

# Системная мозаика

В рамках Международного финансового конгресса состоялся организованный НАУФОР круглый стол «Актуальные вопросы регулирования рынка управления активами»

6 июня в рамках МФК Банка России Национальная ассоциация фондового рынка провела круглый стол «Актуальные вопросы регулирования рынка управления активами». Подобный семинар в рамках конгресса, курируемого Центробанком, НАУФОР проводит второй год подряд. В этот раз на нем впервые выступил новый руководитель департамента рынка коллективных инвестиций ЦБ РФ Кирилл Пронин. Семинару предшествовало обсуждение ключевых вопросов рынка управления активами, которое состоялось на совете управляющих при НАУФОР, при участии представителей индустрии и нового руководства департамента.

Участники: Алексей Антонюк («Газпромбанк — Управление активами»); Екатерина Ганцева (НАУФОР); Эдвард Голосов («БКС»); Ирина Кривошеева («Альфа-Капитал»); Владимир Потапов («ВТБ Капитал управление инвестициями»); Кирилл Пронин (Центральный банк, департамент коллективных инвестиций), Екатерина Черных («Сбербанк Управление активами»).

Модератор — Алексей Тимофеев (НАУФОР) Алексей Тимофеев. Сегодня у меня блестящий состав участников. Это люди, которые являются участниками всех процессов и как таковые наверняка дадут присутствующим картину происходящего на рынке коллективных инвестиций во всей ее мозаичности и в то же время системности. Предлагая им выступить, я буду просить их говорить, какие тенденции они видят на рынке, на что следует обратить внимание, что будет следующей задачей. Предложу начать Екатерине Ганцевой.

Екатерина Ганцева. На рынке уменьшается количество управляющих компаний, мы наблюдаем это не первый год. Причем увеличение регуляторных требований приводит к тому, что теперь в большей степени управляющие компании отказываются от лицензий самостоятельно, по собственному заявлению, нежели чем Банк России эти лицензии забирает за нарушения. Если по итогам прошлого года соотношение было практически равным, то с начала 2018 тенденция к тому, что большое количество управляющих



компаний сдали лицензии сами. Мы это связываем с введением новых требований к отчетности, формата XBRL, единого плана счетов, что ведет к увеличению затрат на поддержание бизнеса управления активами.

Общее количество фондов плюс-минус стабильно: создаются новые фонды, старые фонды прекращаются. При этом видим удивительную тенденцию, что появились новые интервальные фонды, которые практически умерли в какой-то период времени, а сейчас формируются новые интервальные фонды, пусть в небольшом количестве. И большое количество фондов находится в стадии прекращения: 167 фондов по состоянию на 25 мая.

Достаточно велико количество предписаний Банка России, но лишь 50% из них касаются нарушений, выявленных регулятором.

На рынке количественно преобладают закрытые паевые инвестиционные фонды. В соответствии с новыми требованиями по составу и структуре открытых фондов приведены 100% практически. Что касается фондов закрытых, на которые было дано 15 лет для приведения в соответствие, то мы все равно видим тенденцию, что большинство фондов привели в соответствие свой состав и структуру активов и переформатировались в комбинированные фонды. И на рынке закрытых фондов преобладают комбинированные фонды недвижимо-

сти. Общая доля всех остальных категорий минимальна.

Что касается фондов для неквалифицированных инвесторов, то 35,7% этого рынка занимают по показателю стоимости чистых активов открытые фонды и 64% — ЗПИФы для неквалифицированных инвесторов. Всех очень радует приток активов в открытые фонды, который начался в прошлом году и продолжается в этом году: больше 50 млрд рублей за первый квартал 2018.

Чем характеризуется этот год? В первую очередь, операционными изменениями в деятельности управляющих компаний. Это упоминаемый уже XBRL, единый план счетов, это новации конца



прошлого года — введение показателей деловой репутации и финансового состояния для учредителей управляющих компаний, введение системы управления рисками для профучастников лицензии по доверительному управлению ценными бумагами. В текущем году мы ожидаем появления концепции организации внутреннего контроля по некредитным финансовым организациям (что затронет и лицензию ДУ, и лицензию ПИФов). Главное в этом году — донастроить системы, вложиться в ИТ, в бэк-офис, в финансы. Надеемся, что все настроится. И дальше всегда легче корректировать, чем вводить такой огромный пласт нововведений внутри компании.

Что касается законодательства, то самый, наверно, ожидаемый документ на протяжении этого количества лет уже, который затрагивает отношения в части управления активами, — это 156 Федеральный закон. Очень много про него говорилось, очень много было предложений по текстам. В итоге на сегодняшний день 156 Федеральный закон внесен в Государственную Думу, мы надеемся, что в ближайшее время состоится первое чтение. К первому чтению изменения затрагивают отмену типовых правил, введение возможности при погашении инвестиционных паев выдела имущества в натуре — это ожидаемые вещи. В связи со 156 Федеральным законом идут изменения в 39 Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», которые, во-первых, позволят в рамках индивидуального доверительного управления приобретать паи собственных открытых паевых инвестиционных фондов, а, во-вторых, дадут возможность раскрывать информацию по фондам для квалифицированных инвесторов.

Думаю, нас ждут очень жаркие дискуссии ко второму чтению, потому что тот пласт изменений, которые хотелось бы увидеть во втором чтении в самом

тексте закона, затрагивают намного больше вещей, нежели уже согласованные. И в первую очередь это, конечно, возможность переквалификации фондов, это возможность автоматической пролонгации срока действия закрытых паевых инвестиционных фондов, это расширение перечня агентов, через которые в управляющие компании могут привлекаться инвесторы, и на инвестиционных советников (очень актуальные сегодня темы), и на просто кредитные организации, а лучше вообще обойтись без ограничения агентов, потому что чем больше людей, которые смогут рассказать про индустрию и привлечь клиентов, тем, я думаю, всем выгоднее.

Дальнейшее развитие мы видим в трех направлениях — по новым продуктам для клиентов, по новым сервисам для клиентов и по развитию деятельности непосредственно самой управляющей компании.

Что касается новых продуктов, то хотелось бы видеть развитие биржевых фондов и валютных фондов. В течение ближайшего года — начало первого этапа и бурный рост в следующем году.

Что касается предложений по пенсионным продуктам для клиентов, то мы надеемся в рамках концепции индивидуального пенсионного капитала развить идею открытия системы индивидуальных пенсионных счетов в рамках доверительного управления. Взамен системы доверительного управления средствами ПФРа со стороны управляющих компаний. Или проработку темы возможности разделения инвестиционных паев на классы внутри одного инвестиционного фонда. В принципе тема известная и понятная многим, кто так или иначе сталкивался с иностранными фондами. Та система, которая работает там по разделению паев на классы, на сегодняшний день в России неприменима. Мы считаем, что нужно предложить Банку России некие решения,



которые позволят в рамках и действующих фондов, и новых фондов предложить клиентам новые продукты. **Алексей Тимофеев.** Это очень болезненная тема — индивидуальный пенсионный капитал, много неясного. Индивидуальные пенсионные счета могли бы быть сконструированы по модели индивидуальных инвестиционных счетов. Мы бы с большей охотой это предложили, если бы могли положиться просто на добровольный характер этих отношений. Но, к сожалению, мы видим, что нельзя обойтись без каких-то льгот работодателям для финансирования этих счетов. Это означает, что нам нужно активнее включаться в дискуссию об индивидуальном пенсионном капитале.

Я понимаю также, что на первом этапе это может быть делом негосударственных пенсионных фондов и не будет делом банков, страховых организаций, управляющих компаний. Но если будет второй этап, то мы обязательно предложим связанную и сильную концепцию. Нам по плечу такого рода работа.

Я очень рад и горжусь за Сбербанк, за его приобретение в лице Екатерины Черных. Предоставляю ей возможность высказаться.

**Екатерина Черных.** Если мы говорим о фондах для неквалифицированных инвесторов, то там 70% стоимости чистых активов — это закрытые паевые инвестиционные фонды, то есть, недвижимость. Я очень рада, что наконец-то созрела соответствующая экономическая ситуация, а также финансовые игроки. Десять лет назад мне все говорили: на рынке ценных бумаг такая доходность, зачем клиентам нужна недвижимость, да еще с доходностью меньше 10% годовых? Сейчас такая доходность уже очень интересует.

У Сбербанка уже сейчас в этом сегменте 20 тысяч клиентов. Думаю, в рентных фондах недвижимости ни у кого больше нет такой розницы. Более того, в этом году розница предъявила

спрос на 25 млрд рублей. Учитывая, что Сбербанк — это примерно половина депозитов страны, можно сказать, что 50 млрд рублей — это общий спрос российского розничного клиента на рентные фонды. Подразумеваем фонды, которые выплачивают доход как минимум один раз в год, а лучше четыре раза.

В России пока каждый человек хочет инвестировать в депозит и в недвижимость (так же, как у китайцев). На рынке жилья при этом третий год подряд падают цены и, скорее всего, они продолжают падение. Например, в Соединенных Штатах Америки средняя зарплата 4 тысячи долларов, средняя цена квадратного метра жилья — 1200 долларов, в России средняя зарплата 600 долларов и средняя цена на квадратный метр (по стране в целом, грубо) — 900 долларов. Соотношение доходов к стоимости квадратного метра несопоставимое, а цены на жилье в первую очередь определяются доходами, которые можно извлекать в том регионе, где ты живешь. Поэтому коммерческая недвижимость, правильно управляемая, правильно расположенная, имеет достаточно хороший потенциал для того, чтобы генерить текущий доход и сохранять капитал. Мы не предлагаем клиентам истории про то, что они зарабатывают, мы говорим, что справедливая стоимость их инвестиций сохранится на горизонте 10–15 лет, при этом 100% дохода, который генерят эти активы, они будут ежегодно получать. И это вызывает большой интерес.

Я очень рада, что помимо Сбербанка и «Альфы», все другие наши крупные компании обратили внимание на этот рынок. Потому что, пока нет конкуренции, пока нет широкого предложения, люди, конечно, не делают инвестиции и не сильно понимают сам формат. Когда рынок появился, он уже дает возможность развиваться всем игрокам. Конечно, крупные игроки будут работать с большой розницей. Будут и

средние компании, но высококвалифицированные.

Я убеждена, что фондами недвижимости надо заниматься отдельно, потому что это совершенно другая структура работы. Мешать ценные бумаги с недвижимостью неправильно. Опять-таки посмотрим на развитые рынки: там компании, которые занимаются фондами недвижимости, больше не занимаются ничем. Это специфика. Самый развитый рынок недвижимости — рынок Соединенных Штатов Америки; 60 лет его развития привели к тому, что все тюрьмы, больницы там сейчас находятся в управлении фондов недвижимости. Потому что в какой-то момент стало понятно, что проще платить аренду и не держать у себя в штате персонал, который занимается эксплуатацией социально значимых объектов. В недвижимости нет никакой особой технологии, возможна только экономия на масштабе. Поэтому чем больше объектов под управлением, тем дешевле и качественнее можно ими управлять.

Мы очень рады, что можем предложить паи фондов недвижимости для приобретения пенсионным фондам. Там получается очень интересная структура владения: пенсионные фонды не платят налог на прибыль с доходов, фонд недвижимости тоже не платит налог на прибыль. Практически 100% доходов поступает на пенсионные счета застрахованных, это самая эффективная форма получения доходов от коммерческой недвижимости, которая позволяет сохранять и приумножать капитал.

Хотелось еще сказать о новых продуктах. Есть два типа пайщиков: одни получают доход, другие доход не получают, но выходят в конце с капитализированным имуществом. Это очень полезная и правильная история, потому что огромное количество предпринимателей хочет расширить



свои возможности по привлечению капитала. При этом фонд недвижимости — это общедолевая собственность всех пайщиков, это не кредит, не облигации, это совладение активом. Поэтому когда инициатор проекта может вложить в фонд свой, допустим, объект недвижимости, который генерит рентный доход (мы, конечно, говорим здесь о фондах для квалифицированных инвесторов), привлечь деньги от розничных пайщиков, инвестировать их в новый проект, завершить проект, весь этот период времени выплачивать доход розничным пайщикам, в конце срока действия фонда выкупить у розничных пайщиков паи и выйти имуществом из этого фонда, — таким путем обеспечивается полный цикл привлечения под проекты дополнительного розничного финансирования. И, на наш взгляд, это очень интересно.

**Алексей Тимофеев.** Катя, спасибо.

У Эдварда есть несколько слайдов, думаю, было бы полезно, если бы он продемонстрировал их и порассуждал о том, что кажется важным ему.

**Эдвард Голосов.** Поскольку наш «круглый стол» посвящен регуляторным вопросам и проблемам, то я прежде всего хотел бы поблагодарить регулятора. Регулятор делает очень большую работу.

Теперь об индивидуальных инвестиционных счетах. Все знают статистику, что открывается гораздо больше брокерских ИИСов, нежели счетов управления активами. Причем интересно, что если у конкретного провайдера сильнее брокерский бренд, то и счета открываются брокерские, а если бренд сильнее в управлении активами, то счета открываются в основном на базе управления активами. То есть, с одной стороны, это вроде бы хорошо, это означает, что есть два сбалансированных варианта ИИСов. И с точки зрения регуляции не сделано каких-то преимуществ ни для одного, ни для другого.

Но, с другой стороны, можно ведь на это как посмотреть. Если мы целимся на деньги людей, которые сидят в депозитах (там, по-моему, аккумулировано в районе 350 млрд рублей, большая часть из которых может быть привлечена в инвестиционные продукты), то ведь большинство этих людей ничего не знают о фондовом рынке. Если сделать промежуточный шаг — открыть ИИС на базе ДУ, то, наверное, инвестор будет более защищен. Поэтому, может быть, следует создать какие-то дополнительные плюсы для ИИСа на базе управляющих компаний, чтобы сделать его более защищенным, более удобным, чтобы больше людей туда пошло.

Паевые фонды работают, у них хорошие показатели. Но что можно еще сделать? Вот при вложении в депозит инвестор фактически сразу получает налоговую льготу, а при вложении, например, в ПИФ — только при сроке вложения от трех лет. Я уже не говорю о том, что защита АСВ на инвестиции не распространяется. Опять же про валютные ПИФы очень долгий идет разговор. Если ПИФ сделан для того, чтобы инвестировать в валютные активы, то почему нельзя, например, тому же самому клиенту купить валюту на бирже, как он сейчас может сделать, и отдать ее в ПИФ?

Хеджирование валютных рисков внутри самого ПИФа. Лимит — 20% при открытии и 40% — для поддержания. Это означает, что если у меня есть валютные активы в ПИФе, то я не могу купить, например, дериватив больше, чем на 20%, чтобы захеджировать валютные риски. Почему 20%? Почему нельзя захеджировать 100%, как на Западе делается?

Ну, и про так называемые фонды с защитой капитала. Это дополнительный продукт, очень популярный на Западе. Может быть, стоило бы попытаться и в России сделать что-то подобное. Раз уж мы говорим о защите инвесторов.

Квалификация: квалифицированные, неквалифицированные инвесторы — эта тема понятна. Сейчас это работает так, что ценная бумага должна быть залистингована на одной из российских биржевых площадок для того, чтобы быть доступной неквалифицированным инвесторам. Человек живет в России, его человеческий капитал уже инвестирован в Россию, почему он не может разложить страновые риски, — допустим, инвестировать в американские «голубые фишки», в Apple, Facebook, General Electric? Почему ограничение, какая логика?

Ну и, наконец, для тех, кто хочет работать с партнерами, хочет, чтобы его продукты были доступны многим институтам, но не стремится вкладывать в инфраструктуру, развивать свои управляющие компании, брокерские компании. Допустим, есть такое понятие «вторичная идентификация». Работает очень интересно. Для первичной идентификации клиент может прийти к партнеру, нормально открыть счет. Но, если у человека поменялся, к примеру, паспорт, то он не может опять прийти к тому партнеру, через которого открыл счет, он должен приходиться в изначальное место. Это, наверное, не очень логично.

Вот несколько пунктов, где регулирование, может быть, можно улучшить. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Я дам пару комментариев к выступлению Эдварда. Что касается индивидуальных инвестиционных счетов: то, что брокерские счета более популярны, чем счета в доверительном управлении, мне кажется явлением временным. Брокерские счета ассоциируются с большим контролем за распоряжением средствами клиента. Поскольку новый инвестор, с которым мы сейчас имеем дело, некомпетентен и не собирается разбираться в финансовом рынке так хорошо, как инвестор, который выходил на фондовый рынок до сих пор. Ему нужен

будет постоянно инвестиционный консультант, и если его будет устраивать консультационная поддержка со стороны брокеров (или независимых консультантов), то он останется клиентом брокеров. В иных случаях он совершит выбор в пользу доверительного счета. Просто нужно подождать, на мой взгляд.

Что касается иностранных инструментов. Да, это мне кажется дисбалансом. Мы защищали нашу индустрию от упреков в том, что они предлагают услуги иностранных компаний, структурируя сделки с клиентами. Нам кажется, что это естественно и оправданно некоторыми регулятивными ограничениями, которые усложняют возможность доступа российских инвесторов к иностранным инструментам. Пока эти препятствия не убраны, не будет морального права упрекать брокеров в том, что они ищут альтернативные варианты. Вопрос о диверсификации абсолютно неполицорректный, абсолютно непатриотичный, но абсолютно понятный с прагматической точки зрения. Люди должны диверсифицировать свои активы. И я глубоко убежден, что, если они имеют возможность покупать американские акции, то реально с большей охотой купят русские акции.

Возможно, что в течение этого года мы уберем одно из главных препятствий для такой работы — налогообложение валютной переоценки (это многолетняя работа). Моя надежда в том, что в течение текущего года это будет сделано. И тогда у нас останется еще одна очень большая неприятность, то, о чем говорил Эдвард, — запрет на приобретение неквалифицированными инвесторами иностранных ценных бумаг, кроме тех, которые допущены на организованный рынок в России. Наши законодатели считают многие зарубежные бумаги, всем миром признанные как отличные, хуже многих плохих





российских бумаг. Не тут дело просто в инвестиционном профиле, дело в мере ответственности. Не нужно так заботиться о наших инвесторах, эта забота чрезмерна, на мой взгляд. Дайте им возможность приобретать иностранные инструменты, дайте российской индустрии зарабатывать здесь, не пытайтесь структурировать это через иностранных брокеров или другие институты. Дайте возможность зарабатывать и платить налоги здесь, предоставлять российским клиентам привычную им сложившуюся здесь систему защиты их интересов.

Володя, присоединяйся, пожалуйста. **Владимир Потапов.** У меня все почти-почти перехватывали какие-то вещи, которые я хотел сказать. Но хочу сказать главное — мы все еще не вышли на уровень общей дискуссии. Каждый играет свою роль в театре, но никто еще не пытается выйти в зал и посмотреть на сцену, к сожалению. Дискуссия уровня, какой ИИС лучше — брокерский или ДУ и где его лучше открывать, мне кажется просто смешной. Это абсолютно два разных продукта. Вы дайте ИИС, который будет настоящим инструментом управляющей компании и дайте настоящий ИИС с каким-нибудь интересным инструментом на брокере. А дальше объясните клиенту, что это все-таки разные вещи, и через правильное риск-профилирование выведите его на тот продукт, который ему нужен.

А пока мы, надо признать, не любим своих клиентов и структурно не любим многих участников рынка. Почему? Потому что нет комплексного и системного подхода. С точки зрения продуктов, безусловно, управляющая компания — это один из ключевых форматов, на одном уровне, наверное, с брокерским обслуживанием и с инвестиционным консультированием. Тоже уже Алексей сорвал с языка: если клиент все знает, ему нужен широкий доступ на рынок, пу-

бличная аналитика, то он становится клиентом брокерского обслуживания, с разными механизмами взаимодействия. В том числе, через, как уже было сказано, мобильные приложения, через онлайн, возможно, через голосовой брокеридж.

Совсем другой формат, если он готов передать активы туда, где делают добавленную стоимость. В чем я сомневаюсь, учитывая количество управляющих компаний. Потому что бизнес по управлению активами — он недешевый. Если штат УК составляют комплаенс-офисер, бухгалтер и генеральный директор — то это не управление, это просто некоторая структура. Управляющая компания — это штат аналитиков, штат портфельных управляющих, штат риск-менеджеров, это фронтальная система, это бэк-офисная интегрированная система, это отчетность, это налоговое консультирование и так далее. Наша управляющая компания крупнейшая на этом рынке, прошлый год мы закончили год с 600 млрд [рублей выручки] плюс 56% роста по активам. Могу сказать, что стоит это недешево.

Возвращаясь к вопросам, которые стоят перед индустрией. Ключевой продукт, который безусловно необходим инвесторам (неважно, физлицо ли это, юрлицо, институциональный клиент, международный инвестор и т.д.) — это создание добавленной стоимости, создание «альфы». Екатерина указала на рентные фонды. Действительно, они были экономически неинтересны: зачем покупать рентный фонд, когда ОФЗ или ликвидная облигация ежедневно давала доходность больше? Сейчас ситуация меняется, такой инструмент становится интересным, особенно с возможностью организации ликвидного рынка на бирже.

Единственный наш шанс двинуться в розницу и системно подойти к вопросу вовлечения действительно массового клиента — это правильное

риск-профилирование и предложение правильно продукта. Ключевая проблема — мисселинг. Клиент не должен получать три модельных портфеля: один портфель от брокера, другой от управляющей компании, третий от какого-нибудь умного клиентского менеджера, который где-то увидел какую-то рекомендацию.

Возможности на нашем рынке есть, что бы ни говорили. Посчитайте, сколько у нас аналитиков покрывает, например, отрасль электроэнергетики. Увидите, максимум, троих. Одному вообще верить нельзя, второй стабильно нацелен на «купить»... ваше счастье, если найдете того, которому можно доверять. Поэтому возможности зарабатывать на этом рынке есть. Возможности для активных продуктов есть, возможности для пассивных продуктов, безусловно, тоже есть через необходимое изменение регулирования.

Страховые компании растут очень быстро, индивидуальные пенсионные планы обсуждаются, поэтому я не удивлюсь, что и институциональные клиенты вернутся. У нас в прошлом году чистый приток международных инвесторов в управление активами составил более миллиарда долларов. Я, честно говоря, не могу сказать, что мы любим отдельную группу инвесторов, мы, скорее, фокусируемся на предоставлении качественных продуктов. Девиз нашей компании — искусство инвестиций. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** И все-таки, Володя, что сейчас будет главным, а что вы будете делать ставку? В какой последовательности?

**Владимир Потапов.** В России есть клиент, которому нужно дать правильный продукт. Нужна платформа, тот интерфейс, через который клиент приобретает тот или иной инвестиционный продукт, и продуктовая фабрика. У каких-то игроков продуктовые фабрики свои: я уже сказал, что это, в общем-то, недешевая история,

особенно качественная. У кого-то есть платформа, но нет клиентов, у кого-то есть клиенты, но нет платформы. Внутри группы ВТБ есть все, это уникально. У нас есть своя продуктовая фабрика, наша задача ее улучшить, чтобы она оставалась лучшей на рынке. Это первое.

Второе — сделать качественную платформу, на которой клиенту будет комфортно, просто, удобно. Не зря мы говорили про мобильное приложение, в котором взять можно и продукты управляющей компании, и брокерские продукты, и ОФЗ, и какие-то международные инвестиции. Если для того, чтобы открыть счет, нужно подписать девять документов, то это ужас. Поэтому процесс движется в сторону того, чтобы клиент в три клика мог купить облигацию, не являясь при этом клиентом нашего брокерского обслуживания, у нас скоро будет презентация мобильного приложения «Мои инвестиции», в котором будут объединены все инвестиционные фабрики. Параллельно мы планируем в августе запустить онлайн-канал, соответственно, чтобы всем клиентам Группы ВТБ предложить возможность в несколько кликов стать инвесторами через ту или иную продуктовую фабрику, которая ему лучше всего подходит.

**Алексей Тимофеев.** Алексей, буду рад, если ты присоединишься к дискуссии. Что мы могли забыть, с чем ты не согласен, с чем ты согласен? И что вы собираетесь делать в ближайшее время?

**Алексей Антонюк.** Я абсолютно согласен с Владимиром: и в том, что проблема мисселинга в индустрии существует, и в том, что продукты, даже внешне похожие, как брокерские и Душные ИИСы, они все-таки разные. Например, у нас на сетке связанного с нами банка стоят оба продукта, и оба достаточно успешно продаются, потому что они разведены между собой.





Хотел бы немножко порассуждать по поводу будущего индустрии и того, как индустрию к этому будущему подготовить. Сейчас есть понятная тенденция, что та же розница растет, потому что значительный вклад вносит снижение депозитных ставок и поиск альтернативных продуктов. Доходности на рынке облигаций тоже падали, что позволяло облигационным фондам показывать хорошую доходность. Но очевидно, что и одна, и вторая тенденции близки к своему окончанию. Нужно думать о развитии других рыночных сегментов. Например, рынка коллективных инвестиций.

Мы, делая в прошлом году несколько крупных сделок, столкнулись с тем, что когда в сделке участвуют разные группы инвесторов и у этих групп — разные интересы, то, к сожалению, очень тяжело прописать правила так, чтобы все были удовлетворены. С этой точки зрения, безусловно, необходима, например, сегрегация паев. Также, мне кажется, была бы полезна сегрегация паев с точки зрения прав по назначению членов инвесткомитета. Это аналог обычных привилегированных акций применительно к паям фондов. Эта мера тоже даст существенно больше гибкости управляющим компаниям с точки зрения создания продукта и прав тех или иных инвесторов в данном конкретном фонде. Тем более что в принципе, если говорить о сегрегации паев, то это лечится, по сути, либо дополнением, либо изменением, по-моему, в статье 14.1 156-ФЗ, а все остальное в основном находится на уровне нормативных актов Банка России. То есть это не требует каких-то тектонических изменений. Если, например, говорить о создании в нашей стране аналога зонтичных фондов, то здесь, конечно, нужны именно тектонические изменения в законодательстве, связанные с Налоговым кодексом и т.д. В случае небольших корректировок это гораздо проще.

Также хотелось бы несколько слов сказать по поводу биржевых фондов. Безусловно, согласен, что ИТФ ему пока не стать. И вряд ли биржевой фонд станет ИТФ в текущем сетапе. Мы сейчас очень активно работаем над тем, чтобы попробовать создать биржевой фонд облигаций. Видим достаточно хороший пласт спроса на такой продукт. Естественно, что возникает много сложностей, связанных с крайне ограниченной ликвидностью рынка корпоративных облигаций, с существующими бенчмарками, потому что они практически не иплицитны в силу их состава и т.д. Но думаю, что мы эту проблему постараемся решить.

Валютные фонды — опять-таки очень хорошее начинание. Источником денег для валютных фондов являются, в основном, состоятельные частные клиенты. Они хотят вкладывать в валютные фонды доллары или евро с депозитов, не рубли. У человека лежат доллары на счете, он, допустим, хочет купить долларовый ПИФ, значит, должен продать свои доллары и/или евро, купить рубли, зайти с ними в фонд, фонд параллельно должен купить валюту и т.д. Возникает куча проблем, связанных с тем, что есть волатильность валютного рынка, она иногда маленькая, а иногда большая. В результате заход/выход, погашение/покупка более-менее существенной части относительно СЧА фонда очень сильно влияет как на финансовый результат тех, кто заходит и выходит, так и на финансовый результат тех, кто находится в фонде.

В принципе решение этой проблемы целиком находится в зоне защиты прав инвесторов. Наверное, и Банк России, и НАУФОР могут подумать над тем, чтобы сделать механизм, который бы позволял этот риск минимизировать.

По поводу налоговых льгот. Безусловно, нужны налоговые льготы для коллективных инвестиций. Потому что сейчас есть налоговые льготы для де-

позитов, есть налоговые льготы для облигаций (если они приобретаются через брокера), и ничего нет для коллективных инвестиций. С точки зрения государства должно быть гораздо интереснее, чтобы деньги физических лиц находились в институциональных формах инвестирования, в коллективных инвестициях, были дополнительно защищены соответствующей инфраструктурой, которая для коллективных инвестиций существует. И, на мой взгляд, должны быть и механизмы, которые бы все-таки стимулировали деньги туда вкладывать.

Несколько слов хотел бы еще сказать по поводу пожелания, чтобы управляющие зарабатывали «альфу» своим клиентам. Сейчас управляющие делают достаточно большую прослойку инвестиционных инструментов, по которым заявлены определенные не то, что обещания, но ожидания, которые транслируются клиентам. Потом проходит время, клиенты оказываются разочарованными, и индустрия теряет их.

Я считаю, что и НАУФОР, и, наверное, Банк России должны двигаться в том направлении, чтобы с мисселингом шла борьба и на регуляторном уровне, и на уровне ассоциации. Но, кроме того, я также считаю, что должны вводиться какие-то нормы, правила и даже какая-то ответственность за то, чтобы этот мисселинг не допускался. И если посмотреть еще глубже, то помимо борьбы с мисселингом необходимо, чтобы управляющий добросовестно соблюдал тот инвестиционный мандат, о котором он заявил. Бывает, что клиент покупает тот риск, о котором прочитал в описании, а в реальности там сидит совершенно другой риск. И, на мой взгляд, за этим надо следить и должна быть ответственность, которая будет это регулировать. Спасибо.

**Алексей Тимофеев.** Кирилл, могу я предложить выступить тебе? Между прочим, отличное обсуждение, я считаю, произошло на Совете управляющих компаний в НАУФОР совсем недавно, где был



представлен гораздо более широкий круг индустрии, еще более разнообразный. Что кажется важным, на чем регулятор собирается фокусироваться, в чем мнения о перспективах индустрии, о мерах по ее развитию совпадают, в чем различаются?

**Кирилл Пронин.** Коллеги, добрый день!

Алексей сделал хорошую подвodka под мое выступление, сказав, что мы все вместе должны формировать доверие к индустрии, к рынку. Наверное, это ключевая задача. Мы говорили всегда, что доверие — это душа финансового рынка. Это крайне важно для индустрии с объемом порядка 7 трлн рублей под управле-

нием профучастников, управляющих компаний, негосударственных пенсионных фондов. Мне кажется, что за последние 4-5 лет, с тех пор, как существует мегарегулятор, было сделано очень много и Банком России, и НАУФОР, и иными саморегулируемыми организациями, и вами, коллеги, в том направлении, чтобы все-таки доверие к индустрии выросло.

Вот Екатерина Ганцева в самом начале озвучила статистику, в том числе, которая касается исполнения надзорных функций Банка России. Да, мы приложили очень много усилий к тому, чтобы вывести с рынка участников недобросовестных, участников, кото-

рые испытывали определенные проблемы с финансовой устойчивостью, а точнее, просто не имели капитала в большинстве случаев. И, на мой взгляд, это очень важный вклад со стороны регулятора, со стороны СРО к тому, чтобы сегодня на рынке оставались лишь те компании, которым клиенты будут доверять, которым клиенты понесут свои денежные средства. И мы видим по статистике последних, наверное, полутора лет, что приток средств в индустрию коллективных инвестиций достаточно серьезный. Первый квартал этого года тоже очень показателен: прирост в открытые фонды составил, по-моему, порядка 20%, в интерваль-

ные — порядка 11%. Суммы солидные. Хотя, если посмотреть на структуру коллективных инвестиций, то, конечно, 70% на стороне закрытых ПИФов говорит о том, что именно ритейловому сегменту есть куда стремиться и развиваться.

Хотел бы несколько слов сказать еще и про такой сегмент, как негосударственные пенсионные фонды. Там аккумулирован значительный объем активов, порядка 4 трлн рублей, эти активы управляются через управляющие компании. Соответственно, те изменения, которые в конце 2017 — начале 2018 года нашли свое отражение в законодательстве, в нормативных актах Банка России, они, конечно, коснутся и индустрии управляющих компаний.

Здесь, наверное, нужно отметить такие вызовы, как введение фидуциарной ответственности негосударственных пенсионных фондов. Про это нельзя не сказать. Это нововведение призвано, скажем так, улучшить финансовое состояние, повысить надежность негосударственных пенсионных фондов, повысить ответственность за управление пенсионными средствами. Для управляющих компаний тема фидуциарной ответственности, конечно, не новая, в Гражданском кодексе есть основные нормы. Но, на наш взгляд, системное применение этого инструмента начнется только после того, как мы его будем имплементировать в рамках 75 Федерального закона. Тема очень непростая. Пока сфера применения фидуциарной ответственности будет касаться, как это в законе указано, приобретения и реализации активов НПФ на наилучших условиях.

Сейчас мы проводим бэк-тестирование этого инструмента на исторических данных. Видим, что не во всех случаях сделки исполняются на лучших условиях. Сейчас мы обкатываем, отрабатываем правовую составляющую и себя ставим цель, чтобы

инструмент фидуциарной ответственности применялся бы полноценно. Мы считаем, что он будет применяться очень взвешенно, с обязательным учетом позиции негосударственных пенсионных фондов. В любом случае решение о применении/неприменении этой меры будет проходить через комитет финансового надзора с тем, чтобы действиям участников рынка была дана полная оценка.

Мы предполагаем, что это коснется бизнеса управляющих компаний. В том плане, что НПФы будут более избирательно, более взвешенно вместе с управляющими компаниями подходить к формированию портфеля, к совершению тех или иных сделок.

Не могу не сказать про еще один инструмент, который Банк России ввел опять же для негосударственных пенсионных фондов. Стресс-тестирование — тоже достаточно важная веха в жизни индустрии коллективных инвестиций. Это один из инструментов, который должен, в свою очередь, и повысить качество надзора, и улучшить финансовую устойчивость участников рынка негосударственного пенсионного обеспечения. Вводится инструмент постепенно: с 1 июля доверительный интервал в рамках стресс-тестирования составит 35%, к концу года он подрастет. Сейчас стресс-тестирование проводится только по пенсионным накоплениям, но с 1 января это коснется и пенсионных резервов.

Мы уже видим на макроуровне последствия внедрения стресс-тестирования в том плане, что портфели негосударственных пенсионных фондов начали изменяться в сторону увеличения доли долговых инструментов, в сторону снижения доли финансового сектора. Что, на наш взгляд, очень правильно. Регулятор на горизонте трех лет, в период с 2015 по 2018 год, видит серьезный прирост доли в абсолютном выражении инструментов, эмитированных реальным сектором. Это, на

наш взгляд, очень положительно. Хотя, конечно, если говорить про долю в портфеле, то реальному сектору еще есть куда стремиться.

Вообще тема коллективных инвестиций важна для формирования длинных денег в экономике. И, мне кажется, на этом конгрессе в этом году уделяется много внимания вопросам формирования и привлечения длинных денег. Я посчитал: в общей сложности четыре панели по этой теме, включая, наверное, нашу.

Теперь я хотел бы прокомментировать предыдущих выступающих. Хотелось бы сказать несколько слов относительно паевых фондов недвижимости. Отмечено, что большую долю в структуре портфеля коллективных инвестиций составляют закрытые паевые фонды. Хороший новый инструмент. Но регулятора всегда несколько настораживает тот факт, что в закрытые фонды недвижимости (ну, исторически так повелось) пытались упаковывать не всегда качественные активы. Поэтому, наверное, для регулятора, для спецдепов и для управляющих компаний это очередной вызов. В том плане, что, разрешив приобретать паевый фонд недвижимости в портфели пенсионных накоплений, мы должны чуть больше заботиться о качестве этих паевых фондов.

**Екатерина Черных.** Кирилл, можно чуть-чуть прокомментировать? Все-таки исторически фонды недвижимости использовали как защиту от рейдерства, если мы говорим о нашей истории. Именно поэтому сейчас значительная часть закрытых фондов — это, конечно, структурирование владения активами. Это не предлагается в розницу на рынок, но это уже готовые структуры, из которых можно забирать активы.

**Кирилл Пронин.** Спасибо. Несколько слов хотелось бы сказать на тему пропорционального регулирования. Для регулятора тема пропорционального регулирования важна в той же степе-

ни, как и для индустрии. Мы об этом говорили на Совете управляющих компаний. Коллеги, регулятор осознает ту нагрузку, которую вы принимаете на себя (XBRL, единый план счетов, требования к системе управления рисками, комплаенс, 115-й закон). Поверьте, это такая же нагрузка и для регулятора, в том числе. Но, с другой стороны, я уже сказал, что наша задача — повысить качество участников рынка, доверие к участникам рынка. Так что от этой нагрузки мы не уйдем. Другое дело, что в ней должна быть разумная пропорциональность.

Сейчас регулятор проводит достаточно большую работу на предмет того, чтобы определиться с концепцией пропорционального регулирования. Индустрии, поднадзорные Банку России, достаточно разные, и тема пропорциональности в каждом сегменте звучит по-разному. Например, у коллег на рынке брокерского обслуживания пропорциональность регулирования будет привязана к масштабу бизнеса, оборотам торгов и т.д. Если мы говорим про рынок коллективных инвестиций, паевые фонды, управляющие компании, то здесь должны уделять больше внимания фондам для неквалифицированных инвесторов. И, возможно, в меньшей степени нагружать управляющие компании, которые управляют фондами для квалиинвесторов. Но еще раз говорю: сейчас эта концепция нами прорабатывается.

Пропорциональность уже, в принципе, появилась в рамках тех стандартов надзора, которые мы внедрили в Банке России в конце прошлого года. Это масштабная работа, которая достаточно серьезно видоизменила надзор, появилось достаточно серьезное автоматизированное риск-профилирование участников рынка. Я надеюсь, что большинство небольших участников это почувствовали. Мы меньше нагружаем запросами тех участников, в деятельности которых больших рисков

не создается. Наоборот, те компании, которые генерируют риск, естественно, попадают в сферу нашего внимания в первую очередь.

Думаю, что по итогам этого года некая концепция пропорционального регулирования и надзора будет оформлена с учетом мнения индустрии. Поэтому, коллеги, еще раз к вам обращаюсь: через площадку НАУФОР, иных саморегулируемых организаций мы всегда готовы рассмотреть ваши предложения и конструктивно их обсудить. Я надеюсь, они найдут свое воплощение в дальнейшей нашей жизни.

В свою очередь, я готов ответить на вопросы, если они у вас есть.

**Алексей Тимофеев.** Начну со своего комментария. Я-то думаю, например, что фидуциарная ответственность для НПФов — одна из самых больших регулятивных ошибок, которые были совершены Центральным банком в последнее время. Мы так много лет потратили на борьбу с обязательностью доходности и сохранности. А теперь, по существу, воспроизвели эти требования новыми, более абстрактными, затейливыми, непонятными никому требованиями фидуциарной ответственности. И сейчас все дело в руках регулятора — случится ли это или нет, полностью зависит от вас. Предоставление НПФам права самим управлять пенсионными резервами, пенсионными накоплениями, — заставляют НПФы формировать собственную компетенцию по инвестиционному инвестированию. И, таким образом, в любом случае удваивать koszty. То есть, это делает почти невозможным реальный выбор между тем, позвать ли управляющую компанию или нет. Это будет слишком дорого, да и незачем. В какой-то момент специалисты фонда начнут уверять свое руководство, что достаточно компетентны для того, чтобы справиться с этой задачей самостоятельно. Надо здесь действовать очень осторожно.





Раз уж возложена на НПФы фидуциарная ответственность, то что именно под этим подразумевать, полностью и целиком зависит сейчас от усмотрения Центрального банка.

Если мы думаем о долгосрочных инвестициях, то должны были бы уменьшить страхи НПФов о том, как их инвестиционные решения оценит Центральный банк. Вот от чем мы тревожимся. Но, если регулятор избежит рисков, о которых я говорю, то, наверное, нам не придется бороться с этим через некоторое время.

**Ирина Кривошеева.** Была затронута и обозначена тема пропорционального регулирования, и об этом не стоит за-

бывать. Потому что хорошо сидят на нашей панели генеральные директора: они могут себе позволить куда-то выехать и где-то выступить. А вот главные бухгалтера и главы бэк-офисов уже почти ночуют в компаниях. И это именно та самая регуляторная нагрузка. Она увеличилась кратно, почти в пять раз по сравнению с предыдущим годом. И это тоже определенные расходы. Рыночные компании все-таки не могут себе позволить неэффективно раздувать штат, держать пять человек, которые будут заниматься только обработкой статистических запросов.

И, наверное, еще одна тема — отсутствие законодательного арбитража

между различными видами инвестиционных продуктов. В данном контексте речь идет, в том числе, об инвестиционном страховании жизни, без именно рискованной составляющей. Такие продукты есть, они сейчас активно продвигаются на рынке. Именно без рискованной составляющей, без непосредственно страхования жизни, а это чисто инвестиционное страхование. Продукт просто в прямом виде является конкурирующим. При этом не вполне отчетливы законодательные требования по отчетности, по уведомлению регулятора, по раскрытию информации, даже по уведомлению клиентов о размере комиссий, в том числе скрытых комис-

сий, которые удерживаются и выплачиваются банком-агентом.

Можно ли каким-то образом оптимизировать запросы от различных департаментов Центрального банка, а также хотя бы сохранять ответы профучастников, чтобы мы не повторяли одно и то же в разные департаменты? И можно ли все-таки двигаться в сторону устранения законодательного арбитража между аналогичными продуктами (аналогичными для клиентов)?

**Кирилл Пронин.** Спасибо за вопросы. На первый я отвечу сам, а вот в рамках второго попрошу еще и Алексея, может быть, подключиться. Значит, что касается запросов со стороны регулятора. Мы сейчас не говорим про запросы в порядке надзора, это не обсуждается.

**Ирина Кривошеева.** Конечно, это святое. Здесь все заинтересованы в том, чтобы работать прозрачно, чтобы клиенты были защищены и так далее.

**Кирилл Пронин.** Если мы говорим про запросы, которые связаны с предоставлением некоей аналитики, то Банк России очень часто собирает эту информацию в том числе потому, что он как мегарегулятор еще и выполняет, в том числе KPI, который ему ставит индустрия. И нередко мы в этих целях запрашиваем информацию, чтобы получить полную картину по рынку. Не вся информация пока еще нам доступна в виде отчетности, хотя, серьезный шаг сделан после того, как мы частично перешли на XBRL. Другое дело, что, наверное, регулятору нужно оптимизировать какие-то процессы, чтобы одну и ту же информацию не запрашивали разные подразделения.

Если говорить про некий регуляторный арбитраж при продаже клиентам тех или иных инвестиционных продуктов, а я так понимаю, вы сейчас говорите про накопительное страхование жизни с инвестиционной составляющей. Да, действительно существует проблема разного размера комиссий, которые уплачиваются агентом, а агентские сети

представлены преимущественно кредитными организациями. И очевидно, что агент более активно будет продавать тот инструмент, который позволяет ему получить наибольший объем комиссий. Тем более, что и кредитные организации смещают свой бизнес в сторону увеличения непроцентных доходов, в том числе комиссий.

На мой взгляд, очевидно, что сходные по качеству, по структуре, по потребительским свойствам продукты должны реализовываться, исходя из сходных принципов. Это означает регулирование и того объема информации, которая должна предоставляться клиенту, и размера скрытых комиссий, и (в части содержания продукта), возможно, обещания доходности либо, наоборот, запрета на гарантирование доходности. На самом деле, дискуссия на этот счет ведется и внутри Банка России. Пока готового ответа нет. Но ответ такой: да, мы этот вопрос прорабатываем. Думаю, что в ближайшее время эта тема найдет свое отражение на уровне стандартов и внутренних документов саморегулируемых организаций, а, возможно, впоследствии нормативных актов.

**Екатерина Ганцева.** Я хотела еще сказать, что на всех мероприятиях в рамках индустрии основное внимание присутствующих фокусируется на понятных инвесторах. Это в первую очередь ритейл, это институциональные инвесторы в виде НПФов, и — в меньшей степени — страховые компании.

Я хотела бы призвать — рынок, управляющие компании, регулятора — обратить внимание и на иных инвесторов, которые чем дальше, тем больше набирают обороты. Это фонды целевых капиталов. Это игроки, которые в структуре активов управляющих компаний имеют пока минимальные доли и не являются ключевыми источниками доходов. Но это клиенты вдолгую, которые только сейчас выходят на рынок, у которых только сейчас появляются

активы для инвестирования. И крупные управляющие компании глобально работают с ними не только по инвестированию, но и по разъяснению того, как работает фондовый рынок, как работают управляющие компании и управление активами.

Я предлагаю всем присутствующим, так или иначе, подключиться к этой работе. И регулятора тоже призываю обратить внимание на непрофильные и, может быть, некрупные активы некрупных клиентов управляющих компаний. И помочь НАУФОР и рынку их развить. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Дорогие друзья, уважаемые коллеги, разрешите поблагодарить от вашего имени моих панелистов за их выступления, а от их имени вас — за ваше внимание. Спасибо вам большое. □