

Экономическая модель компенсационного фонда в России

Юрий Алексеевич Данилов, к. э. н., ведущий научный сотрудник
Института прикладных экономических исследований РАНХиГС,
г. Москва
E-mail: danilov-ya@ranepa.ru, ORCID 0000-0002-0005-651X

Аннотация

Произошедшая в России макроэкономическая стабилизация привела к частичному перемещению сбережений населения из банковских вкладов на рынок ценных бумаг, что предопределяет актуальность создания институтов, обеспечивающих минимизацию нерыночных рисков мелких инвесторов. Как показывает мировой опыт, среди таких институтов важнейшим является компенсационный фонд. В статье рассматриваются проекты создания в России компенсационного фонда, при этом представлены результаты пересчета прогнозного баланса такого фонда, опирающиеся на предпосылки подхода Национальной ассоциации участников фондового рынка, но на основе последних данных, которые существенно изменились за последние два года в результате взрывного роста инвестиций домохозяйств на рынке ценных бумаг. Было показано, что в новых условиях невозможно обеспечить достаточное финансирование компенсационных фондов на основе ранее предполагавшихся источников. Автор предлагает расширить перечень источников финансирования компенсационного фонда, ориентируясь на имеющийся международный опыт. В статье приводятся прогнозные расчеты баланса фонда и коэффициентов его достаточности на основе данных предложений, которые показывают, что данная модель компенсационного фонда является состоятельной и может быть внедрена в максимально короткие сроки. Рассматриваются дальнейшие перспективы развития национальной компенсационной системы, которая могла бы включать компенсационные фонды в различных сегментах финансового рынка.

Ключевые слова: компенсационный фонд, сбережения домохозяйств, стимулирование долгосрочных инвестиций, защита интересов инвесторов, индивидуальные инвестиционные счета, ценные бумаги, компенсационная система, нерыночные риски

JEL: G18, G20, G23, G28

Благодарности: Статья написана на основе научно-исследовательских работ, выполненных в РАНХиГС в рамках государственного задания. Автор выражает искреннюю благодарность коллегам, высказавшим критические замечания и предложившим ряд ценнейших идей для более глубокой проработки материала, который лег в основу настоящей статьи. Особая благодарность — председателю правления НАУФОР А. Тимофееву, управляющему Федеральным общественно-государственным фондом по защите прав вкладчиков и акционеров М. Сафиулину, а также экспертам данного фонда, проделавшим детальный критический разбор ряда концептуальных вопросов предлагаемой модели.

Для цитирования: Данилов Ю. А. Экономическая модель компенсационного фонда в России // Финансовый журнал. 2020. Т. 12. № 1. С. 87–104. DOI: 10.31107/2075-1990-2020-1-87-104.

DOI: 10.31107/2075-1990-2020-1-87-104

Economic Model of Compensation Fund in Russia

Yuri A. Danilov¹

E-mail: danilov-ya@ranepa.ru, ORCID 0000-0002-0005-651X

¹ Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow 119571, Russian Federation

Abstract

The macroeconomic stabilization that took place in Russia has led to a partial transfer of household savings from bank deposits to the securities market. This process determines the relevance of creating institutions to minimize the non-market risks of small investors. As global experience shows, among such institutions, the most important one is the compensation fund. The article discusses projects for the creation of a compensation fund in Russia, previously proposed by the Bank of Russia and the National Association of Stock Market Participants (NAUFOR). The results of recalculating the forecast balance of the compensation fund are presented, based on the previously formulated prerequisites of NAUFOR, but also underpinned by the latest quantitative data, which have changed significantly over the past two years as a result of explosive growth of household investments in the securities market. It is shown that in the new conditions it is impossible to ensure the adequacy of financing of compensation funds on the basis of previously proposed sources. The author presents a new approach to the formation of a compensation fund in Russia, which takes into account not only the new Russian realities, but also the existing global experience in the field of creating compensation funds. In the framework of this approach, the author proposes expanding the list of financing sources for the compensation fund. The article provides forecast estimates of the fund balance and ratios of compensation fund adequacy, calculated on the basis of these proposals, which indicate that this model of the compensation fund is economically viable and could be implemented as soon as possible. Further prospects for the development of a national compensation system, which could include compensation funds operating in various segments of the financial market, are considered.

Keywords: compensation fund, household savings, stimulation of long-term investments, protecting the interests of investors, individual investment accounts, securities, compensation system, non-market risks.

JEL: G18, G20, G23, G28

Acknowledgements: The article is written on the basis of research work carried out at RANEPA within the framework of a state task. The author is sincerely grateful to colleagues who provided critical comments and suggested a number of valuable ideas for a deeper study of the material that formed the basis of this article. The author would like to express his gratitude to Chairman of the Board of NAUFOR Alexey Timofeev, and Manager of the Federal Public-State Foundation for the Protection of Investors and Shareholders Rights Marat Safiulin, as well as the experts of the fund, who performed a detailed critical analysis of several conceptual issues of the proposed model. Special thanks also go to the authors of two anonymous reviews, who conducted a conscientious critical analysis, the conclusions of which allowed the author of the present article to improve a number of provisions in its final version.

For citation: Danilov Yu.A. Economic Model of Compensation Fund in Russia. *Financial Journal*, 2020, vol. 12, no. 1, pp. 87–104 (In Russ.). DOI: 10.31107/2075-1990-2020-1-87-104.

ВВЕДЕНИЕ

В настоящее время в России существуют и обсуждаются проекты создания компенсационного фонда на рынке ценных бумаг, целью которого выступает гарантирование инвестиций, размещенных на индивидуальных инвестиционных счетах (далее — ИИС).

Банк России разработал доклад для общественных консультаций «Создание системы гарантирования на рынке ценных бумаг» [Банк России, 2017], аналогичный проект разработала и продвигает Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР). В июне 2017 г. законопроект, предусматривающий страхование инвестиций на ИИС, прошел первое чтение в Государственной думе¹. Эти проекты реализуют представление о том, что требуется последовательное движение к созданию системы страхования инвестиций на рынке ценных бумаг, первым шагом на пути которого должно стать создание защиты инвестиций частных инвесторов только в рамках ИИС.

Такое представление возникло на основе существующего мнения о невозможности сформировать источники финансирования компенсационного фонда в количестве, достаточном для защиты всех инвестиций неквалифицированных частных инвесторов на рынке ценных бумаг от нерыночных рисков. Работающая экономическая модель компенсационного фонда в Российской Федерации должна опираться на регулярные взносы участников рынка, затраты на которые они готовы нести без ущерба для собственного финансового состояния.

Однако существующий международный опыт свидетельствует о том, что по крайней мере в условиях развивающихся рынков работающая экономическая модель компенсационного фонда использует большее число источников финансирования. Данная статья в значительной мере опирается на мировой опыт формирования компенсационных фондов, в первую очередь в странах с развивающимися финансовыми рынками. Основные характерные черты мирового опыта создания компенсационных фондов были рассмотрены в предыдущем исследовании [Данилов Ю. А., 2019a]. Наиболее принципиальные элементы моделей компенсационных фондов, функционирующих в разных странах мира, были также описаны в работах [Алешина А. В., 2003; Рубцов Б. Б., 2009; Данилов Ю. А., 2016; Банк России, 2017]. Наряду с мировым опытом в настоящей статье учитываются многочисленные специфические особенности российского финансового рынка, которые до сих пор препятствуют созданию в России компенсационных фондов.

Тезис о необходимости создания в России компенсационных фондов был заявлен достаточно давно, после кризиса 2008 г. он стал фактически обязательным элементом программ и концепций развития финансового рынка, разрабатывавшихся как государством², так и объединениями финансовых организаций (см., например, [НАУФОР, 2008]).

При обсуждении проблемы создания компенсационных фондов в России в рамках подготовки Стратегии развития России до 2024 года рядом экспертов высокого уровня в качестве главного препятствия называлась невозможность функционирования в текущих условиях приемлемой экономической модели компенсационного фонда³. Однако, опираясь на международный опыт, в настоящей статье автор намерен предложить такую модель, показав, что она может функционировать в современных российских условиях, и указав на те условия, которые обеспечивают такое функционирование.

¹ Законопроект 76910-7 «О страховании инвестиций физических лиц на индивидуальных инвестиционных счетах (в части создания в Российской Федерации системы страхования инвестиций, размещенных гражданами на индивидуальных инвестиционных счетах)». URL: <https://sozd.duma.gov.ru/bill/76910-7>.

² План мероприятий по созданию международного финансового центра в Российской Федерации. Утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 11 июля 2009 г. № 911-р; О мерах по совершенствованию регулирования и развития рынка ценных бумаг на 2008–2012 годы и на долгосрочную перспективу. Доклад на заседании Правительства РФ // Коммерсантъ. 2008. 19 марта. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/868875>.

³ Основные положения подготовленной стратегии развития небанковского сектора и финансовых рынков в рамках данной Стратегии представлены в работах [Данилов Ю. А., Абрамов А. Е., Буклемишев О. В., 2017; Данилов Ю. А., Буклемишев О. В., Абрамов А. Е., 2017], включая обсуждение дискуссионных вопросов по итогам подготовки данной стратегии.

ОЦЕНКА СУЩЕСТВУЮЩИХ ПРОЕКТОВ ПО СОЗДАНИЮ КОМПЕНСАЦИОННОГО ФОНДА

Подход Банка России во главу угла ставит вопрос о том, кто будет управлять имуществом фонда [Банк России, 2017, с. 16], придавая действительно принципиальным вопросам более низкий уровень значимости.

В отношении источников формирования фонда Банк России считает целесообразным «установить следующие источники формирования средств фонда:

- взносы профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся участниками системы гарантирования ИИС;
- денежные средства и иное имущество, полученные от удовлетворения прав требования оператора фонда страхования инвестиций, приобретенных в результате выплаты им страхового возмещения;
- доходы от инвестирования временно свободных средств фонда страхования инвестиций;
- иные доходы, не запрещенные законодательством Российской Федерации» [Банк России, 2017, с. 17].

Предельный размер страховых выплат Банк России предлагает установить на уровне 1,4 млн руб., что уравнивает размер страхового покрытия по ИИС с аналогичным параметром системы страхования вкладов, что представляется разумным.

НАУФОР ранее уже разработала предложения по источникам формирования и экономике компенсационного фонда. В рамках этих предложений фактически впервые в России был сформулирован проект экономической модели компенсационного фонда. В соответствии с предложениями НАУФОР такой фонд на первом этапе будет покрывать потери только инвесторов, открывших ИИС, а затем, по мере его пополнения, он может быть использован для покрытия всех убытков инвесторов, заключивших договоры на брокерское обслуживание на рынке ценных бумаг и на доверительное управление ценными бумагами.

В соответствии с этими предложениями предполагалось, что будут использоваться только два регулярных источника формирования фонда:

- взносы членов НАУФОР в размере 0,1 % от суммы активов клиентов на брокерских счетах и счетах доверительного управления (0,1 % от размера активов является консенсусом участников НАУФОР, которые готовы были ежегодно выплачивать такую сумму);
- инвестиционный доход от размещения средств фонда⁴.

Кроме того, сотрудниками НАУФОР предлагалось, чтобы в качестве единовременного стартового взноса в компенсационный фонд использовались средства Федерального общественно-государственного фонда по защите прав вкладчиков и акционеров в размере 1,3 млрд руб.⁵

На основе проведенного разработчиками расчета прогнозной величины фонда на 10-летний период ими предполагалось, что в первые годы наполнения фонда будет существовать мораторий на выплаты возмещений инвесторам. На четвертый год существования фонда будет снят мораторий по выплатам возмещений по ИИС; на шестой год — по выплатам возмещений по всем брокерским счетам и счетам доверительного управления.

⁴ На основе неопубликованных материалов НАУФОР, предоставленных автору для ознакомления руководством этой ассоциации.

⁵ Следует отметить, что данное предложение, возможно, не было согласовано НАУФОР с самим Федеральным общественно-государственным фондом по защите прав вкладчиков и акционеров.

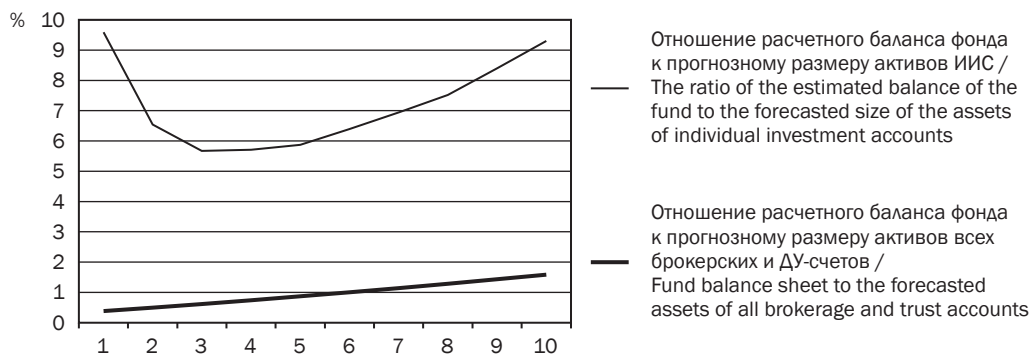
Необходимо отметить, что НАУФОР впервые разработала прогнозную модель компенсационного фонда в 2015 г. — еще до того момента, когда макроэкономическая стабилизация привела к взрывному усилению перетока сбережений населения из банковских депозитов в инструменты инвестирования на небанковском финансовом рынке. Поэтому в этих расчетах закладывались темпы роста объемов активов ИИС и активов всех брокерских счетов и счетов доверительного управления (далее — ДУ-счетов), оказавшиеся значительно ниже реально наблюдаемых в последние годы темпов роста.

Прогнозные расчеты были сделаны специалистами НАУФОР, исходя из предположения о ежегодном росте активов брокерских счетов и ДУ-счетов (включая активы ИИС), являющихся базой для расчета взносов участников компенсационного фонда, на 5 %. При этом размер инвестиционного дохода (дохода от размещения активов фонда) прогнозируется на уровне 10 % годовых, а размер расходов на содержание оператора фонда — 1 % от баланса фонда.

Основанные на этих предположениях расчеты показали, что прогнозный баланс компенсационного фонда должен вырасти со стартовых 1,3 млрд руб. до 5,3 млрд руб. на пятый год существования фонда и до 12,3 млрд руб. на десятый год. Результаты расчетов прогнозных коэффициентов достаточности фонда приведены на рис. 1.

Рисунок 1

Прогнозные коэффициенты достаточности компенсационного фонда (по годам его существования) в соответствии с предположениями и расчетами НАУФОР, сделанными в 2015 году / Predicted ratios of the compensation fund adequacy (by years of its existence), in accordance with the assumptions and calculations of NAUFOR, made in 2015



Источник: рассчитано автором по данным НАУФОР / Source: calculated by the author according to NAUFOR.

Исходя из этих расчетов непонятно, почему НАУФОР предлагала снимать мораторий на выплаты на четвертый и на шестой годы. На наш взгляд, коэффициенты достаточности фонда, основанные на изначальных предположениях НАУФОР, указывают на возможность отсутствия моратория на выплаты возмещений по ИИС с самого первого года существования компенсационного фонда⁶.

⁶ Возможность не предусматривать мораторий при описанных условиях обусловлена высоким соотношением расчетного баланса фонда и прогнозного размера ИИС. Данное соотношение превосходит известные нам объемы убытков (в процентах к общему размеру страхуемых активов), покрытие по которым проводилось за счет компенсационных фондов в разных странах.

ПРИМЕНЕНИЕ ПОДХОДА НАУФОР В УСЛОВИЯХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ СТАБИЛИЗАЦИИ И ВЗРЫВНОГО РОСТА ИНВЕСТИЦИЙ ГРАЖДАН НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Методический подход НАУФОР к формированию экономической модели компенсационного фонда представляется весьма ценным, поэтому были проведены расчеты на основе выше перечисленных предположений НАУФОР, скорректированных с учетом изменившейся динамики роста показателей размера активов, служащих базой для расчета взносов участников компенсационного фонда, а также изменившейся безрисковой доходности. Все эти изменения произошли в результате макроэкономической стабилизации.

По итогам 2018 г. общая сумма инвестиций граждан в виде активов на брокерских счетах, ДУ-счетах и ИИС (накопленным итогом, рыночная оценка) составила 2,02 трлн руб., из которых 1,5 трлн руб. размещены на брокерских счетах (без учета ИИС), 400 млрд руб. — на ДУ-счетах (без учета ИИС), и 120 млрд руб. — на ИИС [НАУФОР, 2019]. Значительный рост этих инвестиций, о котором говорилось выше, в количественном выражении выглядит следующим образом: за период 2016–2018 гг. общая сумма инвестиций граждан на брокерских счетах, ДУ-счетах и ИИС выросла почти в три раза (данный показатель по итогам 2016 г. составлял 690 млрд руб.). При этом динамика активов ИИС была существенно выше: за период 2016–2018 гг. размер активов, размещенных на ИИС, вырос в шесть раз (с 20 млрд до 120 млрд руб.). Если учитывать также инвестиции граждан, осуществляемые посредством открытых паевых инвестиционных фондов, общая сумма их инвестиций в небанковском сегменте финансового рынка за указанный период выросла с 1,0 до 2,2 % ВВП [Данилов Ю. А., 2020].

Поэтому можно предположить, что во второй и третий годы существования компенсационного фонда общая стоимость активов граждан, размещенных на брокерских счетах и ДУ-счетах (включая ИИС), будет расти по 20 % в год, в последующие три года этот рост снизится до 10 %, и до 5 % — в последующие четыре года. Размер активов на ИИС будет расти со скоростью 50 % в год во второй и третий годы, 25 % в год в следующие три года и 10 % в год — в последние четыре года 10-летнего прогнозного периода. Соответственно, снизившаяся безрисковая ставка заставляет предположить, что инвестиционный доход будет составлять не 10, а 8 % ежегодно в первые пять лет существования фонда и 7 % — в последующие пять лет.

Учитывая предварительные итоги 2019 г., очевидно, что изложенные выше предположения, возможно, слишком консервативны. Но их нецелесообразно корректировать по двум причинам. Во-первых, предположения экономической модели компенсационного фонда должны отличаться от количественных оценок, полученных путем экстраполяции, в сторону большей консервативности оценок, для того чтобы получить некоторый «запас прочности» для такой модели. Во-вторых, резкие изменения оцениваемых параметров (характерные для 2019 г.), весьма вероятно, будут компенсироваться в последующие годы, и для формирования «гладкого» ряда предполагаемых значений необходимо предусматривать возможность таких компенсирующих движений.

В расчетах использовано изначальное предположение о том, что профессиональные участники рынка будут отчислять по 0,1 % от размера активов. Несмотря на то что позиция крупнейших участников несколько поменялась (они считают, что ставка взносов должна быть дифференцированной — более низкая для более надежных участников и более высокая для менее надежных), средневзвешенная ставка остается близка к 0,1 %. Кроме того, в настоящее время дискуссия все чаще исходит из предположения, что компенсационный фонд будет покрывать риски только в отношении ИИС. Мы не стали следовать за изменением позиции участников рынка, и в настоящей статье предлагается модель, которая могла бы покрыть нерыночные риски по всем брокерским и ДУ-счетам.

Результаты расчетов прогнозной величины компенсационного фонда (в соответствии с методологией НАУФОР, но с учетом скорректированных количественных предположений — более высокого уровня базы для расчета взносов в компенсационный фонд и более низкого уровня инвестиционного дохода) позволили рассчитать коэффициенты достаточности компенсационного фонда, которые приводятся (в сопоставлении с предыдущим вариантом расчета) в табл. 1.

Таблица 1

Прогнозные коэффициенты достаточности компенсационного фонда, в рамках подхода НАУФОР, примененного в условиях макроэкономической стабилизации / Predicted ratios of compensation fund adequacy, within the framework of the NAUFOR approach, applied in conditions of macroeconomic stabilization

Год	Активы, млрд руб.		Баланс фонда, млрд руб.	Коэффициенты достаточности, %			
	ИИС	всех брокерских и ДУ-счетов		в новых условиях макроэкономической стабилизации		справочно: расчет модели 2015 г.	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5) = (4) : (2)	(6) = (4) : (3)	А	Б
1	120,0	2020,0	3,4	2,84	0,17	9,59	0,38
2	180,0	2424,0	6,1	3,37	0,25	6,54	0,50
3	270,0	2908,8	9,4	3,48	0,32	5,67	0,62
4	337,5	3199,7	13,3	3,93	0,41	5,71	0,74
5	421,9	3519,6	17,7	4,20	0,50	5,87	0,87
6	527,3	3871,6	22,6	4,29	0,58	6,39	1,00
7	580,1	4065,2	28,1	4,84	0,69	6,94	1,14
8	638,1	4268,5	34,0	5,33	0,80	7,52	1,28
9	701,9	4481,9	40,5	5,78	0,90	8,40	1,43
10	772,1	4706,0	47,7	6,18	1,01	9,30	1,59

Примечание: А — отношение расчетного баланса фонда к прогнозируемому размеру активов ИИС, рассчитанное до макроэкономической стабилизации (см. рис. 1); Б — отношение расчетного баланса фонда к прогнозируемому размеру активов всех брокерских и ДУ-счетов, рассчитанное до макроэкономической стабилизации (см. рис. 1).
Источник: рассчитано автором / Source: calculated by the author.

Произошедшая макроэкономическая стабилизация, как ни парадоксально, негативно повлияла на прогнозные показатели достаточности компенсационного фонда. Если применять подход НАУФОР для определения момента снятия моратория на выплаты из компенсационного фонда (при превышении коэффициента достаточности в отношении активов ИИС уровня 5,7 % и при превышении коэффициента достаточности в отношении активов на всех брокерских счетах и ДУ-счетах уровня 1,0 %), то снятие моратория произойдет лишь на девятый и десятый годы существования фонда⁷. На наш взгляд, это обесмысливает создание компенсационного фонда в рамках существующего подхода.

Нетрудно заметить, что ухудшение показателей достаточности компенсационного фонда происходит в результате сокращения относительной доли первоначального взноса, который мог рассматриваться как достаточно крупный до того, как в результате макроэкономической стабилизации значительная часть сбережений населения переместилась на рынок ценных бумаг. В новых условиях проблему не решить одним относительно

⁷ Накопленные в России данные о размере ущерба, который был нанесен инвесторам вследствие нарушения профессиональными участниками рынка ценных бумаг своих обязательств, недостаточны для того, чтобы рассчитать вероятность наступления страховых случаев и прогнозные размеры страховых возмещений. Поэтому на сегодняшний день прогнозные коэффициенты достаточности компенсационного фонда — единственные количественные ориентиры, на основании которых можно строить предположения о времени действия моратория (в целом соответствующие мировому опыту).

крупным взносом, нужны решения системного характера, соответствующие мировой практике в данной области, представленной в работах [Алешина А. В., 2003; НАУФОР, 2008; Вахрушин И. В., 2009; Рубцов Б. Б., 2009; Данилов Ю. А., 2016].

ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО СОЗДАНИЮ КОМПЕНСАЦИОННОГО ФОНДА В РОССИИ В СООТВЕТСТВИИ С МИРОВОЙ ПРАКТИКОЙ

Описанные выше проекты создания компенсационного фонда в Российской Федерации не рассматривают иные варианты формирования имущества фонда, которые активно применяются во многих странах с развитыми и развивающимися финансовыми рынками. Как было показано в [Данилов Ю. А., 2019а], характерными чертами структуры финансирования компенсационных фондов в странах с развивающимися финансовыми рынками являются:

- участие государства в поддержке компенсационных фондов;
- использование части ресурсов национальной фондовой биржи (такая практика применяется, например, в Гонконге⁸ и Китае [Рубцов Б. Б., 2009]; в Индии две крупнейшие биржи кредитуют созданный в 2019 г. межбиржевой компенсационный фонд⁹).

Как представляется, Россия принципиально ничем не отличается от своих конкурентов на мировом рынке капитала. На наш взгляд, необходимо (с учетом мировой практики) расширить перечень источников формирования компенсационного фонда в России по сравнению с теми источниками, которые предусматриваются проектами Банка России и НАУФОР. В российских условиях такое расширение возможно прежде всего за счет отчислений, привязанных к объему сделок с финансовыми инструментами, обращающимися на Московской бирже.

Кроме того, в России есть резервы пополнения компенсационного фонда за счет передачи федерального имущества, не используемого (или неэффективно используемого) в хозяйственном обороте, а также (теоретически) — за счет части штрафов, накладываемых на эмитентов, финансовых организаций и их должностных лиц, за нарушение законодательства в области финансовых рынков. И, возможно, самая ценная форма участия государства в поддержке компенсационного фонда — осуществление функций кредитора последней инстанции в отношении национальной компенсационной системы, в которую со временем может войти несколько компенсационных фондов. Такая функция, как показывает мировой опыт [Банк России, 2017, с. 12], достаточно активно используется.

Однако в настоящей статье далее не рассматривается возможность пополнения компенсационного фонда ни за счет неиспользуемого в хозяйственном обороте федерального имущества, ни за счет штрафов за нарушения законодательства в области финансовых рынков. Такие варианты пополнения компенсационного фонда представляются крайне трудно реализуемыми с точки зрения их юридического оформления. Кроме того, предварительные расчеты показали, что, например, размер штрафов не является достаточно значимой величиной в свете прогнозируемого объема компенсационного фонда.

Необходимо отметить, что в перспективе было бы целесообразно создание единого компенсационного фонда для всех сегментов небанковского финансового рынка. Другими словами, такой компенсационный фонд должен использоваться для компенсации потерь инвесторов на рынке ценных бумаг, пайщиков ПИФов, клиентов страховых компаний, микрофинансовых организаций, кредитных кооперативов и участников НПФ,

⁸ *Investor Compensation Fund: Source of Money of the Fund / Investor Compensation Company Limited.* URL: https://www.hkicc.org.hk/investor/source_e.htm.

⁹ *Investor Protection Fund / Fincash.* URL: <https://www.fincash.com/l/investor-protection-fund>.

понесенных вследствие мошенничества или дефолта соответствующих групп небанковских финансовых организаций. Это обеспечит минимизацию нагрузки на фонд, создаваемой как выплатой компенсаций, так и затратами на администрирование фонда. Более того, только в рамках такого подхода становится логичным предложение использовать в качестве первоначального взноса в компенсационный фонд средства Федерального общественно-государственного фонда по защите прав вкладчиков и акционеров.

Однако в настоящее время готовность участвовать в создании компенсационного фонда явно выражена только в рамках профессиональных участников рынка ценных бумаг, объединенных в НАУФОР. Поэтому дальнейшие расчеты будут проводиться с учетом вкладов только одной категории финансовых организаций — профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих брокерское обслуживание и доверительное управление ценными бумагами.

Отчисления в фонд, привязанные к обороту, могут осуществлять как сами участники фонда, так и биржа — источник в любом случае один и тот же. Но вовлечение биржи в участие в компенсационном фонде позволит, во-первых, создать дополнительные инструменты исправления перекосов структуры оборота, сформировавшихся на Московской бирже и, во-вторых, быстрее перейти к формированию единого компенсационного фонда для всех сегментов небанковского финансового рынка.

Следует указать на два наиболее существенных перекоса в структуре биржевого оборота Московской биржи (в сравнении со структурой биржевой торговли в других странах):

- избыточная доля валютной торговли, которая продолжает рост в последние годы;
- слишком высокая доля сделок РЕПО в структуре сделок с ценными бумагами¹⁰.

Кроме того, введение отчислений, привязанных к объему торговли, может способствовать снижению рентабельности высокочастотной торговли (HFT) и, соответственно, снижению ее доли, что в конечном счете приведет к повышению стабильности финансового рынка и снижению его волатильности.

Поэтому предлагается ввести обязательные отчисления в компенсационный фонд в размере 0,001 % от оборота на валютном рынке и 0,0001 % от оборота на рынке РЕПО с ценными бумагами. Такая величина незначима с точки зрения влияния на ликвидность рынков и на рентабельность инвестиционных операций на бирже. В сравнении с комиссией биржи она сопоставима с большинством тарифных планов на валютном рынке и по сделкам РЕПО. Исходя из этого соображения и выбирались ставки отчислений в компенсационный фонд. Следует отметить, что участие национальной биржи в компенсационном фонде с одновременным исправлением перекосов структуры оборота Московской биржи является примером win-win решений, которые давно уже стали нормой в стратегическом

¹⁰ Эти перекосы возникли вследствие достаточно необычного с точки зрения мирового опыта подхода к определению места биржевого рынка на финансовом рынке Российской Федерации. Традиционно валютный рынок и рынок РЕПО являются внебиржевыми рынками, в основном межбанковскими (объем сделок на бирже в данных сегментах, как правило, нулевой). Придание им в России биржевого характера привело к существенно более высокой ликвидности этих рынков по сравнению с тем уровнем ликвидности, который мог быть достигнут на межбанковском рынке. С одной стороны, это способствовало снижению транзакционных издержек участников этих рынков, с другой стороны — привело к ряду негативных последствий и внешних эффектов. Во-первых, в результате биржевого характера валютного рынка и рынка РЕПО в России резко выросла эффективность спекулятивных операций на этих рынках, что привело к повышению ряда системных рисков. Крупнейшим проявлением реализации этих рисков стало обрушение «пирамиды РЕПО» на Московской бирже в 2008 г. Во-вторых, высокая ликвидность валютного рынка и рынка РЕПО оттягивала средства инвесторов и финансовых посредников с традиционных биржевых сегментов финансового рынка, в первую очередь с рынков акций и корпоративных облигаций. Как следствие, ликвидность традиционных биржевых сегментов финансового рынка — рынков акций и корпоративных облигаций в России остается невысокой (объем торговли акциями на Московской бирже снижался в 2012–2013 гг. и 2015–2017 гг. даже в абсолютном выражении).

планировании финансового развития многих стран, но до сих пор не применяются в России [Данилов Ю. А., 2019b]. Объем валютных торгов на Московской бирже в 2018 г. составил 343 трлн руб. После периода интенсивного роста данного показателя с 2010 по 2015 г. (в течение которого он увеличился в 3,9 раза) он стабилизировался¹¹.

Объем сделок РЕПО с ценными бумагами продолжал интенсивный рост вплоть до 2017 г., увеличившись к концу этого года по сравнению с 2010 г. в 5,16 раза. В течение 2018–2019 гг. объемы сделок РЕПО с ценными бумагами несколько снизились (за 2018 г. объем сделок РЕПО с ценными бумагами на Московской бирже составил 315 трлн руб.)¹².

Отмеченные долгосрочные тенденции роста объема валютной торговли и объема сделок РЕПО с ценными бумагами на Московской бирже позволяют в дальнейших расчетах предположить, что среднегодовой прирост суммарного объема этих сделок будет составлять 5 %. Так же, как и в предыдущем расчете, предполагается, что инвестиционный доход будет составлять 8 % ежегодно в первые пять лет существования фонда и 7 % — в последующие пять лет, а расходы на содержание оператора фонда будут составлять 1 % от суммы активов фонда.

Исходя из этих предположений рассчитана прогнозная динамика баланса компенсационного фонда, финансируемого не только за счет взносов профессиональных участников рынка ценных бумаг, но и за счет взносов национальной биржи (привязанных к объему валютных торгов и к объему сделок РЕПО с ценными бумагами) (см. табл. 2).

Таблица 2

Прогноз роста величины баланса компенсационного фонда, млн руб. / Prediction for the growth of the balance sheet of the compensation fund, in million rubles

Год	Активы на брокерских счетах и счетах ДУ	Ежегодный взнос профессиональных участников РЦБ (0,1 % от базы)	Оборот на валютном рынке Московской биржи	Оборот РЕПО с ценными бумагами на Московской бирже	Ежегодный взнос биржи (0,0001 % от базы)	Инвестиционный доход	Расходы на содержание оператора фонда	Баланс фонда
0			343 000 000	315 000 000				1300,0
1	2 020 000	2020,0	360 150 000	330 750 000	3667,7	104,0	13,0	7078,7
2	2 424 000	2424,0	378 157 500	347 287 500	3851,0	566,3	70,8	13 849,2
3	2 908 800	2908,8	397 065 375	364 651 875	4043,6	1107,9	138,5	21 771,0
4	3 199 680	3199,7	416 918 644	382 884 469	4245,8	1741,7	217,7	30 740,4
5	3 519 648	3519,6	437 764 576	402 028 692	4458,1	2459,2	307,4	40 870,0
6	3 871 613	3871,6	459 652 805	422 130 127	4681,0	2860,9	408,7	51 874,7
7	4 065 193	4065,2	482 635 445	443 236 633	4915,0	3631,2	518,7	63 967,4
8	4 268 453	4268,5	506 767 217	465 398 465	5160,8	4477,7	639,7	77 234,7
9	4 481 876	4481,9	532 105 578	488 668 388	5418,8	5406,4	772,3	91 769,4
10	4 705 970	4706,0	558 710 857	513 101 807	5689,7	6423,9	917,7	107 671,3

Источник: рассчитано автором / Source: calculated by the author.

Прогнозные расчеты коэффициентов достаточности активов фонда показывают, что мораторий на выплаты возмещений по ИИС вводить не требуется начиная с самого первого года существования фонда. Мораторий на выплаты по всем брокерским счетам и счетам доверительного управления должен быть введен на первый год; на второй, третий и четвертый годы существования фонда мораторий может быть ограничен суммами возмещения потерь граждан РФ, превосходящими 1,4 млн руб. по брокерским счетам и 3 млн руб. по счетам доверительного управления (различие уровней обусловлено как минимальностью

¹¹ Рассчитано автором по данным Московской биржи. URL: <http://moex.com/s868>.

¹² Рассчитано автором по данным Московской биржи. URL: <http://moex.com/s868>.

риска дефолта по договорам доверительного управления, так и размерами среднего брокерского счета и среднего счета доверительного управления); может быть полностью снят на пятый год.

Расчет прогнозных коэффициентов достаточности компенсационного фонда приведен в табл. 3.

Таблица 3

**Прогнозные коэффициенты достаточности компенсационного фонда /
Predicted ratios of a compensation fund adequacy financed**

Год	Активы ИИС, млрд руб.	Активы всех брокерских и ДУ-счетов, млрд руб.	Баланс (активы) фонда, млрд руб.	Коэффициенты достаточности, %	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5) = (4) : (2)	(6) = (4) : (3)
1	120,00	2020,00	7,08	5,90	0,35
2	180,00	2424,00	13,85	7,69	0,57
3	270,00	2908,80	21,77	8,06	0,75
4	337,50	3199,68	30,74	9,11	0,96
5	421,88	3519,65	40,87	9,69	1,16
6	527,34	3871,61	51,87	9,84	1,34
7	580,08	4065,19	63,97	11,03	1,57
8	638,09	4268,45	77,23	12,10	1,81
9	701,89	4481,88	91,77	13,07	2,05
10	772,08	4705,97	107,67	13,95	2,29

Источник: рассчитано автором / Source: calculated by the author.

Следует отметить, что в соответствии с проведенными расчетами прогнозная структура финансирования компенсационного фонда будет постепенно приближаться к типовым структурам (см. [Алешина А. В., 2003; Вахрушин И. В., 2009]) финансирования аналогичных фондов в странах с развивающимися рынками (табл. 4).

Таблица 4

**Прогнозная структура финансирования компенсационного фонда /
Predicted structure of compensation fund financing**

Год	Суммарный приход (объем годового финанси- рования), млн руб.	Ежегодный взнос профессиональных участников РЦБ, %	Ежегодный взнос биржи, %	Инвестиционный доход, %
1	5791,7	34,9	63,3	1,8
2	6841,3	35,4	56,3	8,3
3	8060,3	36,1	50,2	13,7
4	9187,1	34,8	46,2	19,0
5	10 436,9	33,7	42,7	23,6
6	11 413,5	33,9	41,0	25,1
7	12 611,4	32,2	39,0	28,8
8	13 906,9	30,7	37,1	32,2
9	15 307,1	29,3	35,4	35,3
10	16 819,6	28,0	33,8	38,2

Источник: рассчитано автором / Source: calculated by the author.

О приближении к типовой структуре существующих компенсационных фондов свидетельствует, во-первых, постоянный рост доли инвестиционного дохода и к концу 10-летнего прогнозного периода его выход на первое место среди источников финансирования и, во-вторых, сохранение высокой доли вноса профессиональных участников рынка ценных бумаг в течение всего прогнозного периода. Прогнозная структура финансирования

компенсационного фонда также подтверждает тезис о том, что без финансового участия национальной биржи работу компенсационного фонда вряд ли удастся запустить. Но если национальная биржа ориентируется на устойчивый долгосрочный рост внутренней базы долгосрочных инвесторов, она, вне всяких сомнений, будет готова пойти на незначительное временное сокращение собственного комиссионного дохода, понимая, что такое сокращение приведет к его росту в долгосрочной перспективе.

Как представляется, такая экономическая модель компенсационного фонда является работающей и может быть внедрена достаточно быстро при наличии соответствующего желания государственных органов. Вместе с тем остаются как минимум два элемента модели компенсационного фонда, которые могут и должны быть усовершенствованы.

Во-первых, на наш взгляд, существуют возможности сдвинуть сроки снятия моратория на компенсационные выплаты за счет передачи компенсационному фонду федерального имущества, не используемого или недостаточно эффективно используемого в настоящее время. Определение перечня такого имущества представляет собой отдельную проблему, анализ которой выходит за рамки настоящей статьи. Вместе с тем очевидно, что такое имущество существует, его объем весьма значителен, и его передача в компенсационный фонд будет способствовать как повышению достаточности имущества компенсационного фонда, так и росту эффективности использования государственного имущества.

Во-вторых, в представленных расчетах не учитываются те потери активов компенсационного фонда, которые неизбежно будут происходить в результате выплаты компенсаций инвесторам. Введение моратория на выплаты в первые годы существования фонда преследует цель устранить или по крайней мере существенно снизить вероятность наступления финансовой неустойчивости компенсационного фонда. Но такой мораторий может и не вводиться, если государство будет предоставлять компенсационному фонду заемные ресурсы (денежные средства на условиях срочности и платности) в случае необходимости, т. е. выступать по отношению к компенсационному фонду кредитором последней инстанции. Именно это делается во многих странах мира, заинтересованных в развитии национального финансового сектора и формировании внутренних долгосрочных инвестиций, служащих важным механизмом поглощения негативных внешних шоков в периоды кризисных явлений на мировом финансовом рынке. Кто именно может выступать в качестве такого кредитора — еще один вопрос, выходящий за рамки настоящей статьи. Но очевидно, что это может быть либо Правительство РФ (в лице Министерства финансов), либо Банк России. Второй вариант видится более логичным, так как именно у Банка России как финансового мегарегулятора имеются все необходимые регулятивные и надзорные инструменты для того, чтобы минимизировать вероятность использования кредитной линии для компенсационного фонда.

В настоящей статье не приводятся оценки возможных выплат компенсаций инвесторам, поэтому представленные расчеты не могут считаться полноценным финансово-экономическим обоснованием предлагаемой модели. На наш взгляд, в настоящее время спрогнозировать более или менее точно размер таких выплат не представляется возможным (в том числе ввиду недостаточности исторических данных), поэтому исследование ограничивается концептуальным описанием предлагаемой модели с ориентацией на максимизацию коэффициентов достаточности компенсационного фонда¹³.

За счет средств фонда могут быть компенсированы потери инвесторов, полученные как вследствие мошенничества, так и вследствие дефолта брокера по обязательствам перед клиентами, возникшим в результате заимствования ценных бумаг клиентов брокером.

¹³ Следует отметить, что такие вероятностные оценки существуют в альтернативных прогнозных моделях компенсационного фонда. При этом в ряде случаев именно прогноз потерь кладется в основу расчетов взносов участников компенсационного фонда.

Ограничение страховых случаев только случаями мошенничества, на наш взгляд, в значительной мере выхолащивает позитивный эффект внедрения компенсационных механизмов в России. Но для того чтобы в перечень страховых случаев входили случаи дефолта брокера, необходимо принять ряд мер, предотвращающих избыточный рост объема таких дефолтов. В целях минимизации риска дефолта брокера необходимо введение на уровне саморегулируемых организаций жестких стандартов пруденциального и поведенческого надзора, предупреждающих принятие брокерами избыточного риска при заимствовании ими ценных бумаг клиентов, а также ограничивающих возможности использования заимствованных ценных бумаг, в первую очередь в части кредитования экзотических структур брокеров. Эти меры, как и приведенные выше предложения по выполнению государством функции кредитора последней инстанции, будут служить снижению риска несостоятельности компенсационного фонда.

Макроэкономическая стабилизация и применяемые в России с 2014–2015 г. налоговые стимулы вызвали к жизни интенсивный переток сбережений домохозяйств из банковского сегмента в небанковские финансовые институты [Данилов Ю. А., 2020]. Этот переток наряду с расширением бизнеса крупнейших профессиональных участников финансового рынка объективно снизил их стимулы в формировании механизмов защиты прав инвесторов, в том числе компенсационного фонда. Однако, на наш взгляд, уже в самом ближайшем будущем они могут столкнуться с сокращением, а возможно, и с прекращением притока сбережений домохозяйств на рынок ценных бумаг. Опрос, проведенный СК «Росгосстрах Жизнь» и банком «Открытие», показал, что россияне готовы формировать сбережения при доходе от 35 тыс. руб. на члена семьи [Ломская Т., 2019]. Количество домохозяйств в России, удовлетворяющих данному требованию, составляет 8,3 млн¹⁴.

С другой стороны, по данным Московской биржи, инвесторами стали уже почти 4 млн российских граждан, в том числе было открыто более 1,5 млн ИИС¹⁵. Доля активных ИИС (т. е. по крайней мере реально наполненных деньгами) стабильно колеблется вокруг уровня 40 % от общего количества открытых ИИС в течение всего периода наблюдений [Данилов Ю. А., 2019с]. Даже если использовать максимально консервативные предположения по числу счетов, приходящихся на одно домохозяйство, только количество активных ИИС уже сейчас примерно соответствует либо даже превосходит долю домохозяйств, готовых инвестировать в относительно рискованные инструменты, к которым относятся ценные бумаги¹⁶. Дополнительным фактором, ограничивающим потенциал роста количества домохозяйств, вовлеченных в операции на рынке ценных бумаг, является отмеченная А. Е. Абрамовым стабилизация доли российских домохозяйств, размер доходов которых позволяет осуществлять сбережения, на достаточно низком уровне после более чем двукратного падения этой доли по сравнению с уровнем 2013 г.¹⁷

Очевидно, что в данной ситуации дальнейший рост инвестиций домохозяйств на рынке ценных бумаг, в том числе с использованием ИИС, возможен за счет вовлечения домохозяйств, имеющих принципиально более консервативные представления о тех или иных приемлемых вариантах инвестирования. Для того чтобы вовлечь сбережения этих домохозяйств в инвестиции на рынке ценных бумаг, необходимо существенно снизить риск потерь таких инвестиций, что возможно только при условии запуска компенсационного фонда, покрывающего нерыночные риски домохозяйств, инвестирующих на

¹⁴ По данным *Euromonitor International Group*.

¹⁵ 1,5 млн ИИС зарегистрированы на Московской бирже / Московская биржа. Пресс-релиз. 12 декабря 2019 г. URL: <https://www.moex.com/n26213/?nt=106>.

¹⁶ Проводившиеся в различное время (начиная с 2006 г.) социологические опросы, включавшие соответствующие вопросы, фиксировали весьма устойчивую величину доли таких домохозяйств в пределах от 6 до 8 %.

¹⁷ См. график, размещенный А. Е. Абрамовым в «Фейсбуке»: <https://www.facebook.com/photo.php?fbid=2053399601472492&set=a.591652154313918&type=3&theater>.

рынке ценных бумаг. Поэтому для сохранения темпов роста своего бизнеса профессиональные участники рынка ценных бумаг будут вынуждены вновь активизировать свою деятельность по созданию компенсационного фонда в ближайшее время.

ВОПРОСЫ УПРАВЛЕНИЯ КОМПЕНСАЦИОННЫМ ФОНДОМ И ПЕРСПЕКТИВЫ ФОРМИРОВАНИЯ В РОССИИ РАЗВЕТВЛЕННОЙ НАЦИОНАЛЬНОЙ КОМПЕНСАЦИОННОЙ СИСТЕМЫ

Вопрос о том, кто будет управлять имуществом фонда, безусловно, важен, но он должен решаться исходя из сформированной модели фонда, включая в первую очередь аспекты его финансирования. Первоначальный взнос, который, как предполагалось в обсуждениях проектов формирования компенсационного фонда в России, будет сделан за счет имущества Федерального общественно-государственного фонда по защите прав вкладчиков и акционеров, создает условия для того, чтобы именно этот фонд стал оператором, управляющим компенсационным фондом. Вместе с тем, если (как это предполагается в наших расчетах) в течение первого же года существования фонда совокупный взнос членов НАУФОР превысит первоначальный взнос, претензии НАУФОР на управление имуществом компенсационного фонда становятся не менее значимыми.

Строго говоря, после значительного увеличения объема активов на брокерских счетах и счетах ДУ, произошедшего вследствие макроэкономической стабилизации, первоначальный взнос стал менее значим для обеспечения устойчивости компенсационного фонда, отодвигая снятие моратория (в отсутствие передачи неэффективно используемого государственного имущества и выполнения государством функций кредитора последней инстанции) максимум на один год. Но участие Федерального общественно-государственного фонда по защите прав вкладчиков и акционеров в формировании и дальнейшем функционировании компенсационного фонда представляется значимым не только (и не столько) вследствие материальных факторов. Участие такого института исключительно важно для формирования в России в перспективе полноценной национальной компенсационной системы.

В настоящее время только члены НАУФОР выразили готовность финансировать компенсационный фонд за счет своих взносов, поэтому распространение практики защиты инвесторов на другие сегменты финансового сектора не только проблематично, но, скорее всего, невозможно. Однако, обкатав технологии работы компенсационного фонда на сегменте брокерских услуг и услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг, в дальнейшем можно с минимальными потерями времени и средств сформировать компенсационные фонды в других сегментах финансового рынка — на рынке страховых услуг, на рынке услуг негосударственных пенсионных фондов в части услуг по негосударственному пенсионному обеспечению¹⁸, на рынке микрофинансовых услуг, на рынке услуг кредитных кооперативов.

Следует отметить, что покрытие рисков микрофинансовых организаций (МФО) и кредитных кооперативов в отличие от покрытия рисков брокеров, негосударственных пенсионных фондов и отчасти страховых компаний не нацелено на стимулирование долгосрочных инвестиций. Но оно преследует не менее значимую цель стимулирования развития мелких и средних предприятий, дефицит которых в структуре современной экономики России также является фактором, сдерживающим экономический рост и снижающим инклюзивность модели экономического развития страны.

¹⁸ *Нерыночные риски в отношении пенсионных накоплений (формируемых негосударственными пенсионными фондами в рамках предоставления услуг по обязательному пенсионному страхованию) в настоящее время покрываются системой гарантирования прав застрахованных лиц.*

При наличии функционирующей компенсационной системы в рамках рынка ценных бумаг регулятор рынка мог бы обуславливать выдачу или продление лицензий финансовым организациям в других сегментах небанковского финансового сектора участием претендента на получение лицензии в компенсационных схемах — ровно так же, как это делается во многих странах мира [Данилов, 2019а].

Имея в виду данную перспективу, можно было бы организовать структуру финансового обеспечения создаваемого на рынке ценных бумаг компенсационного фонда следующим образом (в определенной мере сходным с моделью организации финансов клиринговых систем). Взносы профессиональных участников являются «первым рубежом обороны», и только в случае их недостаточности используются средства Федерального общественно-государственного фонда по защите прав вкладчиков и акционеров («второй рубеж обороны»). Аналогично этому компенсационные фонды, которые могут быть созданы впоследствии за счет взносов финансовых организаций, работающих в иных сегментах финансового рынка, кроме рынка ценных бумаг, также могут предполагать использование средств Федерального общественно-государственного фонда по защите прав вкладчиков и акционеров в качестве «второго рубежа обороны». Третьим рубежом обороны в данном случае могут выступать государственные кредитные ресурсы, предоставляемые при необходимости на условиях срочности, возвратности и платности Банком России или иным государственным органом (если государство будет выступать как кредитор последней инстанции).

В случае формирования такой структуры национальной компенсационной системы функции управления могут быть разделены между:

— саморегулируемыми организациями, объединяющими финансовые организации, действующие в том или ином сегменте финансового рынка, — в отношении создаваемых ими отраслевых компенсационных фондов, рассматриваемых в качестве «первого рубежа обороны»;

— Федеральным общественно-государственным фондом по защите прав вкладчиков и акционеров — в отношении использования средств, составляющих «второй рубеж обороны»;

— государственным органом, осуществляющим функции кредитора последней инстанции.

В такую структуру национальной компенсационной системы могут безболезненно включаться также институты, являющиеся элементами национальной гарантийной системы¹⁹. В качестве таких институтов могут выступать фонды, специализирующиеся на предоставлении обеспечения по долговым обязательствам предприятий реального сектора экономики, которые не имеют достаточного объема залоговой массы. При этом государство по отношению к ним может выступать в качестве гаранта последней инстанции. Таких институтов в России, насколько известно, нет, но они могут появиться в будущем, если Россия будет следовать стратегии догоняющего развития (именно в странах, реализующих подобные стратегии развития, существуют аналогичные институты). Тогда формируемая национальная компенсационная система (в данном случае ее можно также характеризовать как национальную гарантийную систему) сможет не только минимизировать нерыночные риски мелких инвесторов и иных клиентов небанковских финансовых организаций (снижая одновременно социально-политические риски), но и расширять возможности привлечения инвестиций предприятиями реального сектора за счет увеличения объемов залоговой массы.

¹⁹ *Вопрос об объединении национальной компенсационной системы с институтом страхования банковских вкладов является спорным и заслуживает отдельного рассмотрения. Мировая практика в данном случае свидетельствует о неприменимости такого объединения. По крайней мере ни в одной рассмотренной стране такого смешения компенсационных систем с институтами страхования банковских вкладов не практикуется.*

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Важнейшим фактором успешности реформ финансового рынка, как показывает опыт многих стран с развивающимися финансовыми рынками, является наличие ряда эффективно работающих институтов и механизмов, нацеленных на защиту инвесторов, которые в настоящее время отсутствуют в России. Во всех странах, реализовавших успешные программы повышения конкурентоспособности своих финансовых рынков, применялись в том числе механизмы компенсации потерь частных инвесторов на небанковском финансовом рынке, полученных в результате реализации нерыночных рисков.

Использование компенсационных механизмов является обязательным условием сколь-нибудь заметного привлечения сбережений населения на небанковском финансовом рынке. В мире не существует стран, где активное участие населения в инвестициях в ценные бумаги не подкреплялось бы возможностями компенсационных фондов и компенсационных систем. В Европе уже более 20 лет действует Директива 97/9/ЕС²⁰, сделавшая создание национальных компенсационных схем обязательным для стран — членов Евросоюза.

Среди всех нефинансовых стимулов к инвестированию сбережений домохозяйств важнейшую роль играют стимулы, снижающие риски таких инвестиций, в первую очередь нерыночные риски. Связано это с тем, что на конкурирующей части финансового рынка (в банковском сегменте) существует практика страхования вкладов, которая фактически покрывает риски недобросовестности финансовой организации. При создании аналогичного стимула в рамках сегмента небанковских финансовых организаций они станут конкурентоспособны относительно банков по параметру уровня сопутствующих рисков финансового посредника. С этой точки зрения наиважнейшим из всех нефинансовых стимулов является создание компенсационного фонда, который бы покрывал нерыночные риски клиента небанковских финансовых организаций.

Макроэкономическая стабилизация создала уникальный шанс для формирования в России масштабных внутренних источников долгосрочных инвестиций (особенно ценных в условиях внешних санкций). Но необходимо снять розовые очки и четко понять, что без последующих шагов в направлении устранения нерыночных рисков, важнейшим из которых является создание компенсационных механизмов в небанковском сегменте финансового сектора, приток сбережений домохозяйств в этот сегмент может не только прекратиться, но и смениться оттоком, что будет иметь, на наш взгляд, разрушительные последствия.

Создание компенсационного фонда чрезвычайно актуально для России на текущий момент времени. Если он будет создан, переток сбережений из банков (возникший в значительной мере в связи со снижением ставок по депозитам, т. е. это процесс ситуативный) будет направлен на официальный российский финансовый рынок. В противном случае эти высвобождающиеся ресурсы, скорее всего, уйдут за пределы Российской Федерации (в лучшем случае) либо станут добычей мошенников, обещающих заоблачные доходы.

Создание компенсационных механизмов в России, на наш взгляд, намного важнее многих других мер, реализуемых в настоящее время регулятором. Более того, некоторые из этих мер (например, проект категоризации инвесторов в редакции действующего законопроекта), увеличивая надзорную нагрузку на профессиональных участников рынка ценных бумаг и искусственно ограничивая приток сбережений населения на этот рынок, могут подрывать основы экономической модели компенсационных систем вместе с подрывом основ функционирования внутреннего рынка ценных бумаг в целом.

²⁰ *Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council of 3 March 1997 on investor-compensation schemes.*

Расчеты показывают, что в относительно короткие сроки компенсационные фонды в Российской Федерации могут и должны быть созданы. Их отсутствие в настоящее время не просто увеличивает риски инвестирования на рынке ценных бумаг. Отсутствие компенсационной системы многократно (учитывая взрывной рост перетока сбережений населения в небанковские финансовые институты) умножает риски социально-политических потрясений, по сравнению с которыми последствия краха МММ покажутся детскими шалостями.

Список источников

Алешина А. В. Сравнительный анализ моделей регулирования фондовых рынков: дис. ... канд. экон. наук. М., 2003.

Вахрушин И. В. Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы: дис. ... канд. экон. наук. М., 2009.

Данилов Ю. А. Поворот домохозяйств к финансовому рынку — реакция на макроэкономическую стабилизацию / Экономическая политика России: турбулентное десятилетие (2008–2018). М.: Изд-во Ин-та экономической политики им. Гайдара, 2020 (в печати).

Данилов Ю. А. Мировой опыт создания компенсационных фондов // Экономическое развитие России. 2019. № 3. С. 34–44.

Данилов Ю. А. Стратегическое планирование финансового развития: как учесть мировой опыт в российской практике // Государственная служба. 2019. № 1 (117). С. 71–80.

Данилов Ю. А. Индивидуальные инвестиционные счета: результаты внедрения и перспективы развития // Экономическое развитие России. 2019. № 1. С. 44–54.

Данилов Ю. А. Опыт реформ финансовых рынков в странах — конкурентах России на глобальном рынке капитала. М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2016. 164 с.

Данилов Ю. А., Абрамов А. Е., Буклемишев О. В. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. М.: Центр стратегических разработок, июль 2017.

Данилов Ю. А., Буклемишев О. В., Абрамов А. Е. О необходимости реформы финансовых рынков и небанковского финансового сектора // Вопросы экономики. 2017. № 9. С. 28–50. URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2017-9-28-50>.

Ломская Т. Эксперты назвали комфортный для накоплений уровень дохода россиян // РБК. 2019. 16 сентября. URL: https://www.rbc.ru/finances/16/09/2019/5d7bc96a9a7947478ca14388?from=from_main.

Данные активности граждан на фондовом рынке за 2018 год / НАУФОР, 2019. URL: <https://naufor.ru/tree.asp?n=16433&hk=20190304>.

Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года). М.: НАУФОР, 2008.

Рубцов Б. Б. Фондовый рынок КНР // Вестник НАУФОР. 2009. № 2.

Создание системы гарантирования на рынке ценных бумаг. Доклад для общественных консультаций. М.: Банк России, 2017.

Поступила в редакцию 19 сентября 2019 г.

Принята к публикации 10 февраля 2020 г.

References

Aleshina A.V. (2003). Comparative Analysis of Stock Market Regulation Models: diss. ... of PhD in Economics. Moscow (In Russ.).

Bank of Russia (2017). Creation of Guarantee System at the Securities Market. Report for public consultation. Moscow: Bank of Russia, 2017 (In Russ.).

Danilov Yu.A. (2020). Household Turning to the Financial Market — Response to Macroeconomic Stabilization. In: Russia's Economic Policy: the Turbulent Decade (2008–2018). Moscow: Gaidar Institute Publ. (Forthcoming) (In Russ.).

Danilov Yu.A. (2019a). Creating Compensation Funds: World Experience. *Ekonomicheskoe razvitie Rossii — Russian Economic Developments*. 2019, no. 3, pp. 34–44 (In Russ.).

Danilov Yu.A. (2019b). Strategic Planning of Financial Development: How to Take into Account World Experience in Russian Practice. *Gosudarstvennaya sluzhba — Public Administration*, no. 1 (117), pp. 71–80 (In Russ.).

Danilov Yu.A. (2019c). Individual Investment Accounts: Results of Introduction and Development Prospects. *Ekonomicheskoe razvitie Rossii — Russian Economic Developments*, no. 1, pp. 44–54 (In Russ.).

Danilov Yu.A. (2016). The Experience of Financial Markets Reforms in the Countries — Competitors of Russia in the Global Capital Market. Moscow: Gaidar Institute Publ. (In Russ.).

Danilov Yu.A., Abramov A.E., Buklemishev O.V. (2017). Reform of Financial Markets and the Non-Banking Financial Sector. Moscow: Tsentr strategicheskikh razrabotok, July (In Russ.).

Danilov Yu.A., Buklemishev O.V., Abramov A.E. (2017). Urgency of Financial Markets' and Non-Banking Financial Sector Reform. *Voprosy ekonomiki*, no. 9. pp. 28–50 (In Russ.). Available at: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2017-9-28-50>.

Lomskaya T. (2019). Experts Named the Income Level Comfortable for Savings in Russia. RBC, September 16 (In Russ.). Available at: https://www.rbc.ru/finances/16/09/2019/5d7bc96a9a7947478ca14388?from=from_main.

NAUFOR (2019). Data on the Activity of Citizens at the Stock Market for 2018 (In Russ.). Available at: <https://naufor.ru/tree.asp?n=16433&hk=20190304>.

NAUFOR (2008). The Russian Stock Market and the Creation of an International Financial Center. The Ideal Model of the Russian Stock Market for the Long Term (until 2020). Moscow: NAUFOR (In Russ.).

Rubtsov B.B. (2009). Chinese Stock Market. *Vestnik NAUFOR — Bulletin of NAUFOR*, no. 2 (In Russ.).

Vakhrushin I.V. (2009). China Securities Market: State, Development, Prospects: diss. ... of PhD in Economics. Moscow (In Russ.).

Received 19.09.2019

Accepted for publication 10.02.2020