится 55% ИИС (ранее 58%), открытых в управляющих компаниях, и 57% средств, находящихся на этих счетах (предыдущий показатель 63%).

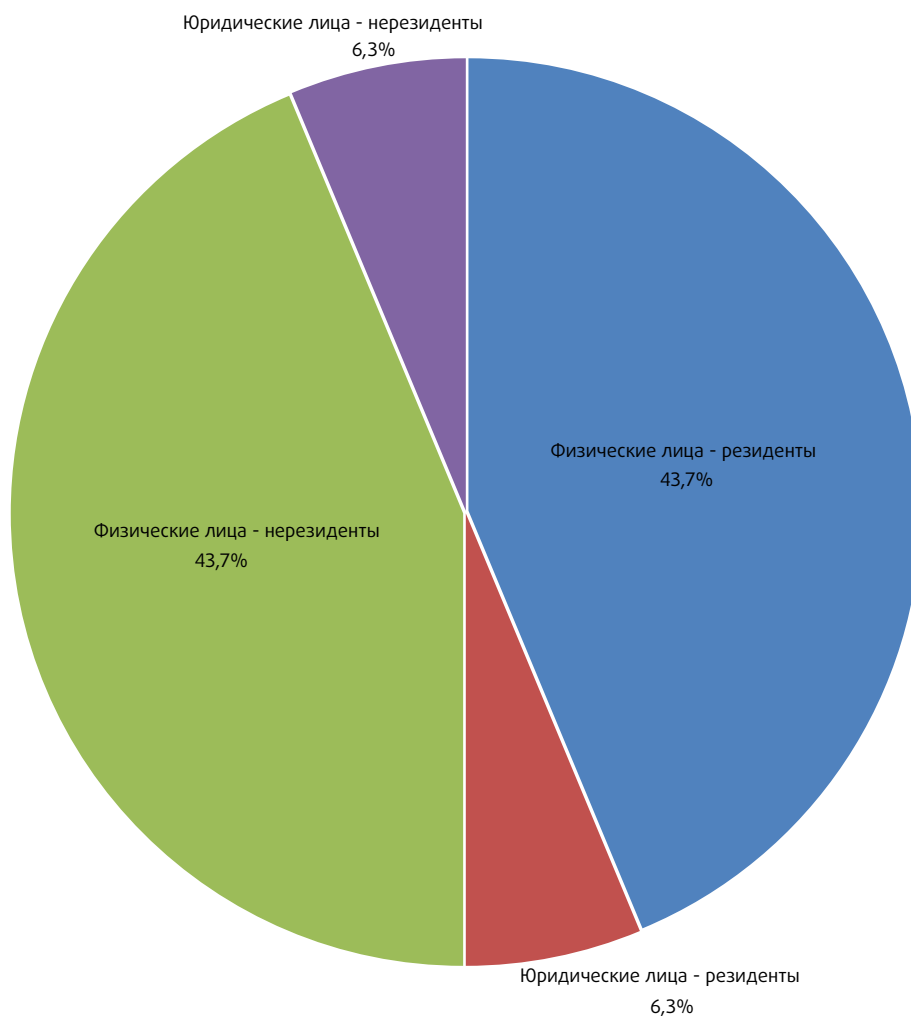
Инвестирование с использованием ИИС предполагает налоговые льготы в случае, если средства со счета не выводятся в течение трех лет. Первые ИИС начали открываться в 2015 году, а с 2018-го наблюдается закрытие части из них. Новым импульсом к закрытию ИИС в первой половине текущего года послужили наложенные на российский финансовый сектор санкции, в результате которых инвесторы были вынуждены менять своих рыночных посредников. В целом по рынку управляющих компаний доля закрытых счетов в середине года составила 8,5% от общего числа ИИС (годом ранее, в середине 2021-го, 6,6%). Хотя в некоторых УК этот показатель превысил 45%.

### Другие продукты

Деятельность по управлению резервами страховых компаний продолжают осуществлять 18 УК, это составляет 7% от общего числа. По большей части эти СК входят в структуру финансовых групп, список этих групп практически не меняется. Количество СК, резервами которых управляет одна УК, варьируется от 1 до 8, на медианном уровне составляет две компании. Эти цифры не слишком отличаются от показателей начала года. Вместе с тем объем страховых резервов за шесть месяцев снизился на 7,7% и оценивается в 303 млрд рублей.

Рынок по управлению страховыми резервами относится к высококонцентрированным неконкурентным рынкам: первая по объему УК инвестирует 26% совокупных резервов, первые три — 58%. За отчетный период показатели концентрации изменились незначительно, лидеры остались прежними.

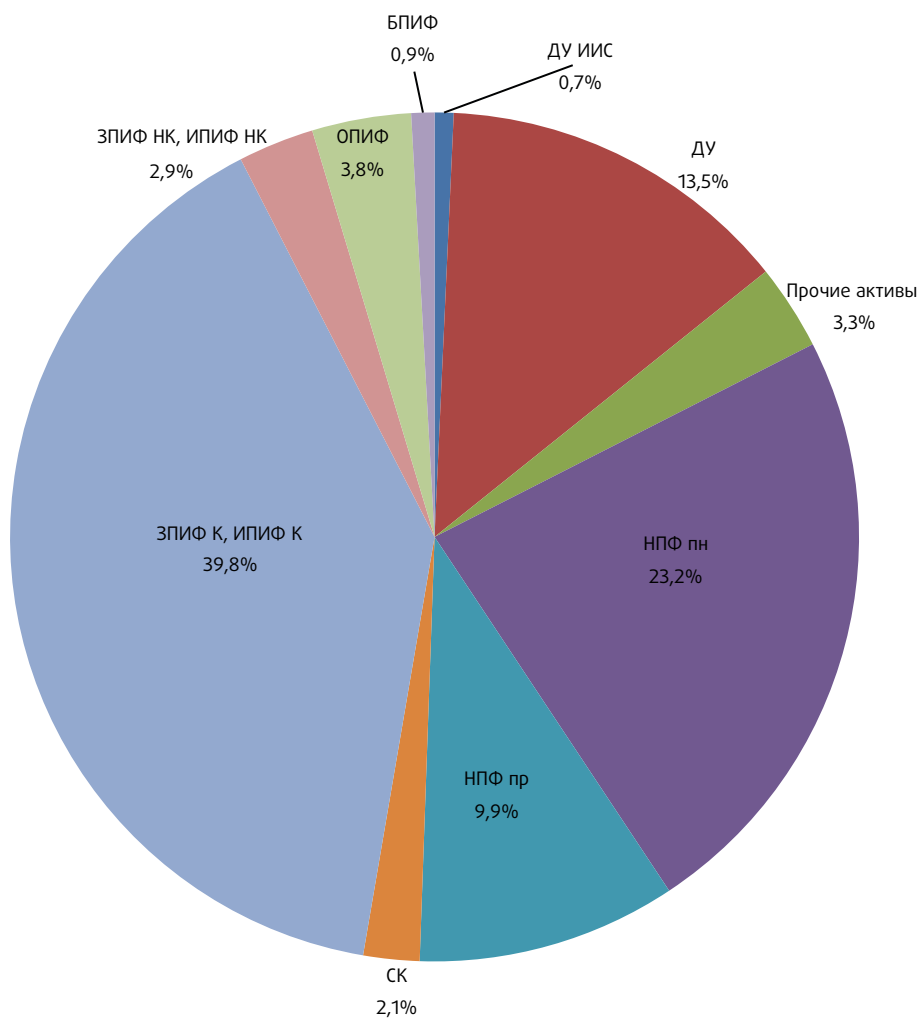
Рис. 4. СТРУКТУРА БИРЖЕВОГО ОБОРОТА ETF 1H22



Источник: группа Московская биржа, расчеты НАУФОР.



Рис. 5. Структура активов под управлением УК 1Н2 2



Источник: расчеты НАУФОР.

Пенсионными резервами негосударственных пенсионных фондов (НПФ) управляют 25 УК (9,6% от общего числа), в начале года их было 26. На каждую приходится от 1 до 25 НПФ-контрагентов, на медианном уровне — три НПФ. Примерно, как и двумя кварталами ранее.

Объем пенсионных резервов по-прежнему оценивается в 1,4 трлн рублей. Исходя из общего объема резервов НПФ (по данным ЦБ на второй квартал: 1,6 трлн руб.), можно сделать вывод, что в доверительном управлении УК находится 88% пенсионных резервов.

Рынок по управлению пенсионными резервами остается высококонцентрированным неконкурентным рынком: на первую по объему управляющую компанию приходится 32% резервов, на первые три — 66%. Показатели концентрации скорректировались несущественно, лидируют все те же компании.

Деятельность по управлению пенсионными накоплениями НПФ и ПФР также осуществляют 25 управляющих компаний (9,6% от общего числа), в начале года 28. Количество портфелей пенсионных накоплений, которыми управляет одна УК, варьируется от 1 до 43, на медианном уровне — четыре портфеля НПФ/ПФР. С начала года картина почти не поменялась. Практически не изменился и общий объем пенсионных накоплений: к концу полугодия он составил 3,3 трлн рублей.

Рынок по управлению пенсионными накоплениями остается высококонцентрированным неконкурентным рынком: первая по объему УК отвечает за 24% накоплений, первые три — более чем за 60%. Показатели концентрации фактически те же, лидеры неизменны.

В рамках своих лицензий управляющие компании могут также управлять активами акционерных инвестиционных фондов, средствами военной ипотеки, компенсационных фондов СРО, фондов целевого капитала и так далее. Согласно оценкам НАУФОР, деятель-

ность по управлению такими активами осуществляют 37 УК (14% от общего числа), в начале года 34. Количество контрагентов, активами которых управляет одна УК, варьируется от 1 до 59; на медианном уровне, как и ранее, составляет два контрагента. Объем активов под управлением за шесть вырос на 10% и составил 462 млрд рублей.

Рынок по управлению подобными активами монополизирован и относится к высококонцентрированным неконкурентным рынкам: на две лидирующие компании приходится около 90% объема в примерно равных пропорциях. Это в первую очередь связано с тем, что они управляют средствами военной ипотеки.

### Сегментация управляющих компаний

С января по июнь общий объем активов под управлением УК снизился на 5,8%, до 12,8 трлн рублей. Максимальный объем активов в одной компании практически не изменился: 1 трлн рублей. Сохранилась и пятерка лидеров, однако места в ТОП-5 распределились иначе. Медианное значение по всем компаниям немного подросло и оценивается в 9,1 млрд рублей (в начале года 8,9 млрд рублей). На первые десять УК приходится около 51% от суммарного объема (ранее 54%). Девять компаний, или 3,4% от их общего числа, утратили активы под управлением.

Отмечаются изменения в структуре активов. На первой позиции остались закрытые и интервальные ПИФ, ориентированные на квалифицированных инвесторов (39,8%), за полгода их доля выросла на 1,8 п. п. Далее идут пенсионные резервы и накопления: 3,1%, плюс 0,9 п. п. Третий по значимости актив — средства в доверительном управлении (в том числе, на ИИС): на них приходится 14,2%, доля увеличилась на 3 п. п.

Для управляющих компаний по-прежнему характерна самая разнообразная специализация. У большинства бизнес слабо диверсифицирован. Одну

бизнес-линию поддерживают около 40% компаний; чаще всего она связана с закрытыми фондами для квалифицированных инвесторов. Одну-две — 60% компаний. В основном они ориентированы на закрытые ПИФ, несколько УК специализируются только на управлении пенсионными средствами. Эти показатели не слишком меняются из года в год.

Общее количество инвестирующих в паевые фонды клиентов УК оценивается в 8 млн; это на 4% больше, чем в начале года. Квалифицированных инвесторов среди них 38 тысяч (0,5% от общего числа, плюс 57% к январскому показателю). Клиентов доверительного управления, в том числе с использованием ИИС, но без учета возможности совместного использования обеих форм ДУ, насчитывается 1,4 млн. Прибавка за полугодие составила 2,7%.

Еще раз подчеркнем: не все приведенные в этом материале данные в полной мере отражают действительность. Стоимость значительной части портфеля ценных бумаг УК зафиксирована по состоянию на конец февраля, в ряде фондов по-прежнему невозможно погасить паи. И все же констатация объема видимых потерь, с которыми рынок коллективных инвестиций пересек экватор столь непростого года, внушает сдержанный оптимизм. □

### ПРИМЕЧАНИЯ

- <sup>1</sup> Полная версия обзора «Анализ деятельности управляющих компаний в первом полугодии 2022 года» доступна на сайте НАУФОР.
- <sup>2</sup> Учитываются зарегистрированные, формирующиеся, сформированные и прекращаемые фонды.
- <sup>3</sup> Здесь и далее анализируются показатели сформированных фондов со стоимостью чистых активов больше нуля и ненулевым числом владельцев инвестиционных паев.
- <sup>4</sup> Здесь и далее не учитывается возможность приобретения одним владельцем паев нескольких фондов.
- <sup>5</sup> Из расчета исключен интервальный ПИФ с более чем миллионом пайщиков, преобразованный в свое время из крупного чекового инвестиционного фонда. Не учитываются владельцы паев «исторического» ИПИФ с более чем миллионом пайщиков.



**Виктор Коновалов**  
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

# Подъем и обвал

## ДВИЖЕНИЕ КОТИРОВОК РОССИЙСКИХ АКЦИЙ И РУБЛЕВЫХ ГОСОБЛИГАЦИЙ ОПРЕДЕЛЯЛИСЬ, ГЛАВНЫМ ОБРАЗОМ, ГЕОПОЛИТИЧЕСКИМИ ФАКТОРАМИ

Рынок акций РФ заметно вырос в августе и продолжал расти в начале сентября, цены ОФЗ снизились в рамках коррекции. Котировки российских акций и ОФЗ заметно упали по итогам сентября, отыгрывая как рост геополитических рисков вокруг России, так и ужесточение риторики ЦБ РФ относительно дальнейшей денежно-кредитной политики.

### Рост котировок российских акций в августе

Котировки российских акций заметно выросли по итогам августа, в то время как рублевые гособлигации (ОФЗ) подешевели в рамках коррекции после очередного снижения ключевой ставки ЦБ РФ на июльском заседании. Индекс РТС увеличился за месяц на 11,4% — до 1258,45 пункта, а рост индекса МосБиржи за счет укрепления рубля оказался чуть меньше — 8,4% (к закрытию торгов 31 августа индикатор поднялся до 2400,08 пункта). Основной вклад в рост фондовых индексов внесли заметно подорожавшие акции «Газпром» на новостях о дивидендах. Индекс цен гособлигаций RGBI снизился за месяц на 0,9%.

Акции выросли благодаря переносу доступа к торгам нерезидентов и дивидендным историям

Начало августа было не совсем благоприятным для инвесторов в российские ценные бумаги — по итогам первой недели месяца индекс МосБиржи снизился на 7,2%, а индекс РТС за счет укрепления рубля потерял 5%. Российский рынок акций 2 августа закрылся на дневных минимумах, потеряв за день почти 2% на фоне нестабильной внешней конъюнктуры из-за возросшей геополитической напряженности вокруг Тайваня. Глобальные инвесторы были обеспокоены рисками нарастания геополитического кризиса в Азии из-за визита спикера Палаты представителей Конгресса США Нэнси Пелоси на Тайвань.

Визит Пелоси на Тайвань стал серьезным нарушением принципов «одного Китая» и установления дипотношений между КНР и США, повлиял на политическую основу китайско-американских отношений, в связи с этим Китай заявил решительный протест, говорилось в заявлении МИД КНР. «Никто не должен недооценивать твердую решимость, твердую волю и способность китайского правительства и народа защищать национальный суверенитет и территориальную целостность. В ответ на визит спикера Палаты представителей США в тайваньский регион Китая КНР, безусловно, примет все необходимые меры для решительной защиты национального суверенитета и территориальной целостности. Ответственность за все вытекающие из этого последствия должны нести США и сепаратистские силы «независимости Тайваня», — подчеркнуло внешнеполитическое ведомство Китая.

Вместе с тем визит Пелоси не привел к открытому противостоянию между материковым Китаем и Тайванем, что ослабило напряжение на мировых фондовых площадках. Российский же фондовый рынок остался под давлением новостей геополитики и корпоративных событий. Акции ММК заметно подешевели, отыгрывая включение компании в санкционный список США. Падение обыкновенных акций «Россетей» 3

августа составило 21,4%, в то время как привилегированные акции компании подорожали на 6,1%; при этом бумаги «ФСК ЕЭС» выросли на 5,6% на новостях о параметрах присоединения к компании «Россетей». Совет директоров «ФСК ЕЭС» рекомендовал собранию акционеров увеличить акционерный капитал на 1,75 трлн обыкновенных акций. Совет также определил коэффициенты конвертации: в одну обыкновенную акцию «ФСК ЕЭС» конвертируется 0,09040/0,60580 обыкновенной и 0,09040/1,27300 привилегированной акций «Россетей».

Российский рынок акций усилил падение в конце первой недели месяца, потеряв за день почти 3%, на фоне сохраняющихся геополитических и санкционных рисков вокруг России, ожиданий доступа к торгам на фондовом и срочном рынках «Московской биржи» нерезидентов из дружественных стран, часть из которых могла начать сокращать свои позиции, а также наметившегося ухудшения ситуации на мировых рынках капитала. Фиксация прибыли отмечалась даже в ценных бумагах технологических компаний, которые ранее смотрелись лучше рынка.

Мировые рынки оказались под давлением после публикации сильных данных о состоянии американского рынка труда

в июле. Как стало известно из отчета Минтруда, количество рабочих мест в экономике США в июле увеличилось на 528 тыс., более чем в два раза сильнее ожидавшегося аналитиками роста на 250 тыс. Кроме того, безработица в США опустилась до 3,5% с 3,6% в мае, тогда как аналитики не ожидали изменения показателя. Лучшие, чем ожидалось, данные увеличили вероятность дальнейшего агрессивного повышения процентных ставок Федеральной резервной системой.

Нефтяные цены заметно упали 3–4 августа после публикации данных об увеличении запасов топлива в США (котировки Brent локально опускались ниже 93 долларов за баррель). Давление на нефтяной рынок также оказали опасения инвесторов о том, что рост процентных ставок и замедление темпов подъема мировой экономики окажут существенное негативное влияние на спрос. Опасения инвесторов по поводу рецессии в мировой экономике усилились после итогов заседания Банка Англии, который повысил процентную ставку до 1,75% с 1,25% годовых, рекордными темпами с 1995 года.

Вместе с тем сообщение «Московской биржи» о том, что доступ к торгам в фондовой секции для нерезидентов из дружественных стран 8 августа открыт не будет, заметно



изменило расстановку сил на рынке, который в начале второй недели августа перешел к восстановительному росту. По заявлению биржи, планы пришлось изменить в связи с выходом нового президентского указа, дополняющего систему контроля и ограничений в отношении сделок с участием нерезидентов. Особенностью второй недели месяца стало то, что рост рынка обеспечили в основном не «голубые фишки», а ценные бумаги второго и третьего эшелонов.

В секторе же наиболее ликвидных акций чувствовалась обеспокоенность инвесторов потенциальным навесом бумаг в ближайшие недели. Так, с 15 августа иностранным инвесторам из «дружественных» стран, а также организациям, контролируемым россиянами, было разрешено торговать облигациями. И хотя информации о том, когда «дружественные» инвесторы смогут торговать акциями, не было, рано или поздно это состоится, и не исключено, что многие из них решат сократить свои позиции в российских бумагах, что может вызвать всплеск волатильности, прежде всего в blue chips. Кроме того, настороженность инвесторов была связана и с потенциальным навесом предложения из-за принудительной конвертации депозитарных расписок.

Совет директоров «Русской Аквакультуры» рекомендовал акционерам одобрить дивиденды за первое полугодие в размере 15 рублей на акцию. Рекомендовано закрыть реестр на получение дивидендных выплат 11 сентября. Ценные бумаги «Татнефти» усилили рост после новостей о том, что совет директоров компании 15 августа рассмотрит вопрос о рекомендациях внеочередному собранию акционеров о размере дивидендов за 6 месяцев 2022 года и порядке их выплаты.

Акции «СПБ биржи» активно росли в течение нескольких дней подряд на корпоративных новостях. Так, «СПБ биржа» с 10 августа возобновила проведение основной торговой сессии по группе инструментов «иностранные ценные бумаги» с 10:00 мск для 200 международных компаний. Биржевые торги остальными ценными бумагами, входящими в группу инструментов «иностранные ценные бумаги», с листингом в США и доступными для заключения сделок (суммарно более 1700 акций и расписок), начинаются в 15:30 мск.

Акции «Распадской» потеряли в цене 7,2% на сообщении о рекомендации совета директоров компании не платить дивиденды за первое полугодие 2022 года. «В условиях сохраняющейся высокой волатильности на основных рынках сбыта, текущей геополитической ситуации и существующих ограничений совет директоров не считает, что выплата дивидендов послужит лучшим интересам компании и ее акционеров», — отмечалось в пресс-релизе эмитента.

В середине месяца рынок акций РФ продолжил подъем на фоне улучшения внешней фондовой конъюнктуры, несмотря на сохраняющееся снижение нефтяных цен на сигналах ослабления спроса в Китае. Индекс МосБиржи впервые с конца июля закрылся выше рубежа 2200 пунктов, при этом локомотивом подъема выступили бумаги металлургов во главе с Polymetal и нефтегазового сектора во главе с акциями «Газпрома», подогретыми прогнозами концерна по газовым ценам в предстоящий зимний период. «Газпром» сообщил, что цены на газ в Европе зимой даже по консервативному прогнозу могут превысить 4000 долларов за 1 тыс. кубометров. Стоимость сентябрьского фьючерса на TTF на бирже ICE Futures 16 августа достигла 2627 долларов за тысячу кубо-

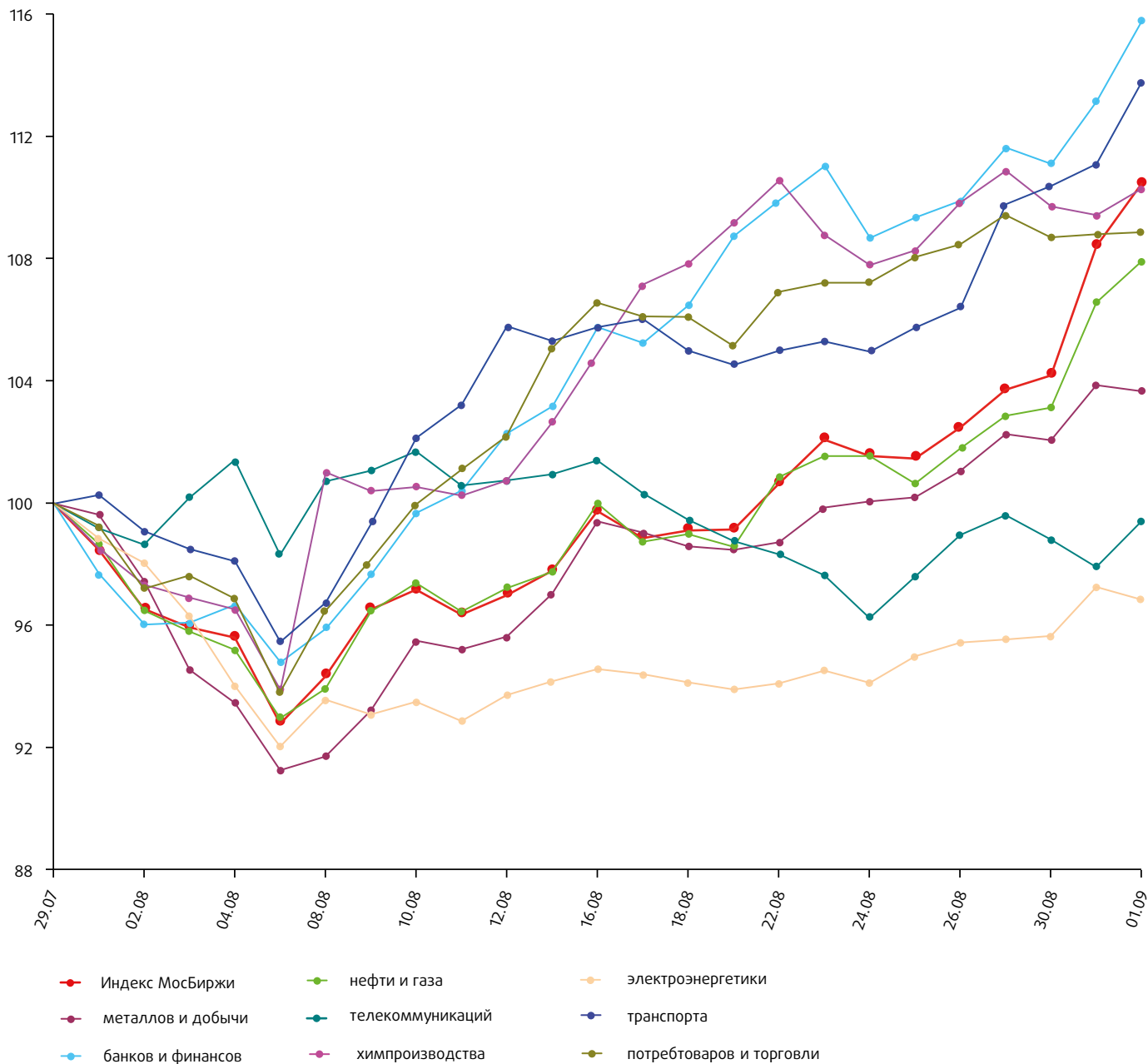
метров (+9% за день). Спотовые цены на газ в Европе выросли на фоне выбытия компрессорных мощностей на газопроводе «Северный поток» (прокачка газа по газопроводу снизилась до 33 млн куб. м в сутки).

Обыкновенные акции банка «Санкт-Петербург» 18 августа подскочили на 7,6%, до 97,12 рубля — максимума с февраля 2012 года; «префы» выросли на 3,6%. Рост бумаг был подогрет новостями, что акционеры банка утвердили дивиденды за I полугодие, рекомендованные ранее наблюдательным советом банка (11,81 рубля на обыкновенную акцию и 0,11 рубля на «преф»).

Рынок акций РФ начал третью неделю месяца с роста вслед за ралли мировых цен на газ, проигнорировав ухудшение конъюнктуры на внешних фондовых и нефтяных площадках, индекс МосБиржи поднялся в район 2230 пунктов во главе с бумагами «НОВАТЭКа». Спотовая цена газа в Европе продолжила рост после новости о новом ремонте на магистрали «Северный поток» в связи с профилактикой оборудования и преодолела планку в 3000 долларов за тысячу кубометров. В дальнейшем рост российских фондовых индексов продолжился на фоне раллировавшей нефти (Brent поднялась к 100 долларов за баррель на фоне заявлений Саудовской Аравии о возможном сокращении добычи и отвязке от фьючерсов), тогда как внешние фондовые площадки подавали смешанные сигналы в ожидании новых заявлений Федрезерва США по монетарной политике.

Спотовая цена газа в Европе продолжила активный рост и превысила 3300 долларов за тысячу кубометров. Раллировали акции «Русала» благодаря росту цен на металлы; акции «Интер РАО» подорожали на фоне сообщений в СМИ о том, что компания может

Рис. 1. Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ в августе 2022 года



стать основным претендентом на приобретение активов уходящей из России Fortum.

Заявления председателя ФРС Джерома Пауэлла, выступившего 26 августа на экономическом симпозиуме в Джексон-Хоуле, были более «ястребиными», чем ожидали участники рынка. Пауэлл постарался разрушить любые надежды инвесторов на то, что дальнейшее ужесточение политики Федрезерва будет менее агрессивным, заявив, что восстановление ценовой стабильности требует жестких действий от ФРС. «Мы целенаправленно движем нашу политику к состоянию, когда она будет серьезно ограничивать экономическую активность», — сказал глава американского ЦБ. «Повышение ставок, замедление экономического роста и ослабление рынка труда сдержат инфляцию, но также и причинят некоторую боль домохозяйствам и бизнесу. Это печальная цена снижения инфляции. Однако неспособность восстановить ценовую стабильность будет означать еще более серьезную боль», — заявил он.

Мировые рынки отреагировали на слова Пауэлла распродажами рискованных активов, однако рынок акций РФ проигнорировал внешний пессимизм и смог сохранить восходящую динамику благодаря дивидендным историям и публикации целого ряда позитивных финансовых отчетов компаний за первое полугодие.

В последний день месяца индекс МосБиржи перевалил за отметку 2400 пунктов впервые с конца июня за счет ралли акций «Газпрома» (+34% за два торговых дня) на новостях о планируемых дивидендах концерна за первое полугодие текущего года. Совет директоров «Газпрома» рекомендовал акционерам принять решение о выплате за полугодие дивидендов в размере 51,03 рубля на акцию (общий объем выплат составит 1,208 трлн рублей) и объявил

о созыве внеочередного собрания по этому вопросу 30 сентября в заочной форме. Отсечку реестра акционеров под выплаты дивидендов рекомендовано установить 11 октября.

### Цены ОФЗ снизились

Рынок ОФЗ в начале августа находился в боковом дрейфе в отсутствие сильных драйверов для движения в ту или иную сторону; изменения цен большинства выпусков гособлигаций были незначительными. Возврат спроса на «длинные» ОФЗ, которые в конце июля находились под давлением, был вызван укреплением рубля на фоне продления Банком России ограничений на выдачу наличных долларов и евро, а также прогноза ЦБ, отражающего приостановку Минфином действия бюджетного правила до конца года.

Очередная порция статистики по недельной инфляции в России оказалась позитивной для рынка рублевых облигаций. Так, за 10 дней по 1 августа (Росстат вернулся к регистрации потребительских цен по понедельникам) дефляция составила 0,14% после дефляции на уровне 0,08% с 16 по 22 июля и 0,17% с 9 по 15 июля. В годовом выражении инфляция осталась на уровне 15,3%. На этом фоне произошел некоторый рост спроса на гособлигации, в результате которого доходность 10-летних ОФЗ 4 августа снизилась на 5 базисных пунктов — до 8,84% годовых.

Однако уже на следующий день на рынке преобладали умеренные продажи. Давление на рынок рублевого госдолга оказал рост доходности облигаций на глобальном рынке, опасения рецессии в развитых странах и риски снижения доходов бюджета России от экспорта. Хорошей недельной статистики по инфляции в РФ оказалось недостаточно для сохранения оптимизма инвесторов.

Устойчивая тенденция к ценовому снижению в секторе ОФЗ сформировалась в конце первой декады августа на новостях о дефиците бюджета РФ в июле и допуске дружественных нерезидентов к торгам облигациями на «Московской бирже» с 15 августа. Минфин РФ сообщил об исполнении федерального бюджета в июле с дефицитом 0,9 трлн рублей. Июльские цифры подтвердили ожидания аналитиков ухудшения исполнения бюджета на фоне спада в экономике при сильном курсе рубля. Увеличение дефицита бюджета в ближайшие месяцы будет финансироваться за счет сокращения накопленных запасов ликвидности и потребует, по мнению экспертов, размещения нового госдолга.

Несмотря на опасения активизации продавцов в связи с допуском к торгам облигациями дружественных нерезидентов, рынок ОФЗ в середине месяца смог удержаться в боковом диапазоне. Поддержку котировкам оказали рост цен на газ и укрепление рубля. Кроме того, рынок рублевого госдолга позитивно оценил новый прогноз Минэкономразвития по росту экспорта и профицита внешнеторгового баланса РФ. Экспорт из РФ в 2022 году, согласно прогнозу, составит 585,3 млрд долларов (482,4 млрд в майской версии), профицит внешнеторгового баланса РФ — 300 млрд долларов (230 млрд в майской версии).

Реакция инвесторов на недельную статистику по замедлению инфляции в РФ оказалась слабой, дополнительным сдерживающим покупателей фактором выступило общемировое снижение спроса на рискованные активы после обнародованного в США протокола июльского заседания Федеральной резервной системы. Большинство руководителей ФРС ожидают продолжения курса на повышение ключевой процентной ставки, свидетельствовал протокол прошедшего

26-27 июля заседания Федрезерва. Они отметили, что ставку придется увеличить до «ограничительного» уровня и удерживать ее на нем в течение некоторого времени для снижения инфляции до целевых 2%.

Лишь спустя неделю, в начале третьей декады августа, рынок ОФЗ ощутил некоторое давление продаж со стороны нерезидентов из дружественных стран, которым с 15 августа был разрешен доступ к торгам облигациями на «Московской бирже». Другим негативным фактором стало снижение интереса инвесторов к риску в ожидании ужесточения денежно-кредитной политики ведущими мировыми центробанками. Таким образом, с 22 по 24 августа, на рынке ОФЗ наблюдалось некоторое преобладание продавцов, после чего рынок смог немного отскокнуть, а затем вновь лег в боковой дрейф.

Росстат с 16 по 22 августа 2022 года зафиксировал в РФ дефляцию на уровне 0,15% после дефляции в 0,13% с 9 по 15 августа, в 0,08% со 2 по 8 августа. Как сообщил Росстат, с начала августа цены в РФ снизились к 22 августа на 0,38%, с начала 2022 года к 22 августа цены выросли на 10,56%. Такая динамика потребительских цен выступает фактором в пользу снижения ключевой ставки Банка России на заседании 16 сентября еще на 50 базисных пунктов — до 7,5% годовых. Инвесторы позитивно восприняли недельные данные по дефляции в РФ, что привело к локальному ценовому отскоку ОФЗ в конце четвертой недели месяца.

## Рынки акций РФ и ОФЗ заметно упали в сентябре

Котировки российских акций и рублевых гособлигаций (ОФЗ) заметно упали по итогам сентября, отыгрывая как рост геополитических рисков вокруг России, так и ужесточение риторики ЦБ РФ относительно дальнейшей денежно-кре-

дитной политики. Индекс РТС снизился в сентябре на 16,1% — до 1055,72 пункта, а падение индекса МосБиржи за счет укрепления рубля к доллару оказалось большим — почти 18,5% (к закрытию торгов 30 сентября индикатор опустился до 1957,31 пункта). Индекс цен гособлигаций RGBI снизился за месяц на 6,8%.

Начало сентября было относительно благоприятным для российского фондового рынка; сильный импульс к росту рынка придали сообщения от 31 августа о планируемых «Газпромом» высоких дивидендных выплатах за первое полугодие (совет директоров компании рекомендовал акционерам принять решение о выплате промежуточных дивидендов в размере 51,03 рубля на акцию). Индекс МосБиржи 1 сентября обновил максимум с середины мая; локомотивом роста выступили бумаги «ЛУКОЙЛа» на дивидендных ожиданиях, а также акции Мосбиржи, подорожавшие на новостях о возобновлении с 12 сентября вечерних торгов. В ходе второго торгового дня месяца рынок сохранил оптимистичные настроения, индекс МосБиржи протестировал 2470 пунктов во главе с бумагами «Сургутнефтегаза» и «Аэрофлота».

Рост российского фондового рынка продолжился в середине первой декады месяца вместе с нефтью (Brent превысила 95 долларов за баррель); индекс МосБиржи поднялся к 2490 пунктам во главе с бумагами Polymetal и АФК «Система». Повысился спрос на акции «НОВАТЭКа» на фоне неясных перспектив восстановления работы «Северного потока 1», из-за чего актуальными становятся поставки СПГ. Между тем министры ОПЕК+ приняли решение снизить квоту по добыче нефти в октябре на 100 тыс. б/с по отношению к сентябрю.

После этого рынок развернулся вниз вместе с нефтью, а также на

фоне новостей о допуске с 12 сентября к торгам акциями на Мосбирже нерезидентов из «дружественных» стран. Нефть Brent просела ниже 90 долларов за баррель на фоне новых карантинных ограничений в Китае, что усилило опасения в отношении перспектив спроса на энергоресурсы в КНР. Индекс МосБиржи опустился к 2400 пунктам; некоторую поддержку индикатору оказали выросшие бумаги «НОВАТЭКа» и «Аэрофлота» благодаря корпоративным новостям. «НОВАТЭК» объявил о планах по запуску первой линии проекта «Арктик СПГ 2» в конце 2023 года, вторая очередь будет введена в строй в 2024 году, третья — в 2026 году. В свою очередь «Аэрофлот» и «Объединенная авиастроительная корпорация» подписали соглашение о поставке 339 самолетов, стоимость договора составила более 1 трлн рублей.

Европейский центральный банк (ЕЦБ) по итогам сентябрьского заседания повысил процентные ставки на 75 базисных пунктов и сообщил, что продолжит поднимать ставки на следующих нескольких заседаниях. Кроме того, ЕЦБ повысил прогноз роста потребительских цен в текущем году до 8,1%, в следующем году — до 5,5%, в 2024 году — до 2,3%. Согласно новому прогнозу ЕЦБ, ВВП еврозоны в 2022 году увеличится на 3,1% против ранее предполагавшихся 2,8%. Однако ожидания на предстоящий год ухудшены до 0,9% с 2,1%, на 2024 год — до 1,9% с 2,3%.

Рынок акций РФ локально отскочил 12 сентября вслед за подорожавшей нефтью, не встретив массивных продаж со стороны допущенных к торгам на Мосбирже нерезидентов из дружественных стран. Индекс МосБиржи поднялся к 2450 пунктам во главе с TCS Group. Однако отскок был краткосрочным и уже спустя день активность продавцов вновь возросла вслед за упавши-



ми мировыми фондовыми площадками и нефтью после публикации в США данных о высокой инфляции за август.

По данным Минтруда США, потребительские цены (индекс CPI) в августе выросли на 8,3% в годовом выражении после июльского роста на 8,5%. Аналитики, опрошенные агентством Bloomberg, ожидали замедления инфляции в августе до 8,1%. Высокая инфляция подогрела ожидания, что ФРС на заседании 20–21 сентября повысит процентную ставку на 75 базисных пунктов, это вызвало распродажу рискованных активов по всему миру.

Нефть подешевела из-за опасений по поводу сокращения спроса. Международное энергетическое агентство (МЭА) заявило, что спрос на нефть в Китае в 2022 году может снизиться впервые с 1990 года из-за жестких мер, принимаемых властями для сдерживания распространения коронавируса. Согласно прогнозу МЭА, спрос на нефть в КНР в этом году уменьшится на 2,7%.

Банк России 16 сентября снизил ключевую ставку на 50 базисных пунктов (до 7,5% годовых), что совпало с ожиданиями, на что рынок акций отреагировал снижением, которое усилилось после сигнала от Банка России о вероятной паузе в процессе смягчения монетарной политики. Индекс МосБиржи к закрытию торгов опустился к уровню 2430 пунктов.

Рынок акций РФ 20 сентября продемонстрировал заметное падение из-за усиления геополитических рисков на новостях о проведении 23–27 сентября референдумов в ДНР/ЛНР, Запорожской и Херсонской областях по присоединению к России, а также на фоне ожиданий введения новых пошлин и НДС для экспортеров базовых товаров; индексы МосБиржи (-8,8%) и РТС (-9,3%) показали рекордное падение с 24 февраля, когда Россия объявила о проведении

специальной военной операции (СВО) на Украине.

Российский рынок 21 сентября продолжил снижение из-за возросших геополитических рисков на фоне известий о введении частичной мобилизации в России в связи с ситуацией на Украине, однако темпы падения сократились. Президент России Владимир Путин подписал указ о частичной мобилизации в РФ, на военную службу будут призываться граждане, которые состоят в запасе. Евросоюз намерен в самые короткие сроки ввести новые санкционные меры против России в связи с СВО, заявил журналистам глава европейской дипломатии Жозеп Боррель.

Федрезерв США повысил ключевую ставку на 75 базисных пунктов (до 3-3,25% годовых — максимума с кризисного 2008 года), что совпало с ожиданиями. Исходя из оценок ФРС, к концу 2022 года ставка достигнет 4,4% годовых. Кроме того, регулятор значительно ухудшил прогноз роста ВВП США в 2022 году и повысил прогнозы подъема потребительских цен в стране в период с 2022 по 2024 год. Теперь ожидается, что американская экономика вырастет только на 0,2% по итогам текущего года против прогнозирувавшихся в июне 1,7%, а инфляция в стране к концу 2022 года составит 5,4%, а не 5,2%, озвученных ранее. Помимо Федрезерва, ставки повысили центробанки Великобритании, Швейцарии, Норвегии, Турции, Индонезии, Филиппин и Тайваня. Все это вызвало резкое ухудшение внешней конъюнктуры из-за опасений мировой рецессии.

Рынок акций РФ начал последнюю неделю месяца с обвального падения на массированных распродажах и маржин-коллах игроков на фоне ухудшения внешней конъюнктуры, а также сохраняющейся геополитиче-

ской напряженности в связи с проходившими референдумами в ДНР, ЛНР, Херсонской и Запорожской областях и санкционного давления Запада на РФ. Индекс МосБиржи на закрытие торгов обновил минимум с августа 2017 года, упав в район 1930 пунктов во главе с «префами» «Сургутнефтегаза». В ходе торгов 26 сентября индекс МосБиржи локально проваливался к 1840 пунктам, а индекс РТС — в район 1000 пунктов.

После этого российский фондовый рынок нашел в себе силы для коррекционного отскока, несмотря на сохраняющуюся геополитическую напряженность и санкционное давление Запада на Россию. Издание Politico сообщило, что Еврокомиссия предложит очередной пакет санкций против РФ, включая ограничения цены нефти. Однако одновременно будут смягчены некоторые санкции в отношении ряда товаров, включая удобрения и цемент. Нефть Brent превысила 89 долларов за баррель на статистике о сокращении запасов сырья в США и на фоне приостановки добычи в Мексиканском заливе из-за урагана «Иэн».

В последний день месяца рынок акций РФ увеличил волатильность на фоне поступающих новостей. Акционеры «Газпрома» на внеочередном заочном собрании утвердили выплаты промежуточных дивидендов за первое полугодие в размере 51,03 рубля на акцию, что подогрело рыночные котировки бумаг концерна. При этом утром бумаги «Газпрома» локально падали ниже 190 рублей на заявлениях главы Службы внешней разведки РФ Сергея Нарышкина о вероятной причастности Запада к терактам на трубопроводах «Северных потоков».

В Кремле 30 сентября прошла церемония подписания договоров о вступлении в состав РФ четырех новых субъектов. В последовавшем выступлении пре-

зидент РФ Владимир Путин заявил, что Федеральное собрание РФ поддержит закон о принятии в РФ четырех новых регионов. Также Путин сообщил, что Россия призывает Киев прекратить огонь и вернуться за стол переговоров, при этом Россия не будет обсуждать окончательный и однозначный выбор республик Донбасса, Запорожья и Херсонской области. Кроме того, Путин назвал диверсией англосаксов взрывы на «Северном потоке» и заявил, что эти действия разрушают европейскую энергетическую инфраструктуру.

### Цены ОФЗ упали на изменении риторики ЦБ и возросших геополитических рисках

Начало месяца было позитивным для инвесторов в рублевые облигации, котировки которых росли на фоне данных по ускорению недельной дефляции в России (дефляция с 23 по 29 августа ускорилась до 0,16%), а также ожиданий дальнейшего снижения ставки ЦБ РФ на сентябрьском заседании. Участники рынка позитивно также отреагировали на рост нефтяных цен после сообщений о согласовании ОПЕК+ решения о сокращении добычи нефти в октябре на 100 тыс. баррелей в сутки. Высокие цены на сырьевые товары обеспечивают приток дополнительных доходов в федеральный бюджет, которые позволяют финансировать антикризисные расходы. Сверхплановые нефтегазовые доходы бюджета в августе оценивались в 489 млрд рублей, в сентябре — 403 млрд рублей.

Лишь ближе к концу первой декады месяца на рынке стали прослеживаться негативные нотки под влиянием внешних сигналов, в том числе развернувшихся вниз цен на нефть. Давление на цены среднесрочных и «длинных» ОФЗ оказали также ожидания предложения нового госдолга после сообщений Минфина РФ о го-

товности вернуться на рынок займов в сентябре.

Ухудшение прогнозов по экономике ЕС и рост доходности европейских облигаций после заседания ЕЦБ также оказали негативное влияние на российский рынок облигаций. Доходность 10-летних гособлигаций Франции 8 сентября выросла на 17 базисных пунктов — до 2,3% годовых, Италии — на 25 базисных пунктов, до 4,08% годовых, Португалии — на 14 базисных пунктов, до 2,76% годовых. Процентные ставки 10-летних гособлигаций Великобритании выросли за день на 11 базисных пунктов и достигли отметки 3,05% годовых, что является максимумом с 2011 года. Доходность британских гособлигаций подскочила на опасениях, что планы нового премьер-министра страны Лиз Трасс могут привести к резкому увеличению объемов госдолга. Доходность десятилетних US Treasuries 9 сентября выросла до 3,33%, двухлетних бумаг — до 3,56% годовых.

ЕЦБ повысил все три ключевые процентные ставки на 75 базисных пунктов по итогам сентябрьского заседания. Базовая ставка по кредитам была повышена до 1,25% годовых, ставка по депозитам — до 0,75%, ставка по маржинальным кредитам — до 1,5% годовых. При этом европейский регулятор продолжит поднимать ключевые процентные ставки на следующих нескольких заседаниях, заявила председатель ЕЦБ Кристин Лагард. Нынешний уровень ставок далек от «нейтрального», и регулятору придется продолжать их подъем, сказала Лагард.

Отрицательная коррекция была недолгой и уже ближе к середине сентября инициатива на внутреннем долговом рынке вновь перешла к покупателям, которые активизировались в ожидании очередного снижения ключевой ставки ЦБ РФ на заседании 16 сентября. При этом Минфин, воспользовавшись бла-

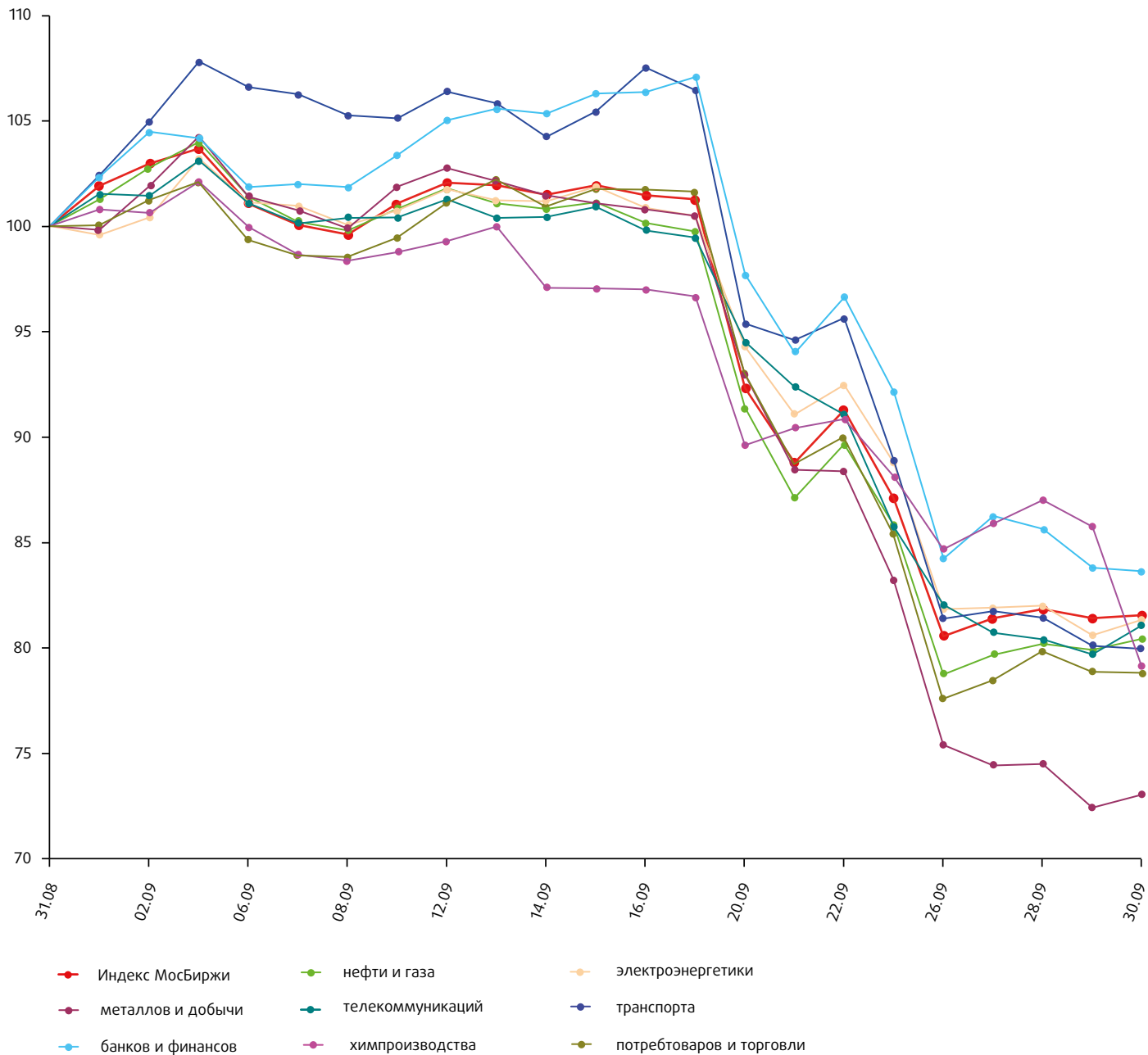
гоприятной конъюнктурой, успешно вернулся на первичный рынок после 7-месячного перерыва, разместив на аукционе 14 сентября весь запланированный объем бумаг на 10 млрд рублей по ставкам чуть выше вторичного рынка. Спрос на аукционе составил 24,8 млрд рублей. Средневзвешенная доходность размещения сложилась на уровне 8,94% годовых.

В свою очередь ситуация на мировых рынках была нестабильной. В частности, рост волатильности произошел после публикации данных по инфляции в США за август, которые оказались выше ожиданий. Статистика по инфляции усилила опасения более агрессивного повышения ставки ФРС, что спровоцировало укрепление доллара и рост доходности суверенных облигаций развитых стран. Двухлетние гособлигации США выросли в доходности на 17 базисных пунктов — до 3,75% годовых, обновив 15-летний максимум; доходность десятилетних US Treasuries достигла 3,42% годовых.

Центральным событием 16 сентября стало заседание Банка России, на котором ключевая ставка была снижена на 50 базисных пунктов — до 7,5% годовых. При этом в «сигнальном» абзаце заявления по итогам заседания осталась только базовая фраза «Банк России будет принимать дальнейшие решения по ключевой ставке с учетом фактической и ожидаемой динамики инфляции относительно цели, процесса структурной перестройки экономики, а также оценивая риски со стороны внутренних и внешних условий и реакции на них финансовых рынков». Содержательной же части в этом абзаце на сей раз не было.

«Текущие темпы прироста потребительских цен остаются низкими, способствуя дальнейшему замедлению годовой инфляции. Это связано как с влиянием набора разовых факторов, так и со сдержанным потребительским

Рис. 2. Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ в сентябре 2022 года



спросом. Динамика деловой активности складывается лучше, чем Банк России предполагал в июле», — говорилось в пресс-релизе регулятора по итогам заседания совета директоров. «Однако внешние условия для российской экономики остаются сложными и по-прежнему значительно ограничивают экономическую деятельность. На повышенном уровне остаются инфляционные ожидания населения и ценовые ожидания предприятий», — констатировал регулятор.

На ужесточение риторики регулятора относительно перспектив денежно-кредитной политики ОФЗ отреагировали снижением цен. Наиболее сильное падение котировок отмечалось в «длинных» гособлигациях. Процентные ставки ОФЗ срочностью более 7 лет выросли на 20–30 базисных пунктов; ОФЗ со сроком погашения до 1 года подросли в доходности на 5–10 базисных пунктов. Масштабная переоценка рублевых гособлигаций была связана с пересмотром инвесторами прогнозов по динамике ключевой ставки ЦБ РФ. Указание регулятора на преобладание инфляционных рисков в среднесрочной перспективе, а также ожидания значительного предложения нового госдолга в связи с плановым дефицитом бюджета в 2023–2025 годах оказывало давление на рынок рублевого госдолга.

Помимо переоценки ожиданий динамики ключевой ставки ЦБ РФ свою негативную роль в продолжившемся 20 сентября падении сыграл и фактор геополитических рисков, возросших на новостях о референдумах о присоединении к России ДНР, ЛНР, Запорожской и Херсонской областей. При этом Минфин РФ сообщил, что на аукционах 21 сентября предложит ОФЗ 26237 с погашением в 2029 году и ОФЗ 26240 с погашением в 2036 году на общую сумму 30 млрд рублей.

Ситуация в секторе рублевых облигаций 21 сентября была достаточно волатильной. Наиболее заметная просадка рынка отмечалась в первые часы торгов, когда инвесторы отыгрывали новости о частичной мобилизации. Падение индекса гособлигаций RGBI в начале дня превышало 4%. Но в дальнейшем рынок успокоился и к концу торгов смог отыграть около половины утреннего снижения. Минфин признал аукционы по продаже ОФЗ несостоявшимися из-за отсутствия заявок по приемлемым ценам.

Восстановительные настроения в секторе ОФЗ преобладали и 22 сентября на фоне отсутствия новых сообщений на геополитическую тематику. Тем не менее более активному восстановлению рынка мешали опасения предложения большого объема нового госдолга в 2023–2025 годах. Дефицит бюджета РФ в 2023 году прогнозируется около 2,9 трлн рублей, или 2% ВВП. Основным источником финансирования дефицита будут новые заимствования. Минфин РФ сообщил, что планирует в 2023 году занять через выпуск ОФЗ 1,7 трлн рублей, в 2024 году — 1,9 трлн рублей, в 2025 году — 2 трлн рублей.

Рост доходности облигаций на глобальном рынке и риски рецессии в развитых странах на фоне агрессивного повышения ставок мировыми центробанками также сдерживали покупки российских облигаций. Доходность двухлетних US Treasuries 22 сентября выросла на 9 базисных пунктов — до 4,11% годовых (+66 базисных пунктов с начала сентября), процентные ставки десятилетних US Treasuries увеличились на 21 базисный пункт — до 3,72% годовых (+57 пунктов с начала сентября), а доходность 10-леток Германии подросла на 8 пунктов — до 1,97% годовых (+43 пункта с начала сентября).

Продажи на рынке ОФЗ в начале последней недели сентября усилились.

Доходность гособлигаций срочностью до 1 года 26 сентября выросла до 8,4–8,5% годовых, прибавив более 50 базисных пунктов. Доходность ОФЗ срочностью от 2 лет выросла в среднем на 25 базисных пунктов. По 10-летним бумагам в течение дня котировки доходили до 10,7–10,9% годовых, но на этом уровне встретили спрос и закрытие торгов прошло в диапазоне 10,3–10,35% годовых.

После локальной коррекции снижение цен ОФЗ возобновилось и негативный тренд доминировал до конца месяца. Спрос на подешевевшие гособлигации локально поддержали новости о непроведении первичных аукционов по размещению ОФЗ. Также рынок позитивно воспринял комментарии министра финансов Антона Силуанова о том, что Минфин не будет размещать облигации федерального займа «в ущерб доходности» и будет стремиться избежать дестабилизации рынка. Однако фундаментально ситуация на рынке не изменилась. Доходность ОФЗ срочностью более 10 лет ушла в диапазон 10,6–10,7% годовых, процентные ставки 5-летних бумаг достигли 10,2% годовых, доходность однолетних ОФЗ выросла до 8,71% годовых. За две недели доходность «коротких» ОФЗ выросла на 70–120 базисных пунктов, «длинных» — на 160 базисных пунктов. ■



# Путь к получению статуса квалифицированного инвестора в Центре оценки квалификаций НАУФОР

**Подготовка к профессиональным экзаменам:**  
финансовое консультирование

**Обучение в КЦ НАУФОР**  
в форме семинара/вебинара

**Узнать о наборе новых групп  
и записаться можно на сайте**

 [www.naufor.ru](http://www.naufor.ru)

## Программа обучения:

- 1 день** Рынок ценных бумаг. Понятие и виды ценных бумаг. Понятие и виды договоров, являющихся производными финансовыми инструментами.  
Участники рынка ценных бумаг. Инфраструктурные организации.  
Регулирование и саморегулирование на рынке ценных бумаг.  
Институты коллективного инвестирования.
- 2 день** Корпоративное право.  
Налогообложение операций с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами.  
Противодействие легализации доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма.
- 3 день** Защита прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг.  
Противодействие неправомерной деятельности на рынке ценных бумаг.  
Требования к инвестиционному советнику.  
Квалифицированные и неквалифицированные инвесторы.  
Порядок определения инвестиционного профиля клиента.  
Порядок предоставления индивидуальной инвестиционной рекомендации.
- 4 день** Правила контроля конфликта интересов.  
Внутренний контроль и риск-менеджмент инвестиционного советника.
- 5 день** Анализ финансовых рынков.  
Финансовые вычисления и оценка доходности ценных бумаг.  
Принципы управления портфелем ценных бумаг.