

## КАКОЙ В НОВЫХ УСЛОВИЯХ ДОЛЖНА БЫТЬ СТРАТЕГИЯ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА

**Абрамов А.Е.**, к.э.н., заведующий лабораторией анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС;

**Косырев А.Г.**, м.н.с. лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС;

**Чернова М.И.**, н.с. лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС

В новых условиях необходимо переосмысление экономической политики, включая меры по поддержке функционирования и развитию фондового рынка. С учетом особенностей текущего кризиса вряд ли возможно простое воспроизведение мер из прошлого опыта антикризисного управления. Долгосрочные меры реагирования должны учитывать такие факторы, как длительный характер санкций, высокая инфляция и повышенная волатильность курса рубля.

В краткосрочной перспективе важно налаживание системы оперативного реагирования на такие проблемы, как блокировка активов частных лиц в иностранных депозитариях, наложение санкций на крупнейшие финансовые организации, риски банкротства ряда финансовых структур и эмитентов.

В числе текущих проблем рынка прежде всего низкая информированность и нарушения прав клиентов брокеров при смене мест хранения ценных бумаг, открытии и закрытии индивидуальных инвестиционных счетов граждан; нарушения брокерами обязательств по своим договорам с клиентами.

Учитывая, что основной движущей силой внутреннего рынка будут выступать преимущественно внутренние частные инвесторы, необходимо реализовать меры, стимулирующие их сбережения, способствующие предложению надежных и прозрачных инвестиционных продуктов, а также снижению экономической и административной нагрузки на участников фондового рынка. В настоящей статье мы предлагаем такого рода меры.

### Текущее состояние и проблемы финансового рынка

В условиях изоляции внутреннего фондового рынка от глобального масштабы падения цен долевых ценных бумаг российских эмитентов на них существенно различались. На внутреннем рынке после восстановления биржевой торговли с 24 марта снижение цен акций было умеренным из-за запрета на продажи ценных бумаг нерезидентами и укрепления рубля за счет введения валютных ограничений. Капитализация эмитентов на Московской бирже снизилась с 62,6 трлн руб. в 2021 г. до 47,2 трлн руб.

в I квартале 2022 г., или на 24,6%. По сравнению с 2021 г. на 31 марта 2022 г. индекс МосБиржи снизился на 27,7%, а индекс РТС – на 36%.

На облигационном рынке в I квартале 2022 г. широкий индекс ОФЗ RGBI TR снизился на 11,8%, доходность к погашению выросла с 8,45% на конец 2021 г. до 11,83% на 1 апреля; индекс корпоративных облигаций IFX-Cbonds снизился на 2,8%, при этом доходность к погашению выросла с 8,85 до 15,15% на 1 апреля. Более сложной является ситуация на рынке суверенных еврооблигаций. Объем суверенного долга в еврооблигациях составляет 40,7 млрд долл.; 98,6 млрд долл. – объем еврооблигаций российских компаний.

Наиболее актуальными текущими проблемами на рынке являются: погашение долгов по еврооблигациям; размораживание иностранных активов, принадлежащих российским частным лицам; установление более стабильных правил игры в условиях массового перемещения счетов и активов клиентов между брокерами; защита владельцев индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС) от налоговых санкций в случаях вынужденного закрытия ими указанных счетов из-за действия санкций; улучшение информированности граждан при принятии тех или иных решений финансовыми регуляторами и участниками рынка. В ряде случаев финансовым регуляторам удается находить эффективные решения, например, в сфере поддержания стабильности валютного курса и конвертируемости рубля, использования схем погашения обязательств по еврооблигациям в рублях, восстановления работы биржевых рынков акций и облигаций. На предложение Минфина о выкупе облигаций «Россия-2022» откликнулось значительное число внутренних инвесторов – было выкуплено 72% всего выпуска.

### **Долгосрочная стратегия**

В долгосрочной перспективе основные риски участников рынка связаны с проблемами: повышенной инфляции и волатильности курса рубля; недостаточной ликвидности внутреннего рынка; усиления информационной асимметрии на рынке из-за закрытия доступа к популярным иностранным информационным ресурсам; банкротства финансовых организаций и эмитентов корпоративных облигаций из-за невозможности рефинансирования долгов. Предлагаемые меры по поддержке частных инвесторов структурированы с учетом перечисленных выше проблем.

### *Смягчение рисков инфляции и волатильности рубля*

Создание эффективных инструментов для вложений частных лиц в золото и в жилую недвижимость с помощью крупных биржевых ПИФов с физическими запасами драгоценных металлов в качестве активов, прозрачных паевых фондов рентного типа и недвижимости.

Необходим более активный выпуск государственных ценных бумаг, индексированных на инфляцию и доступных частным лицам. В действующей структуре выпусков ценных бумаг Министерством финансов облигации, индексируемые на инфляцию, а также ориентированные на население выпуски пока занимают скромное место. В 2021 г. на ОФЗ-ИН приходилось всего 5,1% общей стоимости ОФЗ в обращении, на ОФЗ-н – всего 0,3%. По нашему мнению, Минфину целесообразно расширять сеть продаж облигаций ОФЗ-н через биржевой маркетплейс «Финансовые услуги» и платформы брокеров и управляющих компаний, а также поддерживать доходность

## Какой в новых условиях должна быть стратегия развития фондового рынка

данных выпусков ОФЗ для частных инвесторов на уровне не ниже других выпусков госбумаг с аналогичной дюрацией.

Еврооблигации российских эмитентов давно стали составной частью внутреннего облигационного рынка. Их основными держателями, как правило, на 50–70% выступают резиденты. Целесообразно отказаться от практики заимствований у внутренних инвесторов средств с помощью данного инструмента. Необходимо развивать выпуски внутренних валютных облигаций в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.

Для стимулирования роста публичных размещений акций на внутренних биржах целесообразно разработать нормативные документы, позволяющие осуществлять IPO компаний по процедурам SPACs – размещений акций «бланковых» компаний с их последующим слиянием с непубличными компаниями-целями.

Необходимо развитие рынка криптовалют как инвестиционного актива, альтернативного доллару, а также создание биржевых паевых фондов на криптовалюту.

### *Ликвидность внутреннего фондового рынка*

По нашим оценкам<sup>1</sup>, вложения только частных инвесторов на внутреннем рынке акций, облигаций, инвестиционных паев ПИФов и инструментов денежного рынка у брокеров составляют около 140 млрд долл. Это сумма аналогична вложениям нерезидентов в акции и облигации российских эмитентов. Еще около 170–180 млрд долл. хранятся в виде наличных рублей и валюты у населения. До февральских событий 2022 г. доля физических лиц в объемах торгов на рынке акций составляла около 40%; после восстановления биржевого рынка 25 марта она выросла до 58%. Крупные и ликвидные рынки акций, такие как китайский (в Шанхае) и южнокорейский, на 80 и 84% соответственно формируют свою ликвидность за счет средств частных инвесторов<sup>2</sup>.

В отдельных случаях для поддержки внутреннего облигационного рынка могли бы использоваться специальные программы количественного смягчения, аналогичные тем, что регулярно используются в США, Европейском союзе и в Японии. В целях содействия корпоративным эмитентам в погашении внешних долгов Банк России мог бы вернуться к практике предоставления валютных свопов, т.е. краткосрочного финансирования сделок по погашению внешних долгов.

### *Правовая защита частных инвесторов*

Проблемы высоких операционных и кредитных рисков клиентов брокеров проявились в случае со списанием ценных бумаг клиентов компании «Универ Капитал». Для решения указанной проблемы необходимо внести изменения в стандарты брокерской деятельности, предполагающие получение согласия от клиентов при осуществлении заимствований их ценных бумаг. В правилах торгов на Мосбирже целесообразно предусмотреть возможность открытия отдельного торгового счета ценных бумаг для тех клиентов брокеров, которые не уполномочили своего брокера на использо-

1 URL: [http://www.cbr.ru/statistics/macro\\_itm/households/](http://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/households/)

2 Osipovich A. Individual-Investor Boom Reshapes U.S. Stock Market // The Wall Street Journal on-line. 31 August. 2020. URL: <https://www.wsj.com/articles/individual-investor-boom-reshapes-u-s-stock-market-11598866200>

вание принадлежащих им активов в целях кредитования третьих лиц. При этом тарифы биржи и ее инфраструктурных организаций, а также тарифы брокеров и их депозитариев не должны быть дискриминационными по отношению к указанным счетам и клиентам брокеров, не разрешающим заимствовать их активы.

В течение года следует создать институт страхования сохранности средств клиентов у брокеров со страховым фондом, аналогичный программам сохранности средств клиентов Корпорации по защите инвесторов в ценные бумаги (SIPC) на сумму до 500 тыс. долл. SIPC не страхует от рыночных рисков, а занимается восстановлением денежных средств и ценных бумаг клиентов, оставленных в руках обанкротившихся или иным образом испытывающих финансовые затруднения брокерских фирм.

Необходимы уточнение функций саморегулируемых организаций (СРО), усиление их роли в защите прав пользователей финансовых услуг. В нынешнем виде СРО в одном лице выступает как цеховой лоббист и одновременно защитник потребителей услуг, оказываемых членами цеха. Целесообразно более полно учесть действующий международный опыт в данной сфере, в частности, работу ассоциации FINRA в США. Ее главная цель – защита потребителей, а ее доходы формируются просто в виде небольшой комиссии, взимаемой по каждой финансовой сделке.

### *Борьба с рисками информационной асимметрии*

В настоящее время ни один из российских информационных ресурсов не предоставляет доступную информацию о финансовых показателях деятельности российских публичных акционерных обществ (ПАО), рассчитываемых по консолидированной финансовой отчетности и по признанной международной методологии. Это, в условиях ограничения доступа российских участников рынка к данной информации с помощью терминалов Bloomberg и Reuters, создает серьезные трудности в принятии инвестиционных решений, равно как и в составлении объективной оценки стоимости финансовых инструментов в отчетности финансовых структур. Для решения этой проблемы необходим пересмотр стандартов раскрытия информации эмитентов и доступа к информации российских информационных ресурсов и их пользователей.

### *Предотвращение избыточной концентрации бизнеса в крупных госструктурах*

Необходимы меры по ускоренному развитию независимого финтеха на базе частных компаний (услуги робо-консультантов, брокеров и т.п.) и расширению возможности работы таких компаний с денежными средствами и платежами клиентов. Такие финтех-компании эффективнее, чем крупные государственные структуры, переживающие санкции и найдут возможность для доступа своих клиентов к глобальным рынкам и услугам.

Важно пересмотреть действующие стандарты работы финансовых посредников при продажах особо рискованных продуктов, таких как структурные продукты, инвестиционное страхование жизни (ИСЖ) и ряд других. Необходима политика упрощения и высокой прозрачности доступных населению инвестиционно-финансовых продуктов.