

Инструменты мотивации

Продолжаем публикацию материалов конференции НАУФОР «Управление активами 2016». В рамках конференции состоялся круглый стол «Вопросы управления ЗПИФ»

Участники обсуждали новое регулирование, определяющее состав и структуру закрытых ПИФов и его последствия, открывающие новые возможности для создания новых продуктов; проблемы развития отрасли; а также ЗПИФ как идеальный инструмент для мотивационной программы.

Участники: Виталий Аноприенко (управление регулирования коллективных инвестиций департамента коллективных инвестиций и доверительного управления Банка России); Евгений Постников (департамент структурных фондов и фондов недвижимости компании «ВТБ Капитал Управление активами»); Денис Проценко (УК «Деловой Дом Калита»); Елена Ширковец (УК «НИК Развитие»).

Модератор — Ольга Сумина («УК «Райффайзен Капитал»);

Ольга Сумина. Добрый день, коллеги. Предлагаю в рамках нашей панели обсудить текущие вопросы индустрии коллективных инвестиций (в частности, возникающие при управлении активами). А также те вызовы, с которыми столкнется индустрия ЗПИФов после вступления в силу новых нормативных актов, которые сейчас представлены уже в конечном варианте — имею в

виду прежде всего проект указания Банка России «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов».

Наша сессия будет разделена на два блока. В первом блоке предлагаю обсуждать проблемы, с которыми сталкиваются управляющие при работе с ЗПИФами. Во втором блоке основное время будет уделено дискуссии о том, каким видят будущее ЗПИФов эксперты в связи с появлением нового положения о составе и структуре активов. Хотелось также обсудить, какие услуги хотят видеть от управляющих клиенты.

Уже вступили в силу новые правила расчета СЧА. Хотелось бы послушать мнение коллег также о том, что изменилось в связи с появлением этих правил.

Денис Проценко. Рассуждать о проблемах, которые возникли в связи с новыми правилами



расчета, пока еще рано. Все только начинается. Вот когда управляющие начнут закрывать год, тогда уже можно будет понять, какие возникли проблемы и что где нужно подправить. Единственное, что вижу обязательным — надо работать в режиме онлайн с профильными саморегулируемыми организациями и Центральным банком для устранения недочетов, которые будут выявляться. И огромная просьба к ЦБ подходить к выявленным недочетам лояльно: система пока только настраивается, в нее на ходу встраиваются рабочие институты.

Важность нынешнего момента состоит в том, что происходит достаточ-

но серьезная смена принципов учета. Раньше учет строился исходя из четких нормативов, формул. Теперь он двигается в сторону оценочной конструкции. С одной стороны, это многих пугает, в том числе и участников, и регулятора, и спецдепы. Специализированные депозитарии опасаются, что в отношении подходов к учету их мнение и мнение УК могут не совпадать. К сожалению, в индустрии в принципе пока нет достаточной рыночной практики, не накоплен достаточный опыт оценочного подхода. Будем учиться и развивать эту тему. Потому что оценочный подход, конечно, значительно более перспективен и гибок, нежели формализованный.

Вопрос из зала. На первой панели было заявлено намерение спецдепов все-таки переходить на типовые подходы оценки объектов инвестирования, поскольку спецдепы столкнулись с тем, что на практике справедливая стоимость может определяться 38 способами. Скажите, вы считаете верным возврат к прежним методам оценки?

Денис Проценко. Понимаю тревогу спецдепов: прежние методы проще. При формализованном подходе достаточно загрузить данные и формулы в специализированную программу, после чего нужные данные сами посчитаются. Оценочный подход



сложнее. Но с другой стороны, во многих ЗПИФах, в первую очередь недвижимости, этот подход уже и так применяется по факту: оценку объектов инвестирования там проводит оценщик, специализированная организация. Десять оценщиков оценят стоимость одного и того же объекта по-разному, причем разность оценок будет достаточно серьезной: считается, что приемлемая разница может составлять плюс-минус 15%. Большая вилка. То есть в сумме (если считать суммарный разброс в обе стороны) разность оценок составляет уже 30%. А на самом деле даже еще выше. Так что да, оценочный подход сложнее. Но он перспективнее, он точнее отражает реальное положение.

Можно взять в качестве оценки данные кадастра, данные БТИ. Но реальность такова, что эти данные могут существенно отличаться от рыночных. А инвестиции надо оценивать по рынку: чтобы инвестор точно понимал, какова денежная стоимость его активов.

Елена Ширковец. Стоимость проведения расчета СЧА, проведенного таким образом, повысится: потому что квалифицированная оценка (и соответствующая работа специалиста) стоит денег.

Понятно, почему жалуются спецдепы: их менеджеры хотят получать четкие указания относительно отражения стоимости активов. Нагрузка на людей высокой квалификации возрастает — значит, возрастает и себестоимость составления отчетности. Причем возрастает и для спецдепа, и для УК. Это повышает стоимость ведения бизнеса. Нужна унификация.

Но замечательно, что в этой ситуации появляется возможность принимать решения по сложным случаям. Скажем, идет банкротство компании-девелопера, получены исполнительные

листы. Раньше ЦБ объяснял, что стоимость активов управляющему следует отражать в соответствии с судебными решениями. Для УК это было бы введением пайщиков в заблуждение. Сейчас проблема отсутствует в принципе. То есть хорошо и правильно иметь обе возможности: для большого класса относительно стандартных активов — делать унифицированную оценку, но для сложных случаев оставить возможность делать квалифицированное решение. Это позволит уменьшить себестоимость.

Иными словами, надо двигаться в двух направлениях. Во-первых, выделять сложные случаи, и в этих ситуациях научить менеджеров спецдепа пользоваться учетной политикой УК. А во-вторых, относительно простые вещи оставить в компетенции менеджеров специализированного депозитария.

Ольга Сумина. Елена, вы сейчас сказали о возрастающих затратах на обслуживание фонда и управление им. Может быть, стоит воспользоваться той нормой, которая содержится в ФЗ, и попробовать в сложных фондах для квалифицированных инвесторов делать оценку не с предписанной периодичностью (раз в полгода), а с какой-то иной? Строго говоря, инвестор не вполне понимает, зачем нужно с такой периодичностью оценивать понятный ему объект, который он передал в управление, когда при этом koszty на управление возрастают. Как вы считаете?

Елена Ширковец. В фондах для неквалифицированных инвесторов оценку все равно надо делать с предписанной периодичностью. В тех же фондах, где есть инвестиционный комитет (то есть в фондах для квалифицированных инвесторов), я бы разрешила управляющей компании делать оценку тогда, когда она считает, что актив сильно поменял свою стоимость.

Потому что в момент, когда принимается решение о продаже актива и надо получить согласие пайщиков на эту сделку, управляющий все равно приводит пайщику соответствующие аргументы относительно оценки активов, и квалифицированный пайщик в состоянии их оценить. Поэтому в таких фондах я бы разрешила делать оценку реже. Чтобы можно было делать оценку в момент решения о продаже, а в другое время оценивать актив по стоимости приобретения. Как делает, собственно говоря, любое акционерное общество.

Виталий Аноприенко. Коллеги, хотел бы похвалить нашу общую работу по созданию методики расчета СЧА. В предыдущем варианте регулирования более существенное количество активов должен был оценивать именно оценщик. В существующей парадигме эти активы можно оценивать по моделям. Поэтому УК может нанять в свой штат квалифицированного сотрудника, использовать его услуги и не переплачивать оценщику. Ответственность перед пайщиком в любом случае несет управляющая компания, в том числе, за выбор оценщика.

Елена Ширковец. Перед пайщиком — безусловно. Но здесь надо еще выделять ответственность перед ЦБ. Мы знаем, что когда механизм оценочного суждения появился в регулировании коммерческих банков, то вопросов к банкам у регулятора стало больше. Появление механизма оценочного суждения в нашей отрасли может вызывать сходные последствия: мы их опасаемся.

Евгений Постников. Продолжу мысли Елены. Стоит продолжать двигаться в направлении дерегулирования фондов, ориентированных на квалифицированных инвесторов. Такие фонды зачастую создаются для 1-2-3 пайщиков, это целевые истории, управление в них

имеет формат договора между УК и клиентом/клиентами, здесь стороны самостоятельно определяют взаимные правила игры. Поэтому процедуры определения ряда ключевых показателей управления могут быть отданы на усмотрение самому клиенту и УК. В частности, могут быть увеличены сроки проведения оценки, подготовки отчетности, проведения собраний пайщиков (ждать 20-30 дней не всегда имеет смысл). Должны быть некие типовые правила (для квалинвесторов, в том числе), в рамках которых управляющая компания может устанавливать некие моменты по договоренности с клиентом, как обе стороны считают нужным. В фондах для неквалифицированных инвесторов такие вещи недопустимы, УК должна соблюдать все существующие требования. А для фондов квалифицированных инвесторов все процедуры надо максимально упростить, и это даст толчок развитию индустрии.

Ольга Сумина. Здесь, на конференции НАУФОР, уже говорили о развитии аутсорсинга: в этом формате выполнение ряда функций берет на себя спецдепозитарий. Эта тема интересна для управляющей компании с широкой линейкой ПИФов?

Евгений Постников. Тема, безусловно, актуальна. Есть ряд услуг в части подготовки отчетности и других, которые готовы оказывать спецдепозитарии. У фонда для квалинвесторов должна быть возможность воспользоваться этой готовностью. Управляющие компании тоже должны пользоваться такой возможностью, потому что это сокращает koszty. Хотя УК должна полностью контролировать все происходящее в фонде. Следует помнить, что ответственность перед клиентом все-таки выше прочих соображений.

Для УК основное — управление. Вместе с тем есть вещи, по которым она



не имеет экспертизы — например, УК не занимается эксплуатацией зданий. Все эти услуги могут быть оказаны на договорной основе. Надо делать все так, чтобы сократить затраты УК на управление, но вместе с тем не ухудшить качество этого управления и качество отчетности для ЦБ.

Ольга Сумина. В рамках указания о расчете стоимости мы теперь имеем возможность рассчитывать СЧА в иностранной валюте. Плюс письмо ЦБ говорит о том, что выплачивать определенные денежные средства (доход от владения паем и от погашения пая) тоже возможно в валюте. Стандартная проблема — некомфортное налогообложение — тоже имеет шанс быть решенной. Как вы считаете, даст ли толчок развитию индустрии возможность приема валюты в счет оплаты паев?

Евгений Постников. Вопрос актуален. Не секрет, что большинство клиентов держит сейчас средства в валюте, их готовность делать операции в рублях сократилась. Судя по нашему клиентскому блоку, так настроено процентов 70% клиентов. При этом рублевая доходность на уровне 15-16-17% им не очень интересна, сравнительно с возможностью получать валютную доходность в районе 4-5%. Мне кажется, было бы полезно иметь фонд, который ведет все управление в валюте: от входа и приобретения валютных инструментов до возможности погашения паев и выплаты доходов (чтоб не терять на конвертации). При этом инструмент должен быть для клиента полностью прозрачен. Думаю, что если мы сможем получить такой продукт, то сможем и хорошо продать его.

Ольга Сумина. Из работы предыдущих панелей можно сделать вывод, что прием валюты в счет расчета паев, как мы поняли, весьма актуален не только для открытых ПИФов, но также и для закрытых.

Был назван еще один вопрос — включение иностранных активов в фонды, которые зарегистрированы в РФ. Это элемент своего рода деофшоризации, о которой сейчас много говорится. Мы рассматривали разные варианты такого включения. В частности, обсуждали способы поступления средств на счет клиента. Здесь снова возникает вопрос об инфраструктуре, о спецдепе. Новый проект положения о структуре активов позволяет получать в фонд любое имущество, но спецдепы тем не менее с опаской смотрят на возможность держать иностранные активы на учете у себя.

Норма закона в то же время говорит, что все имущество фонда необходимо хранить в специализированном депозитарии. При каких условиях возможно изменение этого порядка?

Виталий Аноприенко. А что мешает открывать по ценным бумагам, номинированным в иностранной валюте, счета в реестрах?

Ольга Сумина. Не во всех юрисдикциях есть центральные депозитарии. Кроме того, спецдепы, получив такую норму, начинают опасаться последствий. Как следствие, берутся описывать профили риска — такие процедуры тормозят приобретение ценных бумаг в фонд. В связи со всем этим есть предложение: нельзя ли все-таки пересмотреть данную норму для квалифицированных инвесторов?

Виталий Аноприенко. Какое именно звено хотелось бы добавить в систему учета прав? Чтобы это, с одной стороны, не пугало специализированный депозитарий, а, с другой стороны, не отражалось на качестве хранения активов?

Ольга Сумина. Достаточно было бы расширить перечень разрешенных депозитариев, в которых можно хранить активы. Сейчас хранить их можно только в российском централь-

ном депозитарии. Имело бы смысл дополнить этот перечень какими-то солидными, зарекомендовавшими себя на Западе депозитариями, имеющими соответствующую репутацию. Сейчас ситуация немного комична, поскольку российские депозитарии по факту оценивают риски глобального кастоди. Если бы можно было дополнить список разрешенных депозитариев, хотя бы для фондов квалифицированных инвесторов, мы бы получили необходимый триггер развития фондов.

Виталий Аноприенко. А рассматривался ли вопрос, что счета открываются в отечественном ЦД, который, в свою очередь, открывает счета в западных кастоди?

Ольга Сумина. Да, рассматривался. Но отечественный ЦД открывает счета в нижестоящем депозитарии с большой неохотой, и даже неизвестно, существует ли такая практика вообще. Кроме того, это очень дорого. Просто очень.

Виталий Аноприенко. Предлагаю прислать ваши предложения в Центральный банк, будем обсуждать возникший вопрос.

Ольга Сумина. И раз уж мы затронули тему об изменениях в положении о составе и структуре активов. (Правда, сейчас мы слышали, что проект уже доработан до конечной стадии, регулятор просил очень оперативно прислать последние замечания.) Давайте подискутируем, какие возможности открываются перед индустрией закрытых паевых фондов в связи с названными изменениями регулирования. Денис, что вы думаете по этому поводу?

Денис Проценко. Я — за рыночный подход. Вопрос в другом. Основная проблема сейчас состоит в том, чтобы инвестиционная деятельность не стала банальной куплей-продажей. С одной стороны, как оценить возможность ин-

вестировать в любые инструменты? Но с другой стороны, почему бы и не купить фьючерсы на нефть?

В общем, пока у нас ментальность еще не вполне годится для состояния полной рыночной свободы. Тем не менее надеюсь, что документ даст толчок развитию рынка.

Сейчас много читаю о том, как привлечь в отечественные фонды деньги и инвесторов. Многие эксперты по факту хотели бы инвесторов на этот рынок, что называется, загнать. Инвесторы идут в депозиты, так давайте запретим это делать или ухудшим условия по депозитам, и тогда инвесторы будут вынуждены идти на фондовый рынок. Но это — неправильный подход. Чем больше продуктов создано на фондовом рынке, тем больше возникает конкуренции с банками — вот правильный путь.

Надеюсь, сейчас происходят правильные изменения в регулировании. И время это докажет.

Ольга Сумина. Есть ли замечания к последней версии проекта?

Елена Ширковец. В основном требуется редакторская правка, которая уточняет формулировки, которые мы считаем не совсем корректными. Это важно, ведь мы работаем со стороны применения. Если говорить о принципах, то они в документ уже заложены, с ними и будем работать. Единственная правка не редакторского характера — это вопрос об оценщиках.

Мы не можем понять, по каким принципам может идти оценка. Есть требование поручать работу оценщикам с аттестатами. Получается, что либо оценщикам надо перестраиваться под новые требования ЦБ, либо управляющим надо брать оценщиков из «большой четверки», а это дорого.

Денис Проценко. Я смотрел рейтинги оценщиков, детально изучал профили оценщиков, входящих в топ-30.

Под требования к капиталу в размере 100 млн рублей подходит 10 из них, притом из этих десяти нет ни одного регионального. И практически все они — это группы компаний. Уверен, что ни один из этих оценщиков не подойдет под требования ЦБ. Таким образом, для нужд нашей индустрии остается только «большая четверка». Они хорошо и грамотно работают, но повысит ли их привлечение конкурентоспособность нашей индустрии, я не уверен.

Требования к оценщикам в 2007 году поменялись, оценщик теперь — не организация, а физлицо, которое состоит в СРО, обладает соответствующими навыками и квалификацией. В такой ситуации возможны фальсификации со стороны оценщиков: они будут накручивать обороты, качество оценки может страдать.

Ольга Сумина. Верно ли я понимаю, что требования к оценщикам могут предъявляться только со стороны фондов для неквалинвесторов?

Елена Ширковец. Фонд для неквалифицированных инвесторов сейчас — это главным образом рентный фонд. Сдача недвижимости в аренду — основа такого инвестирования. Не думаю, что в ближайшее время будут пользоваться популярностью другие формы. А в названном сегменте сейчас много интересных предложений по цене, рентные фонды можно предлагать.

Денис Проценко. К вопросу о фондах для неквалов. Совершенно понятно, за что борется ЦБ. Ему важно защитить инвестора-непрофессионала. Но делается это немного сумбурно. Например, для допуска к инвестициям в недвижимое имущество коммерческого назначения предусмотрена некая псевдоквалификация: пай такого фонда должен стоить не менее 300 тысяч рублей. С другой стороны, если посмотреть требования к ква-





лифицированным инвесторам, то для того чтобы таковым стать, достаточно высшего экономического образования. Не уверен, что человек, имеющий свободные 300 тысяч, имеет квалификацию более низкую, чем просто человек с дипломом. Человек, когда-то просто закончивший экономический институт, при вступлении в фонд для квалифицированных инвесторов, на наш взгляд, рискует гораздо больше, нежели человек, который приобретает реальное недвижимое имущество, сдаваемое в аренду. Пусть он и делает это через фонд для неквалифицированных инвесторов. Когда ввели процедуру квалификации, то квалифицироваться стали в основном строители и карманные фонды, а максимально рыночные фонды (в том числе работающие с недвижимостью) остаются неквалифицированными.

Повторю еще раз, я — сторонник максимально рыночного подхода. **Ольга Сумина.** Поддержу вас, Денис. Имущественный статус, с моей точки зрения, вполне является основанием для процедуры квалификации. Человек, имеющий 6 миллионов рублей (даже если эти средства являются заемными) — тоже квалифицированный инвестор. Насколько высока его квалификация, конечно, вопрос непростой. Но тем не менее этот институт [квалификации] должен существовать. И с квалификационными требованиями жить стало проще.

Евгений, каким видят эксперты будущее ЗПИФов в связи с появлением нового положения о составе и структуре активов?

Евгений Постников. Прделана большая работа. В итоге мы получили важный документ. Обсуждать, какие продукты мы можем теперь реализовать в результате появления нового положения, наверное, не совсем правильно. Но очень важно, что, напри-

мер, мы ушли от прежнего количества категорий фондов. На текущий момент их пока еще 15, если не ошибаюсь. И каждая категория предполагает собственную инвестиционную декларацию, свои уникальные требования к структуре, прочие особенности. После того как вступит в силу новое регулирование, останется лишь три категории.

Одна из которых — комбинированный фонд — является максимально широкой и подразумевает операции с любыми активами. Соответственно, управляющие теперь смогут предлагать клиентам любые продукты, не оглядываясь на формальности, не думая, какие активы разрешены для фонда конкретной категории.

Возвращаясь к теме деофшоризации: важно, что ЗПИФ можно теперь будет продвигать как аналог западного траста, который дает сходные возможности. Ведь почему люди уходили в западные юрисдикции? Целей было две: во-первых, оптимизация налогов и, во-вторых, невозможность идентифицировать бенефициара. Однако налоговая проблема оказалась решаемой, ЗПИФ не платит налог на прибыль. С точки зрения получения информации о бенефициаре на Западе тоже становится не так уж и хорошо. Процедуры обмена информацией с ЕС меняются, уже стало можно раскрыть самые далекие офшоры. Так что ЗПИФы можно теперь продвигать как альтернативу трастам, которая может делать даже то, что офшоры скоро не смогут. Пайщик такого фонда раскрытию не подлежит, это суперважно. Комбинированный фонд позволит переместить в него все активы, которые находились в офшоре. Активы могут быть разными: ценные бумаги, недвижимость, что-то еще. По сути, просто меняется дислокация активов. Это очень крупное достижение.

Но закрытый ПИФ — структура не очень широко распространенная. Инвесторов необходимо обучать инвестированию в такого рода фонды, надо продвигать эту структуру, потому что она в свете последних действий Центрального банка становится все более и более актуальной.

Ольга Сумина. Есть инвесторы, которые уже сейчас знают, что такое ЗПИФы и готовы в них инвестировать: это пенсионные фонды. Виталий, можно ли оценить, какие параметры нужно иметь ЗПИФу, чтобы с его паями могли работать фонды пенсионных накоплений? Федеральный закон 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» говорит, что подзаконный нормативный акт должен содержать перечень ЗПИФов, которые можно включать в активы пенсионных накоплений. Мы много раз слышали, что для пенсионных фондов планируется заменить ипотечные сертификаты участия [как разрешенные для инвестирования активы] на паи ЗПИФов. Может быть, можно какими-то иными мерами вернуть доверие к закрытому паевому фонду? Может, в этом поможет биржа? Одним словом, какие варианты решений возможны для того, чтобы паи ЗПИФов стали активами, разрешенными для инвестирования пенсионных накоплений?

Виталий Аноприенко. Не готов ответить сразу. Для резервов такая возможность существует и сейчас.

Ольга Сумина. Да, но при инвестировании пенсионных резервов мы столкнемся с ситуацией, что многие фонды перестанут быть разрешенными для инвестиций неквалифицированных инвесторов. А для фондов, ориентированных на квалифицированного инвестора, есть ограничения по входу: инвестиции в паевые фонды могут составлять только 5% резервов пенсионного фонда. Это маленький процент.

Возможно, проще поменять регулирование? Увеличить квоту, сделать ее выше 5%?

Виталий Аноприенко. Вернуть доверие к ЗПИФам могут в первую очередь сами участники. И СРО. Они понимают, как очищать свои ряды от недобросовестных участников.

Евгений Постников. Думаю, в этом контексте надо говорить не обо всех ЗПИФах. Текущее указание ЦБ говорит, что активами фонда недвижимости могут быть только недвижимое имущество, права на недвижимость и земельные участки. Все другие активы — нет. Сам фонд в результате такого подхода становится более прозрачным и хорошо оцениваемым. Как мне кажется, если фонд вкладывается в недвижимость [то это хорошие инвестиции]. Да, лимиты на такие инвестиции у пенсионных фондов исчерпаны, но желание осталось. Они понимают, что на этом направлении можно заработать больше, чем где бы то ни было еще. При том, что пенсионные фонды ограничены голыми пассивами. Если они смогут заработать не 8-10%, а 15-20%, то для пенсионных фондов это будет огромным преимуществом. В плане диверсификации, в том числе. Поэтому ЗПИФы можно продвинуть как возможность инвестирования для пенсионных денег.

Ольга Сумина. Закрытыми фондами интересуется сейчас и другая категория инвесторов — страховые компании. Они сейчас набирают резервы, конкурируют с управляющими. Правильно было бы, чтобы управляли этими резервами все-таки управляющие, а не сами СК, хотя им разрешено и привлекать, и управлять. Индустрия управления имеет соответственным образом подготовленных специалистов, соответствующее регулирование, штат аттестованных соответствующим образом специалистов и так далее. Но

у ЦБ двойное мнение относительно перспектив управляющих.

Виталий Аноприенко. Вопросы относительно инвестирования страховых резервов лучше задавать нашим коллегам из департамента страхового рынка.

Ольга Сумина. Спасибо. Думаю, что представители профильных СРО тоже начнут такое обсуждение с регулятором.

Есть еще одна категория инвесторов, заинтересованных в ЗПИФах как некоем аналоге мотивационных программ. Традиционно в России такие программы реализуются через пенсионные фонды. А клиенты пенсионных фондов все чаще обращаются в УК с предложением сформировать имущественный комплекс, через который, по прошествии определенного времени, можно будет выплачивать вознаграждение работникам, реализовать некий опцион от работодателя. Возникает достаточно большое количество таких запросов. Мы проанализировали эти запросы и поняли, что включения любого имущества недостаточно для того, чтобы мотивационные программы заработали в полной мере.

Возможно, кто-то размышлял на эту тему. Денис, есть ли проблемы, решение которых позволит предложить такой продукт институциональным инвесторам?

Денис Проценко. Мотивационные программы с применением инструментария ПИФов могут получиться достаточно интересным продуктом. Мотивационные программы, принятые во многих развитых странах, обычно рассчитаны на то, что, работая в бизнесе, сотрудник может получать от него доход. То есть он не просто получает деньги, а получает их потому, что его компания их заработала. При этом специфика российского бизнеса такова, что основные бенефициары не хотят

терять контроль. Поэтому долевые ценные бумаги, которые могут изменить схему управления бизнесом, работникам получить сложно. Собственники не склонны делиться своими пакетами акций. А вот применить здесь инструментарий фондов — вполне перспективно. Если включить в схему ПИФы, то доходом можно делиться через выдачу паев. Надо только правильно написать инвестиционную декларацию, правила фонда, формирования инвестиционного комитета — и получится интересный продукт.

Ольга Сумина. Что мешает создать такую схему сейчас?

Денис Проценко. Мешают два фактора: во-первых, общая неразвитость экономики и, во-вторых, ментальное неприятие риска. Конечно, есть совсем безбашенные инвесторы, но это от неграмотности. Основной подход — заработать и спрятать, чтобы не отняли. У большинства инвесторов налицо полное неприятие риска: лучше получать копеечку, но четко и надежно. Поэтому нужно развивать, в том числе, мотивации. Привлекать классных специалистов. Примерно такие подходы.

Вопрос из зала. Мотивация может быть в том, что сотрудники, работая в компании, стремятся повысить ее капитализацию. Для этого нужно, чтобы сотрудники имели доступ к финансовым результатам. Сейчас такой доступ может получить только владелец, а он хочет сохранить контроль. Хочет распределять доход по своему усмотрению. Это мешает запуску проекта.

Вопрос о том, как все-таки запустить такую схему, достаточно хорошо исследован в крупных корпорациях. Продукт заработал бы в нормальном виде, если убрать один важный момент: ограничение по выплатам доходов только лицам, зарегистрированным в реестре.

Денис Проценко. Это правильное ограничение. Но чтобы не потерять контроль за ПИФом, надо владеть более 50% его паев. Если это указать в правилах, то контроль будет сохранен. В ОАО миноритарий даже с очень маленьким количеством акций может влиять на многие процессы, в паевом фонде это невозможно. ПИФ — это имущественный фонд, он дает достаточно ограниченные права на управление. Если говорить о схеме получения дохода от деятельности, то схема такова: работники данного бизнеса могут иметь паи в ПИФе и получать доход от его текущей деятельности.

Виталий Аноприенко. Если я правильно понимаю, схема такая. Основной акционер положил акции в ЗПИФ, получил паи, в ПИФ пришли дивиденды, эти дивиденды в виде дохода распределяются сотрудникам. Но с таким же успехом акционер может поместить свои акции в индивидуальное доверительное управление. И распределять доходы кому он хочет. Просто учредить ДУ в пользу третьего лица. Пай удостоверяет одинаковые права владельца (за рядом исключений). Получил активы, заплатил налоги — и можно отдавать доходы куда хочет.

Но что мешает реализации такой программы сейчас — действующий порядок выплаты доходов? Который говорит, что доход выплачивается пайщику? **Из зала.** У мотивационного ПИФа могут быть разные конфигурации.

Ольга Сумина. К нам заходили инвесторы с предложением, чтобы работодатель продавал на внебиржевом рынке паи инвесторам, исходя из заранее заключенного опциона. Мы объясняли все налоговые последствия такой схемы. Клиент сказал, что в любом случае это меньше, чем социальные налоги, которые он заплатит, если выплатит опцион деньгами, в виде заработной платы.

Евгений Постников. Можно построить и другие схемы.

(Идет бурное обсуждение различных схем, по которым могут строиться опционные программы с участием ЗПИФов.)

Елена Ширковец. Здесь много нюансов, это тема отдельной дискуссии. Невозможно придумать, какие еще схемы может придумать рынок с участием комбинированных фондов. Надо посмотреть, во что это выльется через год, через два. Будем надеяться, что появление комбинированных фондов приведет к развитию отрасли.

Было много нареканий на фонды для неквалифицированных инвесторов, но это удивительный инструмент для легализации имущества, в хорошем смысле. Мы выплатили нашим пайщикам-физлицам 3 млрд рублей дохода за 2014-2015 годы, они заплатили с этой суммы подоходный налог. Были счастливы пайщики, была счастлива налоговая инспекция.

Если человек чувствует, что есть возможность легально владеть имуществом, легально получать с него доход, легально за рубежом декларировать эти деньги и говорить — вот, налоги в РФ уплачены, то это невозможно переоценить. Комбинированные фонды дадут хороший толчок развитию квалифицированных инвестиций.

Виталий Аноприенко. Я бы хотел добавить к тому позитиву, о котором говорит Елена, следующее. Важно, чтобы новые возможности, которые дают и комбинированные, и некомбинированные фонды, не привели к каким-то нехорошим налоговым последствиям, по образцу того, что происходило в 2008-2009 годах.

Если применение этих фондов не уменьшит поток налогов, которые поступают в бюджет, то от этого новшества будет только польза.

Ольга Сумина. Мне кажется, те суммы, которые появятся в виде налогов, с лихвой покроют уменьшение сумм от инвестиционных программ.

В целом, подводя итог дискуссии по поводу мотивационной цепи, получается, что есть еще инвесторы, которых не нужно заставлять приобретать паи. Которые, соответственно, могут сами прийти к управляющим с просьбой сделать для них качественный продукт. И самое главное, что управляющие могут его сделать, не занимаясь налоговыми схемами. Теперь мне бы очень хотелось обсудить последний момент — возврат доверия банков к паям ЗПИФов.

Евгений Постников. Вопрос заключается в следующем. В любом крупном банке есть департамент, который управляет активами ЗПИФа, и есть департамент, который занимается кредитованием. Если пайщик ЗПИФа пойдет в отдел кредитования и попросит дать ему кредит, предлагая в залог паи ЗПИФа, на него будут смотреть с недоумением — даже когда оба эти департамента работают в составе одной корпорации. Банки очень неохотно (я бы сказал, на уровне отторжения) выдают кредиты под залог паев фондов недвижимости. С этим нужно бороться, наверно. Возможно, и регулятору придется подключаться. Потому что в виде залога под кредитную программу недвижимость используется, а в виде паев — категорически нет. Даже в рамках одного банка.

Елена Ширковец. Получить кредит для фонда под залог его недвижимости почти невозможно. Первые две недели банк говорит: «Вы же не юристо, вы не можете подписывать документы». Если этот вопрос все-таки удастся решить, далее проходим по всем ступеням мытарств. И, конечно же, обсуждаем невозможность безакцептного списания. При этом в залог предлагаются даже не

паи (пай — производный инструмент), а реальная недвижимость. У того же Сбербанка есть регламент кредитования только под корпоративную недвижимость, приносящую доход в фондах недвижимости. Никакого другого регламента у Сбербанка нет. Хотя у нас был опыт получения двух кредитов под залог. Все вернули, все закончилось хорошо. **Евгений Постников.** С этим надо что-то делать.

Виталий Аноприенко. Есть проблема контроля над фондами, точнее, над составом их активов. Управляющая компания может поменять состав активов без фонда, без залогодержателя, поэтому ценность паев условна. В какой степени может быть защищен залогодержатель по паям? Возможно, могло бы помочь выделение из ПИФа имущества в натуре?

(Присутствующие соглашаются с тем, что выделение имущества может решить проблему.)

Евгений Постников. Есть предложение. Надо, чтобы банк, который выдает кредит, и фонд, который его берет под залог своих паев, входили в одну группу.

(Смех в зале).

Ольга Сумина. Я совсем в другом ключе планировала обсуждать этот вопрос. Но видите, сколько появилось вариантов решений для закрытых инвестиционных фондов, может, и еще больше найдется, спасибо.

Пару слов об идее, которая закладывалась в этот вопрос. Сейчас, если фонд находится на балансе банка, то, по общим правилам, банк должен резервировать его под 150 процентов, — независимо от качества фонда, независимо от наполнения. Это, на наш взгляд, безумная несправедливость, которая возникла в виде последствия от двух-трех случаев, которые наложили тень. И с этим хотелось бы бороться. Если ЗПИФы будут допущены к инвестированию пенсионных накоплений, социально значимых



денежных средств, то, может, это вернет доверие и финансовых институтов к этой индустрии. Евгений, дополните, пожалуйста!

Евгений Постников. Активы комбинированных фондов могут быть разными, для банка, соответственно, это большие риски. Хотя для банков вложение в недвижимость — не профильная деятельность, тем не менее в плане диверсификации, зарабатывания дополнительных денег это может быть большим плюсом. Тем более если использовать управляющие компании, которые снимут с банка премию за управление коммерческой недвижимостью. Думаю, ЦБ должен полностью поспособствовать в этом направлении.

Ольга Сумина. Хорошо бы, Московская биржа также подключилась к этому вопросу. Наличие листинга всегда было дополнительным плюсом к продукту. Возможно, в этой истории польза от листинга тоже будет ощутима и вернет доверие, которое слегка пошатнулось. Есть кто-нибудь с биржи, кто мог бы прокомментировать сказанное?

Из зала. У Московской биржи сейчас один основной котировальный список, паи попадают в третью часть списка.

Ольга Сумина. В любом случае, если возможно получить экспертизу биржи как независимого института, то...

Елена Ширковец. По текущим правилам биржа не производит никакой экспертизы, разве что чисто формально. Ничего абсолютно биржа в качестве эксперта не привносит. Хотя бы фонды для неквалифицированных инвесторов разрешили [котировать]. Хотя бы фонды, которые являются рентными по факту, которые имеют доходы от недвижимости. Начать хотя бы с этого.

Ольга Сумина. Вы обратили внимание, что разрешение включать в состав активов фонда любое имущество мы пытаемся превратить в достаточно

качественный продукт, который можно предложить реальным инвесторам — пенсионным фондам, страховым компаниям, банкам?

Подводя итоги сессии, можем констатировать, что с теми изменениями регулирования, которые уже вступили в силу, можно жить. Ждем теперь изменений в положение по составу и структуре активов, а дальше будем искать варианты для ответа на потребности наших клиентов.

Может, есть вопросы?

Вопрос из зала. Кто-нибудь думает о преодолении требования обязательности нотариального заверения сделок с недвижимостью?

Ольга Сумина. Очень важный вопрос. Я так понимаю, СРО сейчас борются за отмену этого требования.

Елена Ширковец. Есть поручение администрации президента, за его исполнение отвечает МЭРТ, разрабатываются изменения в закон.

Голос из зала. Если все будет хорошо, то изменения примут в весеннюю сессию, хотя гарантировать нельзя. Мы идем официальным путем, максимально пытаюсь ускорить внесение поправок в закон.

Ольга Сумина. Раз мы затронули детали, то задам небольшой вопрос. Я вот прочитала, что сейчас управляющая компания сама должна будет публиковать данные об оценке в ИФРУ. ИФРУ является центром раскрытия информации. А если фонды для квалифицированных инвесторов публикуют эту оценку, либо оценщик сам публикует ее, то, наверное, нужно с оценщиком общаться. Ответственность нужно брать, это однозначно.

Елена Ширковец. Мы были бы не против, если бы у нас не было так много недвижимости. Какие-то вещи можно придумать, как смоделировать. Прописать какие-то жесткие правила. Многие банки живут так много лет.

Ольга Сумина. Так это банки...

Елена Ширковец. Очевидно, что управляющие для Центрального банка — очень малы [как субъект регулирования], и он нас таким образом подрачивает, поскольку чувствует, что субъект справляется.

Голос из зала. Давайте организуем через СРО коллективную просьбу пересмотреть данное требование.

Елена Ширковец. Это не требование, это закон.

Голос из зала. Заказчиком является управляющая компания фонда. Если заказчик другой, то это будет противоречить требованиям федерального закона

Ольга Сумина. Управляющая компания работает в связке со спецдепом, который несет ответственность за наполнение фонда. За качество оценки отвечает оценщик.

Денис Проценко. Можно дать объяснение? Все управляющие компании здесь в неравных условиях относительно других участников — потому что любое другое лицо оценку заказывает тогда, когда ему нужно, а управляющая компания оценку делать обязана. И в этом разница. Любое другое лицо может заказать оценку раз в десятилетие, а УК — раз в полгода. Я понимаю, что УК должна обеспечивать адекватную оценку активов.

Ольга Сумина. Клиент жестко запрещает управляющему упоминать где бы то ни было и при любых обстоятельствах состав его имущества. Здесь получается, что мы этот состав раскроем.

Голос из зала. Это противоречит здравому смыслу.

Ольга Сумина. Это мы тоже опишем как аргумент. Коллеги, спасибо всем за интересное обсуждение. □