

Екатерина Ганцева

генеральный директор ООО «Контрада
Капитал»

Доверие + стабильность

Компании использовали ЗПИФы как внешние центры создания стоимости, как инструмент объединения активов и их владения. Теперь эти функции расширились

Фотографии Павел Перов

— Екатерина, как изменился профиль владельца паев ЗПИФ за последние годы и в какие проекты он инвестирует?

— Закрытые фонды находятся в фокусе интереса потребителя уже довольно давно. А с февраля 2022 года, в период активной трансформации финансового рынка, они (на мой взгляд) стали играть более значимую роль. Изменились, в первую очередь, цели и задачи, ради которых фонды этого типа создаются. Изменения нельзя назвать радикальными: это, скорее, смещение фокуса внимания инвестора. Также изменился и сам портрет инвестора.

Итак, что было раньше. Много лет ЗПИФы создавали крупные игроки в сфере недвижимости. Это реально крупные бизнесы: скажем, стоимость

чистых активов закрытого фонда «ДОМ.РФ» для неквалифицированных инвесторов на начало этого года составляла 97 868 млрд рублей. Минимум по одному фонду имели все крупные застройщики РФ. ЗПИФы использовались компаниями как внешние кост-центры, как инструмент объединения разнородных активов для бенефициаров. Для бенефициаров создание фонда также решало задачу ухода из публичного пространства.

После того, как из РФ ушли иностранные инвестиции, а инвесторы, по сути, разделились на дружественных и недружественных, ЗПИФы стали создаваться как полноценные трасты, которые могут заменить иностранные фонды, имеющиеся у бенефициара на территории недружественных



юрисдикций. Это, пожалуй, одно из основных изменений: с середины 2022 года ЗПИФы стали инструментом проведения крупных сделок слияния/поглощения и объединения компаний, а не только сделок с недвижимостью.

Фонды стали встраиваться в крупные корпоративные структуры как полноценные участники финансовых и производственных групп. Они выполняют четкие задачи структурирования владением в сделках M&A. Мы видим эти изменения очень наглядно.

Если говорить о формате фондов, то тут глобальных изменений не произошло: по-прежнему существуют фонды персональные, корпоративные и роз-

недвижимости и последующая сдача в аренду. В такие проекты преимущественно инвестируют кредитные организации, за счет выдачи проектного финансирования. Физические лица без крупного капитала к таким проектам в принципе не имели доступа.

Персональные ЗПИФы много лет были в РФ аналогом международных трастов, Это интересный инструмент, который позволяет бенефициару объединить активы, сальдировать доходы/убытки на уровне фонда, а также решить вопросы наследования

Сейчас появилась еще одна близкая к персональным фондам форма структурирования владения активами — лич-

компаний для решения исключительно задач группы. Корпоративный фонд может быть, например, инструментом, посредством которого с баланса корпорации снимаются непрофильные активы. Активом такого рода может быть, например, непрофильная для основного бизнеса недвижимость на балансе компании. Такую недвижимость целесообразно передать в закрытый фонд, оставив на балансе основной компании только ценные бумаги (инвестиционные паи) как вложения.

— Позволил ли разделение паев на классы внутри одного фонда решить задачи разных инвесторов внутри одного ПИФа? Какие еще задачи может решить это разделение?

— Европейские регуляторы давно пользовались этим инструментом — разделением паев на классы — очень активно. В России к нему шли довольно долго.

Казалось бы, зачем вообще делить паи на классы внутри одного фонда? Но дело в том, что на практике редко какой проект реализуется как «линейный». В теории все просто: фонд аккумулировал денежные ресурсы определенного числа пайщиков, а дальше инвестировал эти ресурсы в конкретный проект. Но в жизни любой проект, как правило, обрастает множеством деталей и особенностей.

Фонд как инвестиционный продукт нацелен на извлечение прибыли для инвестора. Но инвестор — он ведь разный. Помимо тех категорий, о которых мы сейчас говорили (корпорации, розничные инвесторы), существует еще категория инвесторов институциональных, у которых повышенная зона ответственности, но цели те же: извлечение дохода из инвестиций. При этом на текущий момент все инвесторы, к какой бы категории они не относились, обладают внутри паевого инвестиционного фонда равными правами и обязанностями. Все владельцы паев

С середины 2022 года ЗПИФы стали инструментом проведения крупных сделок слияния/поглощения и объединения компаний, а не только сделок с недвижимостью.

ничные. Эти три полноценных продукта в линейке УК.

Доля корпоративных фондов, наверное, выросла. По крайней мере, в нашем портфеле.

Продолжают развиваться и розничные ПИФы, инвестирующие в недвижимость. Такие фонды дают большому количеству физических лиц возможность инвестировать в активы, которые недоступны им путем иным, нежели коллективные инвестиции.

Фонды для неквалифицированных инвесторов, чаще всего, ориентированы на получение рентных потоков. Квалифицированных инвесторов фонд интересует, в первую очередь, как возможность вхождения на ранней стадии в инвестиционные проекты. Допустим, таким проектом может быть вхождение в бридж-финансирование строительства складского комплекса, другой крупной

фонд; она также позволяет решить названные задачи. Но личный фонд — это в большей степени организация владения пассивным доходом. А ЗПИФ дает возможность объединить активы и продолжить деятельность на уровне уже группы. И чем дальше развивается рынок ЗПИФов, тем более сознательными становятся инвесторы. Круг задач, которые они решают через этот инструмент, расширяются.

Раньше, скажем, особо никто не интересовался вопросами наследования (отсутствие интереса аргументировалось доводом, что «это еще не скоро понадобится»). Сейчас наследование, дарение, распределение среди членов семьи стало одним из ключевых запросов. В 90% случаев эти задачи решают именно через фонд.

Корпоративный фонд — это когда ЗПИФ вводится в структуру группы

могут участвовать в работе органов управления фонда — инвестиционном комитете, общем собрании владельцев инвестиционных паев — на равных основаниях. Они все имеют право на получение идентичного дохода пропорционально доле владения в паях

Но если проанализировать устройство более простого механизма — акционерного общества, то даже там есть акции обыкновенные и привилегированные. Кроме того, различаются и права владельцев: они не одинаковы у миноритариев и собственников крупных пакетов. Различны компетенции владельцев, различны размеры вложенных ими ресурсов — различны и их возможности внутри АО.

Это выглядит логичным.

Равным образом не одинаковы возможности и цели пайщиков инвестиционного фонда. Есть категория пайщиков, которые могут создавать продукт и готовы отвечать за его качество, за доходность этого продукта перед другими лицами. Они готовы управлять активами внутри фонда и не претендовать на получение дохода от управления на определенных этапах жизни фонда. А есть категория пайщиков, которых интересует только получение текущего дохода по инвестиционному паю.

Можно проиллюстрировать сказанное примером. Например, у инвестора есть возможность участия в строительном проекте на начальном этапе, когда планируется приобретение земельного участка с целью построить там недвижимость с дальнейшей сдачей в аренду. Сейчас такой проект реализуется за счет бридж-финансирования или проектного финансирования со стороны кредитной организации. Разделение паев на классы позволит инициаторам проекта привлечь инвестиции со стороны квалифицированной розницы, но при

этом не пускать розничных инвесторов в принятие решений по сделкам с активами фонда, поскольку они не обладают достаточной экспертизой. В то же время, взяв на себя часть рисков, розничные инвесторы смогут получать доходность от этого проекта.

При этом доходы они смогут получать в порядке первой очереди.

Якорный инвестор владеет паями, которые дают ему возможность управлять проектом. Пока он не обеспечил доход квалифицированной рознице, на доход он претендовать не может. В то же время, если проект удачен, якорный

инвестор получит вознаграждение также и за успех.

Таких вариаций цель/возможность может быть огромное количество. Все зависит от конкретных особенностей фонда и тех целей и задач, на которые он направлен.

На Западе самая популярная история — это сочетание вложений институциональных инвесторов и розничных инвесторов.

В нашем законодательном поле к институциональным инвесторам можно отнести страховые компании, НПФ, кредитные организации. Чаще всего институциональные инвесторы могут размещать объемы средств, существенно превышающие ресурсы иных категорий инвесторов (по сути, розничных инвесторов). Иными словами, институциональный инвестор — это якорный инвестор для многих

ПИФов. Если на якорном инвесторе держится большой объем инвестиций, то за счет объема он может рассчитывать на более низкую комиссию, чем инвестор розничный.

В Европе эта схема наиболее популярна.

В России сейчас институциональные инвесторы вкладываются в закрытые фонды не очень охотно. В том числе, из-за высоких рисков того, что их решения не всегда могут быть одобрены инвестиционным комитетом. Это положение как раз могло бы измениться после введения паев разного класса. Разделение прав и

Разделение прав и обязанностей, присущих паям разного класса, позволит перераспределить доходности и риски внутри одного фонда таким образом, что продукт может стать интересен институциональным инвесторам в большем объеме, чем это есть сейчас.

обязанностей, присущих паям разного класса, позволит перераспределить доходности и риски внутри одного фонда таким образом, что продукт может стать интересен институциональным инвесторам в большем объеме, чем это есть сейчас.

Тут могут быть различные модели.

Возможно совместное участие в корпоративном фонде корпоративного и розничного инвесторов, это одна модель. Возможно также совмещение участия корпоративного и институционального инвестора, такая модель фактически является аналогом международной практики. В ней институциональный инвестор имеет несколько больше обязанностей, но также и больше прав.

Появление таких моделей могло бы довольно серьезно изменить рынок коллективных инвестиций. Где сейчас,



повторю, объемы и прав, и обязанностей разных инвесторов одинаковы. Мы анализировали, распределение каких именно прав/обязанностей может быть востребовано со стороны инвестора. Оказалось, что им максимально интересно перераспределение в двух ключевых зонах: дохода и участия в управлении.

На текущий момент нуждается в дискуссионном обсуждении и еще один аспект: участие владельцев инвестиционных паев в общем собрании. Как мы знаем, закрытые фонды неликвидны. Количество случаев, когда владельцы инвестиционных паев имеют право обратиться к УК для по-

Ликвидность обеспечивается доверием. Чем больше компаний будет выводить на рынок свои ЗПИФы, а затем обеспечивать инвесторам хорошие результаты, тем выше будет доверие к этому сегменту в целом.

гашения своих паев, крайне ограничено. Одним из таких оснований является положительное решение общего собрания, принятое большинством голосов. Тем пайщикам, которые голосовали против, оно дает возможность предъявить свои паи к погашению. Это всегда было существенным риском проведения общего собрания, особенно для фондов с большим числом участников. Потому что если «за» проголосует большое число пайщиков, то нужно внутри фонда найти денежные средства для выплат им компенсации при погашении паев. В предельном случае погасить свои бумаги может потребовать до 49% пайщиков.

Но если реализовано разделение паев на классы, то владельцы разных паев не

могут участвовать в собрании на равных основаниях, в том числе, голосовать по всем вопросам, отнесенным к компетенции общего собрания. Например, право голосовать по определенным вопросам повестки могут иметь только «управляющие» инвесторы.

Думаю, что эти нововведения придется серьезно обсуждать с Банком России.

— Можно ли считать, что степень гибкости регулирования российских ЗПИФов сейчас уже примерно соответствует его потребностям?

— На текущий момент уже очень многое сделано. Есть еще ряд дискуссионных вопросов, которые, я надеюсь, найдут свое отражение в дальнейшем.

Первый момент: возможность совершения сделок с паями фонда для квалифицированных инвесторов без участия брокера.

Сейчас все сделки с паями фонда для квалифицированных инвесторов может совершать только брокер. При этом управляющая компания тоже имеет право квалифицировать инвестора в отношении инвестиционных паев — но только в тот момент, когда принимает его в состав пайщиков при формировании фонда и при дополнительной выдаче инвестиционных паев. Чтобы владельцы инвестиционных паев в дальнейшем могли совершать сделки со своими паями на вторичном вторичном рынке, нужен брокер. Но пай как ценная бумага участвует не только в сделках купли/продажи. С ним мож-

но совершать сделки дарения, сделки обеспечения по обязательствам, на паи могут заключаться опционы и так далее.

Скажем, для сделки дарения брокер с очевидностью не нужен. Причем и для самого брокера участие в ней является нестандартным, а значит, не обеспеченным ни регламентом, ни квалификацией персонала брокерской компании. Сделка получается нестандартной, ее тариф «взлетает». Некоторые брокеры в принципе отказываются работать с инвестиционными паями.

А управляющая компания обладает многими умениями, востребованными в такой ситуации. Но по факту УК от заключения сделок такого типа отдалена.

И, конечно, крайне актуален вопрос брокерской комиссии. Брокерская компания, как правило, берет комиссию от объема. Это логично, если речь идет об операциях розничного инвестора за операции купли/продажи облигации или акции. Но в очень многих закрытых фондах объемы активов исчисляются миллиардами рублей.

Это утяжеляет многие процессы.

Вторая история, которую настоятельно требуется обсудить с регулятором — это возможность приобретения/передачи в фонд активов, находящихся в залоге, если имеется согласие залогодержателя и при условии соблюдения фондом всех остальных требований закона «Об инвестиционных фондах».

ЗПИФы совершают много сделок с объектами недвижимости, которые являются залогами по обязательствам. Сейчас для совершения этих операций приходится совершать юридические подвиги. Хотя в принципе передача таких активов с согласия залогодержателя Гражданским кодексом предусматривается. И если все стороны согласны,

а все требования закона соблюдены, то, возможно, имеет смысл расчистить препятствия.

Оба эти вопроса, повторю, имеет смысл обсуждать с регулятором. Часть этих вопросов давно назрела, но подходить к их решению было тяжело, поскольку многие моменты были непонятны технически.

Конечно, очень многое зависит от возможности автоматизации процессов/уровня автоматизации процессов.

— Разделение паев на классы: увеличит ли эта мера ликвидность рынка паев закрытых фондов недвижимости? Какие меры в принципе могут развивать вторичный рынок? Могут ли обеспечить такое развитие какие-то меры регулирования?

— Мерами регулирования ликвидность, полагаю, не улучшить. Ликвидность обеспечивается, в первую очередь, доверием к инструменту со стороны инвестора, а также интересом к нему. Доверие, в свою очередь, рождается в ситуации, когда на длительном периоде времени отсутствует негативный опыт.

И присутствует опыт успеха.

На инвестора — всегда и в любых ситуациях — крайне позитивно влияет такой фактор, как гарантированная доходность, которая возможна только при размещении в депозиты. При этом мы наблюдали рост интереса инвесторов к облигациям, так как высоконадежные облигации позволяли с высокой долей вероятности прогнозировать получение купона и возврат номинальной стоимости облигации, это понятный для инвестора инструмент. Более того, вырос спрос на акции с хорошей дивидендной историей, и это уже не спекулятивный подход, а запрос на долгосрочное инвестирование. И, конечно, при данных значениях ключевой ставки Банка России — любому инвестиционному продукту сложно конкурировать с депозитом.

ЗПИФ также не гарантирует доходность и не гарантирует возврат тела, при этом есть свои вопросы с ликвидностью и сроками выхода из проекта. Поэтому любой инвестор может расценивать инвестицию в паевой фонд как высоко-рискованную. Исходя из самого устройства инструмента, гарантии доходности здесь невозможны. Невозможность, так сказать, нормативно встроена в инструмент. Но инвестору все равно хотелось бы гарантий. Объяснить отсутствие гарантий очень сложно: возможно, потому, что понимать это инвестор на текущий момент не готов.

Инвестора можно понять. И регулятора можно понять. И управляющую компанию тоже можно понять. У всех участников этого взаимодействия имеется четкая логика мотивов и действий. Но в целом ситуация такова: ЗПИФы, на первый взгляд, проигрывают не только депозитам, но и большинству инструментов финансового рынка, которые имеют гарантированную доходность (или что-то на нее похожее), а также высокую ликвидность.

Закрытый паевый инвестиционный фонд недвижимости такой гарантии не имеет. На чем же тогда могут выигрывать ЗПИФы для розничных инвесторов? Только на многолетнем положительном опыте успеха (трек рекорде) и на его стабильности.

Паи фонда недвижимости — это долгосрочная инвестиция, в которой инвестор может быть уверен. В марте 2022 года упали все сегменты российского финансового рынка, но ЗПИФы — стояли. Сейчас можно вкладываться в депозит под 18–19% годовых, а лучший ЗПИФ дает доходность только на уровне 10–12%. Но через год депозит закончится, а ПИФ продолжит генерировать доход и через год, и через три года. И через 10–15 лет. Вне зависимости от ситуации на фондовом рынке.

Вот база.

Ликвидность обеспечивается доверием. Чем больше компаний будет выводить на рынок свои ЗПИФы, а затем обеспечивать инвесторам хорошие результаты, тем выше будет доверие к этому сегменту в целом. ■