

Дистрибутировать качество

В НАУФОР состоялся круглый стол, посвященный проблемам развития российской индустрии коллективных инвестиций

Фотографии Павел Перов

Алексей Антонюк (генеральный директор ЗАО «Газпромбанк – Управление активами», вице-президент Газпромбанка); Эдвард Голосов (заместитель президента-председателя правления ФГ «БКС» по инвестиционному и страховому бизнесу); Ирина Кривошеева (генеральный директор УК «Альфа-Капитал»); Виктория Латкина (директор по развитию бизнеса с институциональными клиентами Московской Биржи); Екатерина Черных (заместитель генерального директора компании «Сбербанк Управление Активами»).

Модератор — Илья Ванин (вице-президент НАУФОР).

Илья Ванин. Добрый день, коллеги. Рад всех видеть на круглом столе, который посвящен обсуждению состояния и проблем отечественной индустрии коллективных инвестиций. Для начала хотелось бы традиционно обсудить, как сейчас обстоят дела в ваших компаниях, каковы бизнес-итоги 2019 года (наверняка основная статистика за этот период уже появилась)? И, если посчитаете возможным, то скажите немного также об ожиданиях на текущий год.

Екатерина Черных. Для УК «Сбербанк Управление Активами» год закончился очень хорошо. Мы, как известно, специализируемся на розничных фондах. И вот, все наши фонды — и открытые, и закрытые — показали в 2019 году хорошие результаты. Часть ПИФов превысила плановые показатели, были установлены очередные рекорды. Активы закрытых паевых инвестиционных фондов, инвестирующих в недвижимость, по итогам года достигли 28,8 млрд рублей, увеличившись на 70% (16,9 млрд в 2018 году). Пайщики, инвестировавшие в недвижимость, получили 2,3 млрд рублей инвестиционного дохода. Кроме того, в сегменте закрытых ПИФов установлен абсолютный рекорд: розничные инвесторы вложили в 2019 году в наши закрытые фонды 15 млрд рублей (втрое больше, чем годом ранее — 4,3 млрд рублей).

Самый большой розничный фонд для квалифицированных инвесторов привлек 19 млрд рублей. В текущем году этот фонд совершил первую сделку в новом сегменте: купил объект, строительство которого финансировалось кредитными деньгами



(в залог пошел только объект, без иных обязательств). Для пайщиков эта сделка стала удачной, потому что условия по кредиту позволяют зарабатывать больше, чем генерирует доходность объекта. В целом итогами прошлого года мы довольны.

Планы на 2020 год еще более амбициозные.

Эдвард Голосов. Мы все должны быть благодарны рынку: конъюнктура была хорошая. Поэтому мы смогли показать своим инвесторам хорошие доходности. Будем надеяться, что это тренд продолжится.

Если говорить об успехах, то порадовали наши валютные ПИФы («БКС

Международные Облигации», «БКС Российские Еврооблигации»): они стали очень популярны у инвесторов. Кроме того, мы завершили сделку по поглощению УК «Уралсиб», сейчас работаем над интеграцией, оптимизацией продуктовых линеек, строим планы дальнейшего сотрудничества с банком «Уралсиб».

Ирина Кривошеева. Считаю, что 2019 год войдет в историю развития российской индустрии коллективных инвестиций как один из самых ярких за последние 30 лет. В этом году имело место уникальное сочетание факторов: рост рынка акций на 29%, рекордное снижение ставок по депозитам. Поэтому

шел переток средств с депозитов в инструменты фондового рынка.

Если говорить об успехах конкретно нашей компании, то мы закрепили лидерскую позицию в сегменте индивидуального ДУ и продолжили развитие розницы, в том числе, развитие онлайн-каналов продаж. Гордимся, что у нас сейчас 115 тысяч уникальных розничных клиентов и 5,5 тысяч состоятельных (сумма активов свыше 1 млн долларов). Рост шел по многим направлениям: удвоилось количество онлайн-клиентов, общие активы под управлением превысили отметку 440 млрд рублей. Мы уже можем сравнивать себя с крупными коммерческими бан-

ками по параметру объема клиентских активов против средств на депозитах физических лиц. Вполне неплохо смотримся сравнительно с такими серьезными игроками, как Райффайзенбанк, Тинькофф, Совкомбанк, Почта-банк. Считаю этот тренд правильным: крупнейшие УК должны быть даже больше, чем крупнейшие коммерческие банки страны.

Так что, если судить по результатам, то в прошлом году «Альфа-Капитал» делал важные шаги в правильном направлении.

Алексей Антонюк. Коллеги исчерпывающего описали ситуацию. Мне остается только подтвердить названные ими тенденции. Конечно, вызывает легкое беспокойство, что 2019 был слишком уж хорош. Не факт, что 2020 будет столь же хорошим: что рынки снова вырастут, а ставки упадут.

Говоря о том, куда шагнула индустрия коллективных инвестиций, считаю, что по итогу 2019 года она реально стала существенным элементом финансовой системы страны. Еще лет 5 назад бизнес управления активами имел совсем другие масштабы, многие его параметры смахивали на статистическую погрешность. Сейчас масштаб индустрии вырос существенно, это радует. Конечно, видна тенденция на концентрацию рынка: крупные игроки становятся еще крупнее, а мелкие не растут. Рынок управления активами, по сути, приходит к тому же формату, который некоторое количество лет назад сложился в банковском секторе. Есть первые 10 крупных игроков — и есть все остальные.

Екатерина Черных. Хорошо, если десять. **Илья Ванин.** Это хорошо или плохо? Лично я считаю, что концентрация, безусловно, идет. Но для реальной конкуренции игроков на рынке вполне достаточно. И десять, и даже пять участников — это количество, достаточное

для развития рынка. Но в концентрации есть еще тот плюс, что крупные участники имеют ресурсы для финансирования новых технологий. Они могут инвестировать в программное обеспечение, в продукты и так далее.

Минус ситуации заключается в том, что, когда растет концентрация, то вместе с ней растет и доля ответственности каждого участника — в плане последствий, которые могут оказывать его действия на индустрию в целом.

Очевидно, что регулятор это тоже понимает. Важно, чтобы ответственности не стало больше, чем это необходимо. Об этом надо думать.

Ирина Кривошеева. Нам концентрация не кажется безусловным благом: конкуренция должна быть разнонаправленной. В индустрии фактически не стало компаний, которые специализируются на работе в одной уникальной нише. У каких-то небольших групп клиентов могут наличествовать особенные потребности. Позволить себе очень хорошо эти потребности прорабатывать — могли бы именно средние участники рынка. У нас же из-за постоянного укрупнения управляющие становятся все более и более универсальными. Тем самым они теряют возможность быть сильными нишевыми игроками, что не совсем правильно.

Эдвард Голосов. Если консолидация происходит, то это ни хорошо, ни плохо: это просто факт жизни. Как дождь или снег. Согласен с Ириной, что более правильно ставить вопрос о том, оставляет ли консолидация возможности для появления новых компаний. Имеют ли новые игроки возможность входить на рынок и развивать на нем новые виды бизнеса, новые виды сервисов, инструментов и так далее. Работать в еще не занятых нишах. Если такая возможность не исчезает, то сама по себе концентрация — не проблема.

Но мы поддерживаем необходимость притока свежих идей.

Екатерина Черных. В 2019 году были, наконец, приняты изменения в 156 ФЗ, которые дают индустрии огромный толчок. В частности, те изменения, которые касаются фондов для квалифицированных инвесторов — отмена типовых правил, возможность выхода из фонда через получение имущества — дают возможности для развития небольших и средних компаний. Финансовые холдинги сейчас занимают основной объем рынка, больше 90%. Кэптивная компания и сама, как правило, принадлежит одному пайщику, и все ее активы принадлежат ему же. В этом случае контролировать действия УК (если она, скажем, решила закрыть фонд и продать активы), мягко говоря, сложно. Вступившие в силу изменения в 156 ФЗ позволяют работать, в том числе, небольшим рыночным компаниям (нередко региональным). Риск потери активов ушел, из фонда можно забрать свое имущество, можно написать такой договор доверительного управления, в котором задействованы три участника — спеддеп, УК и пайщик (это не типовые правила). Одним словом, договор можно сформировать в точном соответствии с задачами.

Вообще с вступлением в силу 156 ФЗ произошло много изменений, все они очень полезные. Они, в частности, открывают возможности для небольших рыночных компаний.

Илья Ванин. Когда участники отмечали, что 2019 год получился успешным, то говорили, что это было вызвано успехом роста рынка, переходом средств из депозитов в инвестиционные продукты. Хотелось бы также, чтобы вы подсветили, насколько существенный вклад внесли в этот рост новые каналы продаж. Ведь управляющие инвестировали в новые каналы приличные ресурсы,

развивали технологии. Пошла ли теперь отдача — или она пока ниже, чем ожидалось? И упор приходится делать больше на работу с партнерскими сетями?

Насколько успешно привлекались клиенты именно через новые технологии?

Ирина Кривошеева. Около 70% уникальных клиентов приходит к нам через онлайн-каналы, при этом их средний счет растет. Раньше средний размер счета составлял 50 тысяч рублей, сейчас — находится на уровне примерно 65 тысяч. Это клиенты, которые ни разу не приходили в офис — они скачали мобильное приложение и через него купили паи наших фондов.

При этом, конечно, с точки зрения объема привлекаемых активов основными каналами все равно остаются взаимодействие с банками-партнерами, а также собственные продажи, которые мы себе позволяем развивать. Собственные продажи ориентированы на другой целевой сегмент, на высоко состоятельных частных инвесторов. Партнерские каналы работают, прежде всего, в сегменте средней розницы. Относительно крупному клиенту при решении об инвестициях пока по-прежнему нужно общение с менеджером. Небольшие клиенты открывают счета и инвестируют тестовые суммы онлайн — это тенденция последних двух-трех лет, она правильная.

Илья Ванин. Эдвард, а что происходит с новыми каналами в финансовой группе «БКС»?

Эдвард Голосов. Если говорить о цифровых каналах, то я верю, что они будут развиваться. Наш небольшой опыт продажи инвестиционных активов говорит о том, что все-таки когда происходит первая покупка такого продукта (прежде клиент всегда имел исключительно депозит), то такого человека сложно завести через онлайн канал. Когда инвестирование соверша-





ется в первый раз, когда решается вопрос об использовании новых инструментов, прежде не использовавшихся. Люди все-таки в этой ситуации хотят вначале поговорить с финансовым советником. А вот дальнейшие покупки идут уже легче, там роль онлайн-каналов повышается.

Поэтому мы все больше приходим к выводу, что правильна гибридная модель. Первое общение может проходить с участием финансового советника либо продавца. А в дальнейшем клиент готов работать и более самостоятельно. Особенно молодое поколение, которое очень охотно использует гаджеты и живет в онлайн.

Думаю, рынок все еще ищет оптимальную модель. Но все, думаю, согласится с тем, что роль онлайн-каналов будет повышаться.

Екатерина Черных. Для продажи через онлайн-каналы важно, чтобы продукт был типовым, стандартизированным. Нужно, чтобы такого продукта было много на рынке, чтобы его дистрибутировала большое количество компаний, а клиент имел возможность в режиме онлайн сравнивать между собой достаточно много продуктов разных компаний, изучать историю компании, вообще получать и перерабатывать большое количество информационного материала. В такой среде можно начинать с тестовых покупок и постепенно развивать это направление инвестирования. Но если нет большого продуктового выбора, нет широкого рынка с большим предложением, то ситуация иная.

Вот в Европе и Америке в сегменте real estate investment trust существует огромное предложение. Предлагать этот продукт начинают уже в аэропорту, суют буклеты, каталоги, приглашают зайти на информационные ресурсы. Но когда такого широкого предложения нет, то без продаж через офисы просто не обойтись.

Алексей Антонюк. Все верно сказано. Единственно что добавил бы: конкуренция на рынке — это давление на косты. Продажи в офисе всегда дороже, чем продажи онлайн, особенно учитывая, что онлайн-технологии постоянно совершенствуются. И с точки зрения акционера компания, которая имеет большую собственную клиентскую базу, тем самым имеет более высокую акционерную стоимость, сравнительно с компанией, которая использует офлайн базу клиентов и партнерский канал продаж. А партнер сегодня есть, а завтра нет.

Пока такие опасности грозят нам разве что теоретически: все УК входят в состав групп или принадлежат крупным владельцам. Тем не менее в плане развития управляющие рано или поздно начнут конкурировать с банками. Сейчас они конкурируют за продукт, а наступит время, когда будут конкурировать на стороне банковских активов. И борьба станет интересной. Потому что Базель ужесточает требование к банкам — по капиталу, по кредитованию и так далее. К фондам требования тоже предъявляются, но не такие жесткие. И риски там несет не УК, а инвесторы фонда. Поэтому вопрос постепенного транзита активов из банковской системы в сторону управляющих неизбежен. И чем жестче будет становиться банковское регулирование, тем больше возможностей будут получать управляющие.

Возвращаясь к результатам прошлого года, могу рассказать, что мы сделали интересный пилотный проект: выкупили у головного банка крупный кредит, упаковали его в ЗПИФ и распродали пайщикам (они являются, главным образом, состоятельными частными инвесторами). Минимальный вход сделали 5 млн рублей, фонд долларовый, кредит долларовый, длина 7 лет, доходность с хорошей премией к текущему рынку —

приблизительно 6% в долларах, доход платится поквартально.

Банк был не очень счастлив отдать этот кредит (дружный смех), но мы объяснили, что освободится капитал, который надо было бы под этот кредит резервировать. Короче, договорились. Это был пилотный проект, он показал, что такой формат работает. Такие сделки на самом деле только начинают делаться.

С заемщиком тоже было непросто договориться. Поскольку в первом случае он занимал у «Газпромбанка», а во втором случае было непонятно, в чьих руках окажутся доли его долга. В конечном счете мы нашли компромисс: заемщик тоже стал пайщиком, мы подстроили под него систему принятия решений. Ну и, помимо прочего, раскрыли заемщику полностью все условия.

Делали этот проект полтора года, потратили много времени и сил, но поняли, что механизм работает. Не все получилось просто, однако нюансы были выявлены, проанализированы и побеждены. Теперь мы понимаем, как делать сделки такого типа. Возможно, захотим их масштабировать.

Пытаемся подсвечивать коллегам, которые занимаются кредитами, что для них это уникальная возможность перевести значительную часть процентного риска в комиссионную маржу. Потому что организовывать размещение и брать деньги в целом гораздо эффективнее, чем просто выдать кредит, нести по нему все кредитные риски, платить за капитал и так далее.

Так что, когда Банк России ужесточает требования по рискам банков, я, с одной стороны, сочувствую коллегам. Но, с другой стороны, радостно потираю руки.

Потому что понимаю: через несколько лет проекты такого типа будут массово взлетать.

Ирина Кривошеева. Прошлый год внес существенный вклад в обеление закрытых ПИФов как продукта. Мы продвигаем ЗПИФы в формате персональных фондов, у нас таких больше 25, в прошлом году были сформированы новые. Мы называем их российскими трастами, привлекаем состоятельных клиентов, которые переключаются в персональные фонды и портфели ценных бумаг, и объекты недвижимости.

Структурирование активов — еще одна новая тема. У ЗПИФов очень большое будущее, именно в плане возможностей для развития бизнеса.

Илья Ванин. Отчасти такие возможности, возможно, стали результатом того, что Банк России проводил хотя и жесткую, но полезную политику. Регулятор убрал с рынка не вполне добросовестных игроков, количество УК сократилось почти в 2 раза. Но отчасти эта чистка заложила фундамент той перезагрузки, которую мы наблюдаем.

Прорабатываются вопросы выдачи паев через биржевые механизмы и прочие меры для облегчения выхода розничных инвесторов на рынок.

Эдвард Голосов. Пример, который привел Алексей, очень важен. ЗПИФ — очень перспективная форма. Нашему рынку не хватает инструментов для мезонинного кредитования. Есть акции, есть облигации, эти два рынка хорошо развиты. А для новых бизнесов, для стартапов, для новых предприятий и/или проектов иногда бывает нужно организовать мезонинное финансирование. Банковское прямое финансирование с баланса очень дорогое. Или оно может быть не очень удобным, поскольку банки сразу включают определенные требования к заемщику. Во всем мире в развитых экономиках существуют группы частных инвесторов, которые



могут объединяться, чтобы делать бридж-финансирование. У закрытых ПИФов есть возможность занять именно эту нишу — мезонинного финансирования.

Алексей Антонюк. Это очевидно. Если смотреть на вещи трезво, то ясно, что акциями/облигациями все игроки торгуют примерно одинаково. И сам продукт у всех есть, и результаты на длинном горизонте у всех примерно одинаковы. А вот нестандартные продукты — например, фонды недвижимости (да и то не любые), секьюритизированные разными способами прямые инвестиции и тому подобное — могут отличаться достаточно явно. Если публичный рынок дает разницу в 2-3%, то очевидно, что на нем инструменты, которые дают премию хотя бы в 200-300 процентных пункта, будут востребованы инвесторами. Вот я рассказал о нашем фонде, в котором инвесторы покупали доли кредита. Мы закончили готовить эту сделку в октябре 2019, а уже перед Новым годом продали последний пай. Все раскупили за полтора месяца, при том, что особенного маркетинга не было, а объем большой — несколько миллиардов рублей. Я даже не ожидал, что на эту сделку будет столько аппетита. Хотя, конечно, в этот момент ставки по депозитам продолжали падать, это помогло. В более стабильной ситуации собрать такую сделку все-таки было бы сложнее.

Огромное количество банковских активов будет открывать возможности для секьюритизации такого рода. Просто чтобы все делать успешно, управляющему надо иметь хорошую экспертизу и лояльную клиентскую базу.

Ирина Кривошеева. Мы, помимо этого, с интересом смотрим и на возможности других рынков. У нас более 50% активов клиентов инвестировано в иностранные ценные бумаги. Сейчас

уже в портфелях бумаги более 4 тысяч эмитентов.

Алексей Антонюк. Это направление мы тоже развиваем: сделали интервальный фонд для квалифицированных инвесторов на иностранные облигации...

Ирина Кривошеева. Нет, я говорю преимущественно о работе в формате доверительного управления: там возможностей просто море.

Алексей Антонюк. Нашей компании просто удобнее работать в формате фондов, хотя направления те же. Просто проблема в том, что такие продукты (иностраные ценные бумаги) тоже имеются у многих игроков.

В любом случае, главным остается качественное управление: и российскими инструментами, и иностранными.

Ирина Кривошеева. На рынке есть место всему: и экологическим инвестициям, и социально ответственным инвестициям. Разным формам, разным подходам. Можно даже работать с тем, в какой именно форме клиенту комфортно получать информацию и отчетность. Можно работать даже с эмоциями, бихевиористику никто не отменял.

Так что каждый ищет свой путь.

Илья Ванин. Спасибо. Получилась очень комфортная подводка к следующему вопросу. Предлагаю поговорить о конкуренции между продуктами. Насколько остро конкурируют, например, продукты разных компаний внутри одной общей группы (брокерские продукты, ИСЖ). Существует ли внутренняя конкуренция — или рынок пока еще достаточно широк, и всем хватает ресурсов? **Алексей Антонюк.** Попробую ответить. В сегменте бизнеса с физическими лицами мы как управляющая компания никакой конкуренции со стороны коллег не ощущаем. Конкуренция имеется скорее в сегменте работы с институциональными клиентами: пенсионные фонды, эндаументы и так далее.

Что касается конкуренции внутри собственной экосистемы. Безусловно, в сегменте ритейла у управляющих компаний достаточно высока конкуренция с брокерскими подразделениями. Вы будете смеяться, но на полке Газпромбанка стоят ИИС и от УК, и от брокера. Во фронт-офисе не понимают, в чем между ними разница. И вот идет какая-то местечковая борьба управляющего с нашим же брокером, внутри той же группы. Спасает то, что у брокера в сегменте розницы ИИС является основным продуктом, а у нас он — лишь один из многих. Тем не менее, внутренняя конкуренция есть.

Есть конкуренция также и в сегменте продаж ИСЖ. Основная вредность этого продукта заключается в том, что производитель платит за него продавцу такую высокую комиссию, к которой управляющий не может даже приблизиться.

Что касается конкуренции между своими продуктами, тут мы на ситуацию смотрим так: конкуренцию между фондами не акцентируем. Управляющему все равно, куда придет инвестор, в ПИФ акций или ПИФ облигаций. Мы также не выделяем конкуренцию между ПИФом и индивидуальным инвестсчетом: физлицо в отделении банка может купить хоть тот продукт, хоть этот. Комиссии по ним мы делаем примерно одинаковыми. Существенная конкуренция существует лишь в сегменте продуктов для состоятельных частных клиентов. Здесь конкуренция есть. С одной стороны, этот клиент очень привередлив. С другой стороны, у продуктов для него маржинальность очень разная. Те комиссии, которые можно получать на альтернативных инвестициях, невозможно получать на облигациях. Просто потому, что доходность базовых активов несопоставима. Поэтому здесь действительно идет конкуренция

за ресурсы. Поскольку если клиенты получают продукты только на базе облигаций, это будет не самым разумным решением.

Ирина Кривошеева. В контексте обсуждения ИСЖ, возможно, следует говорить о законодательном исключении арбитража между разными продуктами. Ну и требования к раскрытию информации должны быть одинаковыми.

Алексей Антонюк. В контексте ИСЖ радует одно: падающие процентные ставки меняют возможности выплат банкам-агентам.

Эдвард Голосов. Не должно быть мисселинга, не должно быть арбитража. Поле для конкуренции должно быть ровным.

Наш опыт, если коротко, состоит в том, что, если продажи организованы правильно и продуктовый провайдер хорошо понимает плюсы и минусы каждого продукта, то конкуренции не возникает.

Мы верим в портфельный подход. Есть существенная разница между инструментами: разные инструменты позволяют достичь разных целей. Поэтому, когда портфели делаются под конкретного клиента, или под конкретную группу клиентов, всегда есть место для любых продуктов. Важно правильно найти конкретное место для конкретного продукта.

Надеюсь, что через несколько лет мы уйдем от дистрибуторов, которые продают только один продукт. Допустим, продают только ИСЖ. Наоборот, стандартной моделью станет предложение нескольких продуктов. Когда клиент имеет возможность купить как портфель, так и один продукт, — но именно тот, который ему подходит.

Екатерина Черных. Хотела поддержать тему портфелей. В 2019 году мы делали пилотный проект — персональный финансовый план для мас-





сового розничного клиента. Сейчас проект идет в массы. Акцент ставится на цели клиента. Если клиент сформировал цели правильно, то в портфеле находится место всем продуктам, в зависимости от риск-профиля, от задач клиента. Этот подход мы активно развиваем. Каждый продукт получает свои риск-рейтинги и занимает место в персональном финансовом плане по требованию клиента. Арбитраж между ИИСами и между ИСЖ сейчас присутствует. Но возможность ориентировать клиента, исходя из задач его личного финансового плана, меняет ситуацию.

Такая модель, когда просто положил деньги на депозит — просто взял их оттуда, перестает устраивать людей. Возникает вопрос: точно ли нужен именно депозит. Возникает возможность точно подобрать инструмент под конкретную цель. Думаю, сейчас все крупные игроки будут ставить акцент именно на таком подходе. И это решит задачу повышения финансовой грамотности населения, в том числе.

Качественные изменения станут заметны, думаю, года через два-три.

Илья Ванин. Тогда следующий вопрос. Оценивая потребности клиентов на протяжении последнего времени, чувствуете ли вы смещение интереса к целевому накоплению через продукты доверительного управления и коллективных инвестиций? Готовы ли клиенты формировать долгосрочные целевые накопления?
Ирина Кривошеева. Мы очень верим в тему долгосрочных инвестиций, активно ее продвигаем. И уже начинаем видеть отклик. Скажем, часть наших клиентов пользуется опцией автоматического перечисления определенной суммы со своей зарплаты на инвестиционный счет. Сейчас таких клиентов — 5 тысяч, а средняя сумма составляет 5 тысяч рублей ежемесячно.

Увеличился и срок нахождения клиента в фонде, сейчас это 5,2 года. Растет доля состоятельных инвесторов, которые работают с нами в формате доверительного управления 7 лет и дольше.

В этом контексте мне кажется важным упомянуть о вопросах, которые еще не решены окончательно. Действительно, после того, как были приняты поправки в 156 ФЗ, у нас появилась возможность формировать фонды с выплатой дивидендов и купонов, однако многое здесь зависит от состояния нормативной базы. Хочется понимать, когда Банк России как регулятор полностью подготовит корпус соответствующих нормативных актов.

В плане развития рынка, в плане появления на нем длинных денег нам кажется крайне важным, чтобы клиент, однажды вложив средства, дальше имел возможность жить за счет возникающего от этих инвестиций потока рентных платежей, не совершая дополнительных ненужных транзакций. Просили бы и департамент коллективных инвестиций Банка России, и НАУФОР сделать приоритетной именно эту задачу: чтобы на российском финансовом рынке стало возможно создавать фонды с дивидендными и купонными выплатами.

В сегменте индивидуального доверительного управления тоже растет количество клиентов, которые живут на купонный доход. Для них мы уже начали реализовать стратегию автокупона. Формируем портфели, исходя именно из потребности обеспечить клиенту комфортную возможность регулярно получать такого рода выплаты.

То есть в целом мы уже приходим к тому, что клиенты остаются с компанией долго и готовы жить на доходы от инвестиций.

Екатерина Черных. Наша компания в прошлом году продлила еще на 5 лет

срок действия пятилетнего фонда недвижимости, он имел 1 тысячу пайщиков. Нас удивила активность пайщиков: из фонда вышло всего 4%. Причины, конечно, понятны: доходность фонда составляла 12% годовых, на рынке сейчас таких доходностей нет. Тем не менее.

Илья Ванин. По такой ставке многие, думаю, захотели бы остаться.

Екатерина Черных. Уже после собрания пайщики спрашивали менеджмент УК, почему фонд продляется лишь на 5 лет, а не на 10. Конечно, сейчас управляющим реально очень помогает ситуация на рынке депозитов. Причем не только низкие значения ставок, но и то, что условия по коротким депозитам лучше, чем по длинным. Поэтому люди просто вынуждены искать другие возможности сбережения, смотреть на другие финансовые продукты.

Для наших клиентов прямо-таки на глазах становится актуальной еще одна важная тема — передача наследства. Люди, которые заработали деньги в 90-х, в 2000-х, сейчас уже начинают стареть и задумываться о передаче имущества. Запрос на долгосрочные ЗПИФы совершенно очевидно связан с тем, что у достаточно большого числа состоятельных людей возникают задачи структурирования активов и их передачи наследникам. Таких людей сейчас становится все больше.

Ирина Кривошеева. Срочность договоров создает определенную проблему. Сейчас у всех управляющих начинает возникать запрос еще на одну опцию — нужна автопродлонгация нахождения в фонде. Необходимо предусмотреть такую возможность на уровне законодательного регулирования.

Екатерина Черных. Насколько понимаю, наш уважаемый регулятор услышал и поддерживает эту нашу потребность. Со

своей стороны, мы тоже приложим все усилия к тому, чтобы внести в 156 ФЗ необходимые изменения.

Если в текущем году соответствующие поправки будут внесены для парламентских слушаний в первом чтении, то есть шанс, что уже в следующем году появится соответствующее регулирование. Которое, в свою очередь, даст возможности для дальнейшего роста.

Собственно, я бы сейчас озвучила весь список наших инициатив по ЗПИФам. Мы считаем, что управляющим нужны следующие возможности:

- возможность объединения нескольких фондов под одной управляющей компанией;
- возможность переквалификации: с фонда для квалинвесторов на фонд для неквалинвесторов — и обратно;
- возможность выделения разных классов активов;
- возможность фондам для квалифицированных инвесторов относить затраты, штрафы и пени за счет имущества фонда.

Эти основные инициативы были услышаны Банком России. Сейчас мы со своей стороны будем активно продвигать соответствующие изменения, чтобы они были введены в 156 ФЗ.

Далее, мы полагаем, что закрытым паевым инвестфондам важно дать возможность привлечения денег через эмиссию (и первичную, и вторичную) на бирже. Это расширит географию пайщиков. Управляющая компания зачастую не имеет возможности присутствовать везде. Возможность купить паи ПИФа на брокерский счет, работая через уважаемый брокерский дом — полезная опция для всего рынка.

Илья Ванин. Тут есть одно концептуальное противоречие. Уважаемым брокерским домам, как правило, выгодно, чтобы клиенты делали операции поча-





ще, желательно с плечом. А не покупали паи однократно только на собственные средства и потом сидели в этих активах годами.

Эдвард Голосов. Брокеры бывают разные. Одним действительно выгоден клиент, который и поторгует, и плечо возьмет. Но сейчас многие брокеры понимают, что есть и такие клиенты, которым эти опции не нужны, которым их не продашь. Во многих брокерских домах есть подразделения, которые продают продукты доверительного управления, коллективных инвестиций.

Илья Ванин. Хотелось бы узнать мнение присутствующих относительно нового продукта, который начал заметно развиваться в 2019 году — имею в виду биржевые ПИФы. Пока их предлагают не все компании, но активные игроки этот продукт уже сделали, поставили в свою продуктовую линейку. В сегменте биржевых ПИФов произошел серьезный рост. Хотя, быть может, он объясняется эффектом низкой базы.

Хотелось бы узнать ваши оценки: каковы проблемы, каковы перспективы этого продукта. Требуется ли для него специальное регулирование, или пока достаточно общего регулирования для розничных фондов. Возможна ли конкуренция БПИФов с ЕТГами. Прорабатываются ли перспективы создания такого продукта в вашей компании (если его еще нет).

Екатерина Черных. Мы первыми начали активно работать на этом рынке и считаем, что БПИФ — очень хороший инструмент для первого знакомства неквалифицированного инвестора с фондовым рынком. Вознаграждение управляющей компании по этому продукту невелико, но и у клиента расходов меньше. Это понятная для клиента история, ему не надо думать, хорошо или плохо фонд управляется, поскольку все происходит в соответствии с движением

биржевого индекса. Надо просто выбрать рынок, в который интересно инвестировать. Кроме того, биржевой ПИФ имеет очень низкий порог входа. Словом, это со всех сторон очень хорошая история для входа на фондовый рынок. И мы видим, что объемы продаж паев биржевых фондов растут. Этот продукт вызывает интерес, его просто объяснить клиенту.

Илья Ванин. А не возникает проблем из-за того, что вход на этот рынок происходит через брокера?

Екатерина Черных. Таких проблем не возникает. Брокер не только дистрибутирует этот продукт, но также обеспечивает его ликвидность. Если клиенту надо выйти из биржевого ПИФа, то это происходит быстрее, чем в случае даже с открытым фондом. Уж не говоря о ЗПИФе. На бирже все происходит просто — продал свои активы в стакан, получил деньги на брокерский счет и пошел делать другие операции.

Таким образом, пай биржевого ПИФа более ликвиден, по этому инструменту есть маркетмейкер. Кроме того, как уже сказано, вход в БПИФ очень низкий. Короче, в сегменте продаж этих продуктов брокеры, как мне кажется, вполне дружат с управляющими компаниями.

Ирина Кривошеева. Здесь все-таки не стоит забывать о международном опыте. Все равно есть конкуренция между активным и пассивным инвестированием. В этом плане индексный подход к инвестированию имеет право на жизнь и достаточно хорошо востребован со стороны клиентов. У биржевых фондов, безусловно, более низкий уровень вознаграждения для управляющего, но это обосновано, поскольку работы по управлению портфелем тоже меньше.

В 2019 году мы запустили новый БПИФ «Европа 600». Этот фонд следует за динамикой акций 600 самых крупных компаний 17 стран Европы.

Пока на Московской бирже это единственный биржевой ПИФ, который торгуется в евро, и он хорошо востребован клиентами. Покупать паи можно не только на брокерский счет, но и в рамках доверительного управления, что тоже находит спрос.

В целом биржевой ПИФ имеет неоспоримые достоинства: это ликвидность, низкий уровень входа, многовалютность, сама идея индексного инвестирования, дешевизна продукта.

К этим плюсам мог бы прибавиться еще один — скорость. Самое большое количество негатива от клиентов мы получаем по поводу скорости операций с паями любых существующих на рынке ПИФов. Паи мы можем заносить на счет только на следующий день, при этом клиенты уже хотят более быстрых сделок. Операции с паями именно биржевых ПИФов, безусловно, могут происходить существенно быстрее.

Алексей Антонюк. Операции с паями биржевых ПИФов имеют одну особенность, которая присуща именно и только им, можно назвать эту особенность проблемой. Она состоит в том, что параллельно существуют две цены: INAV (биржевая расчетная цена пая) и СЧА (стоимость чистых активов).

Своей жизнью живет биржа, которая считает INAV, своей жизнью живет управляющая компания, которая параллельно считает СЧА. При этом рыночные котировки существуют не для всех инструментов, управляющим при расчете СЧА приходится пользоваться котировками, например, НРД, которые считаются тоже по отдельной методике и вполне могут быть процентов на 10 выше или ниже рынка.

Делая свои БПИФы, мы столкнулись с этой проблемой вполне неожиданно, прежде о ней не подозревая. Наши фонды — облигационные, в состав их активов входят качественные и вполне ликвидные бумаги, но тем не менее,

иногда на них нет биржевых котировок. Котировку при этом мы ставим по INAV, паи должны выдавать по итогам оценки СЧА. И обнаружилось, что в ряде случаев СЧА и INAV начинают «разъезжаться». Кто-то должен оплачивать этувилку: либо покупатель, либо продавец. Причем для фондов облигаций, особенно валютных, значения расхождений могут быть достаточно большими.

В фондах акций эти расхождения не так заметны. В масштабах таких облигационных фондов, где в состав пайщиков входит много физических лиц, наверное, тоже. Вернее, на самом деле пайщики-физлица все равно несут последствия, просто не знают о них. Но все-таки в индустрии все следует строить правильно.

В текущем моменте мы оцениваем активы биржевых ПИФов по той же методике, которая работает на развитых рынках для ETF. Это достаточно удобно и достаточно дешево.

Мы решили сначала сделать два биржевых фонда для институциональных инвесторов. Хотя зайти в них может и физлицо. Зачем физлицу покупать пай стоимостью 1 тысяча рублей и с комиссией 0,75%, если он может купить пай нашего фонда стоимостью 50 тысяч рублей, но комиссия при этом 0,15%.

Ирина Кривошеева. Сейчас скажу страшную вещь: российское физлицо в принципе может располагать для инвестирования суммой, не превышающей 10 тысяч рублей.

Екатерина Черных. Тогда он наш клиент. **Алексей Антонюк.** Продолжу рассказ о том, как мы создавали биржевой фонд для институциональных инвесторов. Поначалу шло ни шатко ни валко. Но потом продажи пошли, сейчас эти паи потихоньку стали покупать страховые компании, а некоторые инвесторы вообще стали их использовать как инструмент кэш-менеджмента. Не сказать, что покупок много, но люди явно тестируют продукт. И кроме того,



мы ждем, когда будут доработаны соответствующие изменения в требованиях к структуре активов. Соответствующий вопрос Банку России уже был задан, регулятор ответил, что если ПИФ по составу и структуре активов соответствует требованиям к составу и структуре активов пенсионных резервов, то они не против. А у нашего фонда они соответствуют априори, поскольку мы сразу взяли за основу инвестиционную декларацию НПФ. Поэтому ждем, что все случится.

Поскольку сейчас, после известных законодательных изменений, негосударственные пенсионные фонды получили больше возможностей для самостоятельного инвестирования, то надо дать им подходящий инструмент. Благодаря которому они смогут войти в рынок за достаточно символическую плату. Стоимость услуг управляющей компании, которая формирует биржевой ПИФ и ведет его, ниже, чем спреды на рынке облигаций. Мы, как уже сказано, берем всего 0,15% комиссии, такой продукт должен быть привлекательным. И мы видим, что постепенно так и происходит: клиенты начинают оценивать преимущества продукта.

Помимо прочего, по паям этого фонда выставлена гарантированная котировка 50 млн рублей в моменте, а дневная ликвидность (тикет на покупку/продажу) может составлять 500 млн рублей в день.

Екатерина Черных. Лимит открывает «Газпромбанк»?

Алексей Антонюк. Естественно.

А вот для ритейла мы делать БПИФ пока не планируем. Не верим, что соберем с розничного рынка много денег, поскольку таких фондов уже много.

Эдвард Голосов. Для того, чтобы биржевые ПИФы развивались хорошо, нужен институциональный рынок.

Приведу пример. В прошлой жизни я работал в Barclays, часть их бизнеса — Barclays Global Investors, BGI. Они одними из первых на Западе стали делать ETF, примерно 15-20 лет назад. Модель была очень простой. Какой бы ETF они ни выпускали, у него всегда был один якорный институциональный инвестор. Который говорил: «Да, такой фонд мне интересен, я готов инвестировать в него сразу такую-то сумму». Соответственно, провайдеру это позволяло поддерживать и ликвидность паев, и низкие цены, и прочие важные фишки.

Институциональный рынок важен потому, что он сразу начинает пользоваться этим инструментом. Раскрутить хороший, удобный, с низкими костями БПИФ в сегменте ритейла очень сложно. Провайдеру придется, скорее всего, каким-то образом его фондировать.

Поэтому поддерживаю обращение к регулятору. Если есть возможность каким-то образом — через требования к пенсионным фондам, или страховым компаниям, или еще каким-то институциональным инвесторам — сделать биржевой фонд удобным для них инструментом, то тогда появится хороший шанс на то, что вся эта тема пойдет. Причем не только для институциональных инвесторов.

И на российском фондовом рынке появится новый хороший инструмент. **Виктория Латкина.** Да, биржевой ПИФ — это безусловно перспективный инструмент. В новом году объем сделок одного дня с паями БПИФов на Московской бирже составил свыше 1 млрд рублей. За весь 2019 год на Московской бирже запустили 17 новых БПИФов, в этом году — уже 3, хотя год только начался.

Было очень полезно услышать о проблеме «вилки» между расчетом СЧА и INAV. Хорошо, что привлечено внима-

ние к этому вопросу, он требует нашего приоритетного рассмотрения. На бирже есть понимание, что эту проблему надо решать. Она создает риски, в том числе, для биржи.

Поддержу Эдварда Голосова в том, что институциональным инвесторам необходимо дать возможность инвестировать в БПИФы. Мы обсуждаем это и внутри Московской биржи, и с НАУФОР. И нужно дать возможность негосударственным пенсионным фондам приобретать паи биржевых ПИФов в свои портфели. Соответственно, надо менять Положение 580.

В начале марта на Московской бирже будет закрытое совещание по вопросам развития биржевых ПИФов. Надеюсь, что к этому моменту мы уже выработаем совместные с участниками рынка подходы и сможем о них рассказать регулятору.

Московская биржа готова всячески поддерживать и развивать индустрию биржевых ПИФов.

Илья Ванин. Хотел бы услышать вашу оценку последних инициатив Банка России относительно квалификации инвесторов. Скорее всего, мы будем иметь дело с тем, что пайщики биржевых фондов и открытых фондов избегают дополнительной категоризации. Но к ним будет применяться требование происхождения тестирования.

Как вы это оцениваете? Будет ли тестирование достаточно конструктивной мерой? Сможет ли оно выявить, что инвестор понимает природу такого продукта, как пай инвестиционного фонда? Защитит ли тестирование клиента от мисселлинга? Или же здесь, напротив, создается дополнительный барьер?

Екатерина Черных. А можно ли уточнить. Тестирование нельзя ввести в отношении фондов для неквалифицированных инвесторов. Значит, придется менять закон?

Алексей Антонюк. То есть, по этой логике получается, что для приобретения паев любого фонда — будь то фонд облигаций, фонд недвижимости и так далее — инвестора следует тестировать?

Екатерина Черных. Есть логика закона. Регулирование фондов для неквалифицированных инвесторов — существенно более жесткое, оно уже сделано таким. Для них в принципе ограничен состав разрешенных для покупки активов. Наверное, таких ограничений было бы достаточно. Когда рынок еще не развит, вводить на нем дополнительные ограничения, на мой взгляд, избыточно.

Существующих ограничений по составу и структуре активов — вполне достаточно. Этих ограничений много. Например, в активы ЗПИФа для неквалифицированных инвесторов можно покупать только те помещения коммерческой недвижимости, которые уже сдавались в аренду за предыдущие периоды — иными словами, нельзя купить новый объект...

Алексей Антонюк. Иными словами, в законе уже и так существует масса ограничений. При том, что закрытый фонд недвижимости генерирует рисков не больше, чем процедура покупки квартиры. Тогда у меня предложение: пусть сначала регулятор введет процедуру тестирования в процесс покупки квартиры.

Илья Ванин. Арбитража быть не должно. *(Общий смех).*

Екатерина Черных. Инициатива о введении тестирования противоречит букве закона и вообще выглядит немного странно. Рентные фонды помогают людям получать более высокий доход. Если купить квартиру в Москве и сдавать ее в аренду, то владелец получит доход 3–4% годовых в рублях. Если купить паи ПИФа рентной коммерческой недвижимости, то владелец получит 8–9–10–11%

годовых. При этом управляющая компания профессионально работает с арендатором, при этом у нее имеется агент, который ищет арендатора, при этом все риски лежат на балансе УК. Зачем же нужно в придачу ко всему этому дополнительно тестировать клиента?

Илья Ванин. Должен сделать небольшую оговорку: обращающихся паев это требование касаться не будет. Имеющих листинг, имеется в виду.

Екатерина Черных. Короче, такой подход — неправильный.

Илья Ванин. Здесь взгляды могут быть разными. Можно выдвинуть доводы и «за», и «против». В данном случае хотелось именно знать мнение присутствующих.

Но определенные обоснования для обозначенного подхода регулятора очевидны сразу. Если мы говорим о покупке квартиры, то здесь у людей уже есть исторически сложившееся понимание природы этого инструмента. Они понимают, какие риски покупают в этом случае.

Екатерина Черных. А вы знаете, каковы сейчас сроки предпродажной экспозиции квартир? Большая квартира может стоять в ожидании продажи и полтора, и два года. А паи ПИФа недвижимости улетают за два-три месяца.

Эдвард Голосов. Граждане только думают, что понимают сущность рисков, которые они покупают.

Илья Ванин. Но в случае покупки пая ПИФа недвижимости граждане, скорее всего, могут понимать суть сделки еще меньше. Это непонимание может потребовать дополнительных мер безопасности. Я просто пытаюсь объяснить логику регулирования.

Екатерина Черных. Покупка квартиры — это долгосрочное сбережение в кирпичах. Наше население очень любит эту форму сбережений. Если клиент покупает недвижимость, он не ждет от нее ликвидности — он ждет дохода. А

также сохранности своих средств. Даже по нашему опыту продаж, в фонды недвижимости клиенты заходят очень разумно.

Эдвард Голосов. Хотел бы высказаться уже по другой теме, о важности купонных стратегий. Когда нас приглашали на круглый стол, то предлагался список вопросов для обсуждения. В этом списке содержится очень хороший пункт: «Освободить от уплаты НДФЛ при выплате дохода по фондам облигаций, освобожденных от НДФЛ (с 2022 года для ОПИФ и БПИФ) по аналогии с льготой по купонным доходам».

Полностью одобряю это резонное предложение. В нашей компании в 2019 году самой популярной из всего спектра консервативных стратегий доверительного управления была стратегия «Доход». Обратите внимание, название очень точно определяет цель инвестора. Это продукт, максимально близкий к депозиту из всего спектра продуктов, которые можно сделать в рамках формата ДУ. Клиенты ожидают от этого продукта именно периодического получения купонного дохода. По аналогии с процентным доходом по депозиту. Сейчас для конструирования такой стратегии больше всего подходит формат доверительного управления. Если бы можно было сделать то же самое в формате фонда, это было бы более удобно и для мелких инвесторов, и для дистрибуции (поскольку возникает возможность сделать цифровые каналы). Это было бы просто замечательно. А если бы еще можно было добиться освобождения от НДФЛ и тем самым выровнять налоговые последствия для инвесторов, то это было бы замечательно вдвойне.

Илья Ванин. Определенные предложения по развитию индустрии коллективных инвестиций НАУФОР выработала

вместе с рынком. Сейчас они направлены в Банк России. В корпусе этих предложений содержится и то, о котором сейчас сказал Эдвард. Мы надеемся, что дискуссия по вопросам развития рынка сейчас возобновится.

Ирина Кривошеева. Обязательно следует добавить в круг обсуждаемых и вопрос об участии управляющих компаний в институции добровольного пенсионного обеспечения. Мы не перестаем об этом говорить. Международная практика убедительно показывает, что управляющие компании вполне справляются с этой ролью.

Нам кажутся нужными и актуальными любые дискуссии об участии управляющих в системе ГПП (генеральный пенсионный продукт), но не только. Возможно также формирование нового механизма пенсионного обеспечения, на базе индивидуальных инвестиционных счетов. Допустимо обсуждать появление нового типа ИИС — индивидуальных пенсионных счетов. Но стратегически, чтобы запустить в стране механизм добровольных пенсионных накоплений, нужно, чтобы в системе участвовало как можно больше игроков. Пусть это будут и негосударственные пенсионные фонды, и управляющие компании, и страховые... Пусть за клиента борются все игроки — формируют интересные продукты, показывают хорошие результаты управления, используют новые технологии.

Главное, чтобы в 2020 году инициатива управляющих компаний по участию в формировании механизма добровольных пенсионных накоплений была услышана.

Илья Ванин. Да, НАУФОР тоже считает, что у клиентов назрела потребность в продуктах такого рода. Кроме того, мы считаем, что конкуренция пойдет на пользу негосударственным пенсионным

фондам. И готовим сейчас определенные предложения в этом направлении.

Екатерина Черных. Хотела бы сказать большое спасибо регулятору. За последние 5-6 лет управляющие компании (не только крупные, но и средние) перешли на другой качественный уровень: в плане и работы с клиентом, и корпоративной культуры, и стандартов организации рабочих процессов.

Ирина уже говорила в самом начале, что управляющие вполне уже могут конкурировать с крупными банками по объемам ресурсов. Почему бы им не применить свой богатый опыт и в работе по созданию механизма добровольных пенсионных накоплений. Опыт доверительного управления, опыт индивидуальной работы с клиентами — все это позволит управляющим делать для клиентов качественные портфели (и долгосрочные, и среднесрочные). У индустрии коллективных инвестиций есть весь необходимый для этого инструментарий. Есть соответствующий опыт. Индустрия достаточно жестко регулируется. Пора использовать все это в стратегиях роста.

Илья Ванин. Хорошо. Тогда предлагаю обсудить последний вопрос. В рамках дискуссии мы уже упоминали вступившие в силу изменения в 156 ФЗ. Хотел спросить, во-первых, как состоялся переход к процедуре согласования правил со специализированным депозитарием: все ли получается, нет ли проблем. И, во-вторых, как вы относитесь к сложившемуся на нашем рынке формату саморегулирования. В частности, как вы знаете, НАУФОР недавно получил статус СРО для спецдепов.

Алексей Антонюк. Относительно согласования правил — опыт уже есть. Не могу сказать, лучше стало или хуже. Но уважаемые спецдепозитарии стараются.

Хотя в плане сроков, тарифов и так далее возникает ряд вопросов. Кое-что получается делать быстрее, но дороже. Для начала рынок этих услуг должен утрястись. Мало времени прошло для того, чтобы выносить глобальные суждения.

Но в принципе новая система кажется жизнеспособной. Просто все должно отшлифоваться.

Екатерина Черных. Мы тоже уже получили соответствующий опыт. Очевидно, что спецдепы постарались подготовиться, они молодцы. Но трудности переходного периода неизбежны. Думаю, что обсуждать новую реальность можно будет только по итогам первого года.

Конечно, крупным компаниям сложнее составить объективное суждение. Крупные компании в приоритете. Нас стараются обслуживать хорошо, у нас есть возможность задать вопросы лично генеральному директору. Было бы правильнее спрашивать, как работает средним и небольшим компаниям.

А то, что НАУФОР вобрала в себя новые функции и теперь определенная их часть сосредоточена в одном СРО — это хорошо и правильно. Если НАУФОР сделает совместные рабочие комитеты, — например, комитет по работе фонда для квалифицированных инвесторов — это будет полезно. Для такого фонда спецдепозитарий теперь является единственным контрагентом. Поэтому существование единого комитета, в котором можно решать вопросы отработки стандартов, да просто любые рабочие вопросы, — это хорошо и правильно. Чтобы комитет решал конкретные вопросы, а дальше эти решения транслировались всему рынку.

Ирина Кривошеева. НАУФОР уже обладает хорошим опытом обсуждения

регуляторных инициатив, рабочих процессов. И на уровне работы комитетов, и на уровне работы совета директоров. Присоединение еще одной индустрии будет способствовать общей эффективности рынка. □