

# Равнение на запад

**МАТЕРИАЛЫ КРУГЛОГО СТОЛА «ВАЛЮТНЫЕ ФОНДЫ И ДРУГИЕ ПРОДУКТЫ ДЛЯ КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ», СОСТОЯВШЕГОСЯ В РАМКАХ ЕЖЕГОДНОЙ КОНФЕРЕНЦИИ НАУФОР «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК 2014: НОВЫЕ РИСКИ, НОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ» 15 МАЯ 2014 ГОДА.**

Участники: Эдвард Голосов, заместитель директора по брокерскому бизнесу и директор дирекции по управлению активами ООО «БКС»; Андрей Дьяченко, портфельный управляющий УК «Альфа-Капитал»; Елена Касьянова, генеральный директор УК «Русский Стандарт»; Карен Кесоян, начальник управления клиентского сервиса УК «Уралсиб»; Андрей Коровкин, заместитель генерального директора ТКБ «БНП Париба Инвестмент Партнерс»; Наталия Плугарь, генеральный директор «ВТБ Капитал управление активами»; Юрий Сизов, первый заместитель генерального директора УК «Лидер»; Владимир Соловьев, генеральный директор ООО «УК «Райффайзен Капитал».

Модератор — Алексей Тимофеев, председатель правления НАУФОР.

**Алексей Тимофеев.** Дорогие друзья, уважаемые коллеги!

Конференция НАУФОР — это часть более общего замысла. Это никогда не формальное мероприятие,

не мероприятие для PR, а всегда мероприятие, интегрированное в общий процесс дискуссии по вопросам, интересным нашим членам, индустрии в целом.

Одна из задач этих конференций такова: не только участники рынка должны услышать, что думают чиновники, но и чиновники должны услышать, что думают профучастники. Нам это очень помогает в нашей деятельности, нам очень важно, чтобы чиновники были уверены в том, что мы не придумываем вопросы, с которыми обращаемся.

Я буду спрашивать вас о том, что является для вас наиболее важным для индустрии коллективных инвестиций, каков потенциал развития этой индустрии. Мы стараемся сделать из этого выводы. **Владимир Соловьев.** Добрый вечер!

Я как представитель розничной компании расскажу, что у нас происходило за первые три-четыре месяца этого года. Наблюдалось ровно две тенденции. Первая тенденция (общая для рынка): за первые три месяца были зафиксированы рекордные



погашения в рублевых фондах, причем во всех категориях — и фондах акций, и фондах облигаций и смешанных инвестиций. С другой стороны, были точно такие же рекордные продажи в фондах, которые рассчитаны на западные рынки. У нас несколько таких фондов. В частности, хедлайнером стал фонд «Райффайзен США», который буквально за три месяца вырос ровно в два раза и в целом стал самым быстрорастущим фондом. Это валютный фонд. Также достаточно сильно по объему выросли другие фонды. И все вызовы связаны для нас как раз с этими новыми фондами, рассчитанными на глобальные рынки. Первый вызов — 75%-ное ограничение на инвестирование в иностранные

активы. Второй вызов — разрешение фондам инвестиций в валюту.

**Наталья Плугарь.** Что касается 75%-ного ограничения, то оно было взято с потолка. Я присутствовала на этом событии, когда мы уговаривали тогда еще ФСФР разрешить фондам вкладываться в иностранные ценные бумаги. Они очень боялись просто разрешить. Тогда я предложила как-нибудь ограничить инвестиции. Кто-то предложил ограничить инвестиции до 75%, все согласилось.

Изменение 75%-ного рубежа на 100%-ный, мне кажется, не будет вызывать большого сопротивления в Центральном банке. Но «ВТБ капитал» как управляющая компания все равно

хотела бы приблизиться к инвестиционным возможностям банков.

Сейчас мы приблизились к ним по льготам в отношении держания ценных бумаг, но есть еще один аспект — валюта. Никому не запрещено сейчас купить валюту, отнести ее в банк и так же в валюте с процентами получить деньги обратно. В паевых инвестиционных фондах, к сожалению, такого сделать нельзя. Можно создать валютный фонд и иметь там денежные средства. Но паи этого фонда придется покупать за рубли и точно так же за рубли их гасить. В данном случае паевой фонд теряет дважды — на конвертации в одну сторону, потом в другую. И суммарный доход уменьшается довольно-таки прилично. Поэтому мне кажется,



что назрела необходимость обсудить с Центральным банком вопрос того, чтобы можно было продавать паи за валюту. Мне кажется, это было бы хорошим подспорьем для наших коллективных и частных инвесторов, если мы сейчас говорим про валютные фонды.

**Алексей Тимофеев.** Владимир Соловьев сказал, что со стороны розничных инвесторов сейчас имеется спрос главным образом на валютные активы. Мы тоже склонны добиваться того, чтобы этот спрос был удовлетворен здесь, в России.

У нас возник спор (не здесь, не за этим круглым столом) — в чем, собственно говоря, заключаются препятствия для появления полноценных валютных фондов? Действительно ли достаточно поправить одно названное ограничение — или нужно поправить еще два других закона, а именно о валютном регулировании и валютном контроле, без чего нельзя будет принимать в оплату инвестиционных паев и выплачивать при их выкупе иностранную валюту. И Налоговый кодекс в этом случае, наверное, тоже придется поменять. Пока мы пришли к выводу, что если бы пока было снято это ограничение о 70% инвестирования в иностранные активы, это было бы хорошим решением для того, чтобы такие фонды начали появляться.

Коллеги, что вы думаете?

**Карен Кесоян.** Ограничение в 70% является достаточно искусственным, большого смысла в нем нет. 70% — достаточно большая доля, до ста процентов недалеко. С другой стороны, если компания хочет создать фонд, ориентированный на определенный валютный актив и при этом не готова завести один-единственный ETF, то она вынуждена разбавлять активы валютного фонда 30 процентами российских активов. Я так понимаю, что это ограничение действительно не очень сложно отменить, и это нужно сделать.

Что касается оплаты паев в валюте, это было бы действительно хорошо и правильно, потому что клиенты нас постоянно об этом спрашивают. То есть хотим мы этого или нет, люди держат большие суммы

именно в валюте. И транзакционный риск обмена туда и обратно для них кажется достаточно неприятным, поэтому они были бы рады и принести доллары, и забрать доллары. На Западе существуют классы паев. Вы можете купить пай долларový или евровый. В нашем случае это мог бы быть еще и рублевый пай. Плюс некоторые компании делают хеджированные классы паев и так далее. Все это в мире существует и могло бы существовать также в России. Какие законы нужно поменять, я, к сожалению, сказать не могу. Но на уровне ощущений, если это возможно в депозите, то почему невозможно с паями?

**Эдвард Голосов.** Я бы присоединился к мнению моих коллег. Мы говорим об инвестициях российских инвесторов в западные активы. Если они будут инвестировать в продукты, управляемые российскими управляющими, то мы как российские управляющие рано или поздно будем соревноваться с западными управляющими. У них жизнь в этом отношении гораздо легче. Есть инвестиционный фонд, есть пай (называемый на Западе юнит). Если можно покупать-продавать пай за валюту, значит, пай будет и котироваться в валюте. И с точки зрения инвестора этим очень удобно пользоваться. А с точки зрения управляющего не надо, что называется, голову греть по поводу хеджирования.

Если хотеть сделать процесс управления максимально эффективным, то, конечно, номинировать паи в валюте надо. Ограничения в конечном итоге делают работу управляющего сложнее, а инструмент — менее эффективным.

**Карен Кесоян.** Паевым фондам и так нелегко конкурировать с депозитами. И ограничения действительно только усложняют нам жизнь.

**Эдвард Голосов.** Приверженность россиян валютным активам — это уже исторически сложившаяся практика. На наш взгляд, правильнее будет создать условия и регулировать процесс инвестирования этих средств в той валюте, в какой население уже привыкло их хранить, нежели ставить препоны и ограничения. Здесь



спрос рожден не индустрией, это спрос как раз того самого внутреннего инвестора, за которым все пытаются гнаться.

В связи с тем, что регулятор теперь един, мы рассчитываем на то, что правила будут унифицированы, и управляющие компании будут если не совсем на равных с банками, то в приближенных условиях. Очень многие операции с валютой для банков более свободны, чем для управляющих компаний. И хотя ограничение в 70% в принципе при текущем инструментарии можно обойти в рамках законодательства, но все равно это несет дополнительные издержки, чего нет в банках.

**Алексей Тимофеев.** Обойти — это просто структурировать? Сделать русский продукт из иностранного?

**Эдвард Голосов.** Нет, можно завести иностранный инструмент, залистинговать его на ММВБ, и тогда он уже не подпадает под ограничение. То есть материнский фонд торгуется за рубежом, он номинирован в долларах или евро, есть 100%-ный линк, заведенный на ММВБ. Этот ETF можно покупать, и он уже не подпадает под ограничения в 70%.

**Алексей Тимофеев.** Но это не массовая практика.

Боюсь, возникло ощущение, будто я думаю, что закон о валютном регулировании вовсе не следовало бы менять. Я переформулирую вопрос. Имеет ли вообще смысл снимать 70%-ное ограничение, имея в виду, что закон о валютном регулировании удастся поменять, положим, только через три года? Понятно, что будет не так удобно, как того хотелось бы, но не обесмысливает ли отсутствие поправок в закон о валютном регулировании всю затею? Мне кажется, нет.

**Эдвард Голосов.** Может возникнуть ситуация, когда человек инвестировал в долларах, и в долларах переоценка оказалась нулевой или отрицательной. В то же самое время изменение валютного курса рубля произошло таким образом, что у него возникает валютная переоценка, с которой он должен заплатить налог. И, на наш взгляд, если уберется только

ограничение в 70%, то полностью смысл реализован не будет.

**Наталья Плугарь.** С моей точки зрения, убрать ограничение 70% логично. Потому что назвать фонд «Инвестиции в ценные бумаги США», имея в нем при этом 30% российских бумаг или чего-то еще, наверное, все-таки не очень правильно. С моей точки зрения, мы дезинформируем своего инвестора. Поэтому в любом случае, вне зависимости от изменений закона о валютном регулировании, было бы правильно дать инвестору возможность на 100% вкладываться в зарубежные ценные бумаги или зарубежную валюту.

Это два немного разных вопроса. То есть нужно делать и то, и другое. Первый шаг просто даст возможность делать фонд чисто валютным, наполненным валютой, но не даст возможность заработать на этой валюте, потому что конвертация туда-обратно — это риски плюс расходы.

**Владимир Соловьев.** Я проводил мини-опрос среди менеджеров нашего банка насчет покупки паев фондов за валюту. И как это ни странно, даже если предлагаешь людям кросс-курс на валюту, близкий к биржевому, они все равно начинают это воспринимать как что-то невалютное. И дело не в том, что они что-то потеряют, они такой пай уже не классифицируют как валютный инструмент.

**Елена Касьянова.** Я, безусловно, за то, чтобы увеличить долю иностранных инструментов. После введения ограничений или до, это другой вопрос.

Безусловно, нужно также дать нашим коллективным инвесторам право вкладывать и в долларах. Отрасль коллективных инвестиций, несмотря на все сложности, все равно живет. И самое важное — это продукт, который действительно был бы интересен нашему клиенту. В прошлом году мы видели, что наш рынок акций не рос выше, чем депозит. В чем-то с ним был сопоставим облигационный рынок, вот почему люди вкладывались в облигации. Наши инвесторы выбирают инструменты, которые доходнее, чем депозиты. Если им предложить что-то более интересное,





чем депозиты, они выберут это. И если в прошлом году у Володи [Соловьева] фонд американского рынка вырос на 40%, то, конечно, это интересно. Поэтому стоит говорить об этом, менять законодательство и двигаться в этом направлении.

В принципе, необходимый продуктовый ряд у нас есть. Если регулятор будет что-то улучшать, у нас будет больше возможностей для предложений, и наш рынок будет расти.

Впервые за несколько лет с 2008 года, когда на каждой конференции присутствовал пессимизм, у нас сегодня очень позитивная обстановка. Регулятор нас слышит. Со своей стороны он говорит, что готов развиваться. Мы в свою очередь тоже готовы развиваться, и нам нужно, чтобы правила игры были понятны и чтобы в результате и мы, и наши клиенты вышли в плюс.

Я считаю, что главным драйвером роста будет сам по себе рост нашего рынка. А он возможен, если рынок все-таки базируется на пенсионных деньгах, на страховых деньгах. Если внутренний рынок будет достаточно сильным, то иностранные клиенты тоже сюда будут приходить, но они при этом не будут существенно влиять на рынок, волатильности как таковой не будет.

**Алексей Тимофеев.** Предлагаю высказываться не только на тему валютных фондов.

**Андрей Коровкин.** Позволю себе согласиться с Натальей, что эти два вопроса — доля иностранных ценных бумаг в фонде и валютные фонды с точки зрения оплаты паев и расчета стоимости пая — это разные вещи. Ограничения убрать надо.

Валютные фонды — нужны. С точки зрения валютного контроля законодательство никак не мешает. Если удастся налоговую базу по валютным инструментам отделить, это будет хорошо.

Если говорить о новых продуктах, то никакой новый продукт не будет продаваться и иметь успеха, если не будет налажена нормальная сеть дистрибуции этого продукта. И мне бы хотелось

подговорить о том, чтобы дистрибуция паев на первичном рынке велась через брокеров ровно так же, как ведутся через брокеров посреднические функции в отношении всех остальных бумаг.

Почему сложилась ситуация, что режим первичного обращения паев иной и не вписывается в стандартные процедуры? Мы предлагаем устранить два-три законодательных недоразумения, которые мешают применить к первичному обращению паев те же правила и походы, которые применяются к торговле другими ценными бумагами.

На Западе управляющие компании по объему управления активов, сопоставимые с небольшими российскими, имеют в штате 25-30 человек, а такие же российские компании имеют в штате за 100 человек. Потому что выполняют не свойственные себе функции. Западная компания X, которая хочет распространять паи в западной УК, проходит у нее комплаенс, и если она его проходит, то в будущем передает в эту управляющую компанию сводные заявки по всем своим клиентам. УК выдает или погашает совокупное количество паев, а вот все учетные операции по индивидуальным клиентам ведет эта компания X. Западная УК не имеет представления о том, кто является конечным владельцем паев.

У нас управляющая компания обязана идентифицировать, исполнять функции налогового агента индивидуально для каждого клиента. Если мы мечтаем, чтобы у нас были миллионы клиентов, надо задуматься: а в состоянии ли управляющие компании при таких условиях обслуживать миллионы клиентов без существенного увеличения издержек?

Сложности в идентификации остаются. УК не видит своих клиентов, с клиентами общается агент, а с учетом того, что эту информацию надо обновлять, возникает масса сложностей. Есть альтернативная возможность приобретения и погашения паев — через номинального держателя, но там еще хуже. Номинальный держатель передает индивидуальные заявки от имени каждо-

го клиента, который к нему обращается. Управляющая компания по-прежнему обрабатывает то же количество индивидуальных заявок, только в этом случае она не только не видит клиента, но и не имеет возможности — например, в случае погашения, получить информацию о затратах, которые клиент понес на приобретение этих паев. УК не знает историю появления этих паев у номинального держателя. При этом функции налогового агента она несет, правильно исчислить налоги она не может, а номинальный держатель для нее — просто клиент, и потребовать от него документов она не может. Проводить идентификацию в таком случае она тоже не может.

Выход очень простой. Надо разрешить брокерам в рамках договора на брокерское обслуживание принимать от клиентов брокерские поручения на приобретение и погашение паев на первичном рынке через УК.

На основании этого права брокер, действуя от собственного имени, будет подавать депозитарию предусмотренные законодательством сводные распоряжения по всем своим клиентам. На основании этого распоряжения номинальный держатель будет передавать в управляющую компанию сводную заявку от имени брокера на погашение или приобретение сводного количества паев по всем поручениям брокера. Управляющая компания перестанет обрабатывать дикое количество заявок, клиентом у нее будет конкретный брокер, которого она и будет идентифицировать. Во-вторых, поскольку номинальный держатель будет подавать заявки от брокера как от юридического лица, то управляющая компания перестанет выполнять функции налогового агента. Налоговым агентом для конечных клиентов-физических лиц будет брокер, и он будет получать средства от погашения паев на спецброкерский счет, что сейчас невозможно. А у клиента будет формироваться единая налоговая база по всем операциям с ценными бумагами, в том числе и с паями. Идентификацию кли-

ента будет проводить брокер, у которого есть договор на брокерское обслуживание с этим клиентом.

Иными словами, мы предлагаем включить первичное приобретение и погашение паев в сферу договора на брокерское обслуживание. Для этого надо внести изменения в два-три подзаконных акта и, наверное, в закон об инвестфондах.

На мой взгляд, это существенно упростит процедуру приобретения паев, сделает ее такой, как и для обычных ценных бумаг. Это, безусловно, положительно скажется и в плане инвестиционных счетов. Было предложение, что наиболее подходящим инструментом для этих счетов является пай. А как брокер будет покупать, если по всем бумагам он действует по одному каналу, а здесь он должен действовать совершенно по-другому? При действующей системе оплату паев клиент осуществляет сам лично, оплатить с брокерского счета без серьезных налоговых последствий — нельзя. И назад их получить на брокерский счет нельзя.

Это сделать несложно, но это создаст комфортные условия для продвижения этого продукта (ИИС) розничному инвестору.

**Елена Касьянова.** Это интересное предложение, но, на мой взгляд, при нынешнем состоянии рынка и финансовой грамотности это не пойдет. Сейчас люди приходят в банки размещать деньги на депозиты, и там им предлагают какие-то другие условия, покупку тех же паев. Просто так люди не пойдут к брокеру, чтобы купить пай. Сейчас паи покупают инвесторы, которые только начинают работать на рынке ценных бумаг и которые отдают все на откуп управляющей компании.

Очень правильная идея, что двойная идентификация клиентов никому не нужна. Я абсолютно согласна, что идентификацию нужно отдать на аутсорсинг спецдепозитарию или еще кому-то, а управляющей компании оставить больше работы по управлению. Но вход через брокера лично у меня пока вызывает вопрос.



**Андрей Коровкин.** Когда я говорил о брокере, то говорил о любой финансовой организации, обладающей брокерской лицензией, в том числе и о банке. Я еще раз подчеркиваю, что схема по осуществлению посреднических функций между клиентом и рынком, которую осуществляет брокер, должна быть одинакова для всех бумаг. Сейчас для паев она совершенно другая, поэтому трудно рассчитывать на хорошие продажи.

**Алексей Тимофеев.** Меня озадачила эта история с использованием паев для ИИС. Но давайте поговорим про концессионные облигации.

**Юрий Сизов.** Мы обсуждаем очень важные для отрасли вещи. Изменят ли что-то кардинально наши поправки? Кардинальных изменений мы не получим. А отрасль управляет триллионами рублей. Эти деньги могли бы реально изменить экономическую ситуацию в стране и совершенно изменить отрасль коллективных инвестиций, придать новый стимул развитию экономики.

Что может изменить ситуацию кардинально — это вклад в инфраструктуру. Многолетняя практика и опыт других стран показывают, что только вложения в инфраструктуру в любые кризисные времена вытаскивают экономику. С 2000 года в экономику Европы и Америки вкладываются по 100 млрд евро. Экономика России имеет колоссальную потребность во вложениях в инфраструктуру. У нас всегда эти инвестиции осуществлялись через бюджет. Сегодня бюджет этого не может.

Десять лет назад был принят закон о концессионных соглашениях. Последние пять лет наша компания этим активно занимается. Мы на практике можем сказать, что вложения в инфраструктуру через концессию могут изменить экономику региона.

Что сегодня сдерживает любую застройку? Стоимость квадратного метра. Она зависит от стоимости коммуникаций и инфраструктуры. Вешать эти расходы на застройщика — тупиковый

вариант. Стоимость метра вырастает, такую недвижимость не выкупят.

Мы построили дорогу и видим, как меняется ситуация там, где она пролегла. Это сразу и поднимает цены на недвижимость, и меняет в лучшую сторону социальный климат. Под подобные проекты выпускаются финансовые инструменты.

Какие мы сегодня имеем финансовые инструменты: акции, облигации государственные и корпоративные, займы. Жизнь подсказывает нам использование инструментов концессии, но они теряются в наборе стандартных инструментов. Начинается смешивание в кучу: облигации, инфраструктурные, концессионные. А ведь они разные.

Концессионные облигации очень хороши для НПФ. Во всем мире в такие бумаги идут институциональные инвесторы, потому что это гарантированная надежность и гарантированная доходность выше инфляции. Сегодня для НПФ основная задача — сохранить деньги гарантированно выше инфляции на долгий срок. Что нужно сделать, чтобы подобные инструменты были массовыми, доступными для любой компании? Тогда по-другому заработают и валютные фонды, и фонды недвижимости.

**Алексей Тимофеев.** А кто кроме вас выпускает такие облигации?

**Юрий Сизов.** Этим занимаются и ВТБ, и Сбербанк — но это крупные участники. Да и НПФам сейчас не выгодно такие бумаги продавать. А банки не очень готовы их покупать, они же выпускаются на длительный срок. Чтобы концессионные облигации были массовыми, нужны определенные меры. Если они будут включены в ломбардный список или будут приниматься Центральным банком под рефинансирование, то этот инструмент начнет играть другими красками и станет интересен для инвесторов. Этот инструмент перестает быть разовым, такие бонды будут не просто лежать в портфеле пенсионных фондов, а их начнут покупать банки, под них будут выдавать кредиты. У этих бумаг

появится дополнительная доходность плюс к той небольшой доходности, которая имеется сейчас. Это один из путей.

Проблемы этого инструмента в том, что соответствующему закону исполнилось десять лет, а инструмент пока так и не развит, выпуски концессионных облигаций можно пересчитать на пальцах рук. Потому что инструмент специфичен, в него не до конца поверило государство, он не стал нормой. Он привлекателен для определенного сегмента рынка, но он не адаптирован в основной массив законодательства.

А вот в Европе инвесторы готовы покупать любой концессионный проект. Потому что в Европе это адаптировано в законодательство, государство содействует, доходность инструмента повышается.

**Андрей Дьяченко.** Речь идет о чем? Россия идет искать деньги для инфраструктурных проектов в Европу, в Азию, а эти деньги есть здесь. Не хватает мостика. И запрос от индустрии, и запрос от инвестора есть. Надо бы их свести. В этом смысле жаль, что нас не слышат.

**Алексей Тимофеев.** Давайте еще обсудим тему фондов защиты капитала.

**Эдвард Голосов.** Спасибо, Алексей. Один из участников предыдущего круглого стола, сказал, что ПИФы себя дискредитировали в предыдущие периоды. Это, к сожалению не вина, а, скорее, беда. Есть определенная доля инвесторов, которые просто не хотят слышать о ПИФах. Как переломить эту ситуацию? На Западе есть фонды защиты капитала. Вся идея заключается в том, что создается фонд, стартовая цена пая в котором, например, сто единиц. И есть защита на определенном горизонте, срок зависит от процентных ставок. Один из плюсов российского рынка состоит в том, что процентные рублевые ставки выше, чем долларовые. Поэтому на нашем рынке срок может быть короче. На Западе такие фонды делаются на семь лет. В России можно делать такие фонды на три года.

Мы запустили такой проект не в виде фонда, а в виде стратегии управления.

Она пользуется популярностью. На Западе фонд с защитой капитала может быть также основой страхового продукта. За счет того, что в таком фонде есть гарантия защиты от потерь на определенном горизонте, страховая компания с легкостью делает на этой базе свой продукт.

**Наталья Плуگارь.** Можно уточнить, что у этих фондов внутри? Мы знаем имеющиеся на нашем рынке инструменты. Наверно, внутри фонда с защитой капитала возможны те же самые депозиты и те же самые облигации, только до погашения. Тогда можно гарантировать, что с инвестициями ничего плохого не будет.

Мне немного режет ухо фраза о том, что паевые фонды себя дискредитировали. Во-первых, речь идет только о закрытых фондах. Что касается открытых и интервальных фондов, то они себя не дискредитировали, они ведут себя точно так же, как ведет себя наш российский рынок. В 2004-2007 году люди стояли в очередях за паями. Говорить о том, что открытые и интервальные фонды себя дискредитировали, нечестно. Если рынок падает, то падают и фонды, потому что волшебных палочек внутри них нет.

Да, действительно, фондов с защитой капитала в России нет. То, о чем вы говорите, — это не открытые и интервальные фонды, откуда можно выйти в любой момент. Тогда можно говорить о том, что это особый вид фондов, фактически это закрытый фонд, этот фонд открывается только на определенный период. Если инвестор пришел туда на три года, то через три года он получит то, что гарантировано этим фондом. И нельзя говорить о том, что паевые фонды, которые есть на российском рынке, представляют собой не такой инструмент. Идет речь о двух абсолютно разных инструментах. Наши пайщики ПИФов пожинают плоды собственного страха, страха между заработать и потерять. Они бегают туда-сюда, потому и теряют.

**Алексей Тимофеев.** Мне понятно, как сконструировать такой фонд как закрытый. И мне понятно, что проблема не в защитном активе, а в допуске рискованной и даже очень рискованной прослойки, которая может принести больший доход. То есть речь идет о либерализации возможности инвестирования в более рискованные активы.

**Владимир Соловьев.** Я тоже совершенно не согласен с тем, что фонды себя дискредитировали. Дискредитировали себя отдельные компании.

В свое время мы пытались делать фонд с защитой капитала. На бумаге все было очень гладко. Когда мы его запустили, выяснилось, что постоянные вводы-выводы средств клиентов сбивают всю модель. И то, что в теории выглядит как прекрасная кривая со 100%-ной защитой, на практике сделать не получилось.

**Эдвард Голосов.** То, о чем я сейчас рассказал, это не фантазия. Это большой бизнес. И это открытые фонды с дневной ликвидностью.

Теперь об интервальности. В фондах с защитой капитала действительно существует защита только на определенном горизонте. Это открытый фонд, человек в любой момент может достать оттуда свои деньги, но доходность гарантирована только на определенном горизонте. Но преимущество в том, что добавляется рискованная стратегия, которая работает. **Андрей Дьяченко.** Не совсем понятно, зачем создавать такие фонды. В нашей линейке такие продукты существуют уже не один год. Это инвестиционный розничный продукт для небольших клиентов. Мое мнение, что если такие фонды будут создаваться, то они породят некую аморфную часть управляющих, которые не будут улучшать качество экспертизы. Потому что фонд сделан таким образом, что инвестор не потеряет в любом случае. И через какое-то время клиенты будут недовольны тем, что они не заработали, и это все равно приведет к оттоку средств из фондов.





**Карен Кесоян.** А ДУ с каким входом?  
**Андрей Дьяченко.** 300 тысяч рублей.  
**Карен Кесоян.** Тогда это действительно рассчитано на широкий круг людей.  
**Андрей Дьяченко.** Если сравнивать со средним размером депозита, то для тех, кто не интересуется рынком вообще, это вполне оправданная сумма.

**Алексей Тимофеев.** А если попробовать сконструировать этот фонд как закрытый и разрешить для всех таких фондов деривативы, в том числе, может быть, небиржевые, это было бы шагом в правильном направлении?

**Эдвард Голосов.** Да, конечно.

**Алексей Тимофеев.** Очень показательно то, насколько различаются стратегии сидящих здесь за столом.

**Елена Касьянова.** Я думаю, мы все не против того, чтобы у нас в линейке был продукт с защитой капитала. Другое дело, что такой продукт нельзя создать как открытый ПИФ, потому что действительно каждый день какой-то клиент приходит или уходит, и сохранить эту структуру невозможно. Делать закрытые и интервальные ПИФы нереально, потому что розничные клиенты не приходят в один день.

Финансовая грамотность наших клиентов все-таки не очень высока. Когда стоимость активов ПИФов росла, они были довольны. А сейчас они пишут жалобы в Центральный банк. Сама идея прекрасна, но ее реализация через ПИФы невозможна.

**Андрей Коровкин.** Для начала надо различать фонды с защитой капитала и фонды с контролем риск-бюджета. Коллега говорил о технологии СРРІ, это не фонд с защитой капитала, а технология контроля риск-бюджета. Как правило, у таких фондов есть оговорка, что управляющий старается, но не гарантирует. В западной практике есть реальные фонды с защитой капитала, есть даже фонды, по которым выдается банковской поручительство, — на определенные даты гарантируется выплата определенных сумм.

Соглашусь с коллегой, что с точки зрения защиты капитала это, естественно, должен быть фонд с каким-то зонтом, но вариант выхода без защиты в тот момент, когда клиенту понадобятся деньги, тоже возможен.

Интервальный или не интервальный? На Западе вообще нет такого понятия. На Западе есть открытые и закрытые фонды. Для открытых фондов правилами устанавливается, когда клиент входит, когда выходит, но нет жесткой привязки, что входить можно только тогда, когда и выходить. Этому есть объяснение — есть неликвидные активы, для которых, собственно, и создаются интервальные фонды, и для них очень вредно, когда поступает очень большая масса денег для инвестирования в конце периода подписки. Лучше бы деньги поступали по чуть-чуть каждый день, как в открытые фонды. А погашение — да, с предварительным уведомлением, за какое-то время реализовать. Соответственно, если уйти от понимания «интервальный фонд», тогда можно, регулируя точки входа и выхода, решить те задачи, которые стоят перед инвестором. Наш анализ западных фондов показывает, что иной раз запускаются серии фондов. У одной из западных управляющих компаний было четыре фонда с индексами 1, 2, 3 и 4. Суть их была такова, что каждый фонд был годовой, где обеспечивалась сохранность вложений в течение года, но эта сохранность в каждом фонде была сдвинута на квартал относительно прочих, чтобы приходящему инвестору не надо было ждать год. Теоретически можно сделать 12 фондов и сдвинуть их на месяц относительно друг друга. Тогда в какой-то из фондов можно будет запускать клиентов каждый месяц. То есть в мире много решений.

Почему сложно сделать такие фонды у нас? Справедливо было замечено, что люди придут в такой фонд не только для того, чтобы получить свои деньги назад через какое-то время, а и для того, чтобы

заработать. И если мы правильно понимаем, то при текущих ставках условно 80% средств в таком фонде пойдет на инструменты с фиксированным доходом, а 20% — в рискованные инструменты. Если эти 20% пойдут в инструменты без плеча, то кому такой фонд нужен. Нужно серьезное плечо и соответствующие инструменты. Без рынка внебиржевых деривативов это сделать невозможно.

В обход этого управляющие компании научились заворачивать иностранные внебиржевые опционы в иностранные ноты, которые имеют код CFI как иностранные бонды. То есть найти лазейку можно.

Открыт вопрос востребованности таких продуктов сейчас. Я думаю, что люди, обжегшиеся на открытых фондах, в интервальный фонд пойдут сейчас неохотно. Этот продукт будет тяжело продавать.

Если мы уйдем от искусственного разделения интервальный-открытый, то фонд надо делать таким, когда защита капитала обеспечивается на каком-то промежутке, но выходы возможны в любой момент.

**Елена Касьянова.** Хотела бы вернуться к другому предложению. На предыдущей сессии говорили, что у брокеров может появиться возможность дистанционно оформлять договоры, если клиент перечисляет деньги через банк. Было бы хорошо, если наши клиенты тоже могли дистанционно оформить заявку на покупку паев, если их идентифицирует банк.

**Андрей Коровкин.** Давайте дадим брокерам возможность на первичном рынке осуществлять приобретение и погашение паев так же, как они делают это с ценными бумагами. Тогда на брокерские счета они будут покупать не только акции и облигации, но также и паи.

**Елена Касьянова.** Нет, это невозможно. Нужно на бумажном носителе получить живую подпись клиента.

**Андрей Коровкин.** Вы будете получать живую подпись. Но общаться будете только с брокером.

**Наталья Плугарь.** Не могу полностью согласиться с Андреем. Исходя из моего опыта, не все брокеры хотят быть брокерами, они хотят оставаться агентами. Часто банки не хотят пропускать платежи через себя, объединять их. То есть брокеры готовы быть агентами ПИФов, но не хотят становиться просто брокерами. Мне кажется, нужно развивать и тот, и другой рынок.

**Алексей Тимофеев.** Мне кажется, одно другому не противоречит. Своего решения требует и то, и другое.

Я бы хотел завершить наше обсуждение если не на оптимистической ноте, то обязательно каким-то фактом, который будет важен для вас.

Пока я могу сказать, что с Центральным банком есть продвижение относительно правил для валютных фондов. Я могу с определенной уверенностью рассуждать о том, что в ЦБ готовы будут пойти на изменения нормативных актов, на то, чтобы ввести в документ не отдельную категорию валютного фонда, а может быть, маркировку одной из 16 категорий фондов. Не знаю, всех ли 16. Но это будет по-прежнему фонд акций (возможно, иностранных акций), фонд облигаций (возможно, иностранных облигаций). И для таких фондов как минимум будет снято ограничение 70%.

Я думаю, что возможность оплатить инвестиционные паи, а также получить при их выкупе валюту, была бы очень полезна. Но никто из нас, лоббистов, не верит в возможность быстро поменять закон о валютном регулировании. Поэтому в обозримой перспективе придется находить какие-то операционные решения, чтобы рассчитываться рублями. Мы эту тему не забудем и постараемся воспользоваться какой-нибудь оказией, для того чтобы это поправить.

**Реплика из зала.** Я, честно говоря, удивлен тому, сколько времени вы посвятили обсуждению утопичной, на мой взгляд, идеи про брокеров. Во-первых, управляющие пытаются перекинуть на бро-

керов функции, которые непонятно кто будет оплачивать. Они не хотят делиться доходами, а функцию на брокеров перекинуть хотят. Во-вторых, с чего вдруг брокеры, которые сами по большей части являются управляющими, захотят отдавать управляющим деньги, которые принесли им клиенты. Третий, самый главный, аргумент. Утопично надеяться на то, что брокерское сообщество обеспечит управляющим приток новых клиентов.

**Эдвард Голосов.** Поскольку я выступал с этой идеей, то мне и отвечать.

Акценты расставлены немножко не так. Агентом в соответствии с действующим законодательством может быть лицо, обладающее брокерской лицензией. То есть по факту и так все наши агенты — это брокеры. Я говорил только о том, что в отношении одних ценных бумаг брокеры действуют по одной технологии, а в отношении других ценных бумаг должны действовать по другой технологии. Это первое.

Второе. Насчет оплаты услуг брокера. Естественно, эти услуги будут оплачиваться, потому что возможно заключение всяких соглашений о дистрибуции сервисных услуг и так далее. Вопрос оплаты здесь не затрагивался, но поверьте мне, это не будет делаться бесплатно. Более того, приобретая паи на первичном рынке, брокер точно так же будет брать брокерскую комиссию, как он это делает по любым другим ценным бумагам, в том числе может претендовать на часть вознаграждения УК по отдельным договорам.

То есть здесь нет никакого конфликта. Просто почему брокер в отношении паев действует одним способом, а в отношении других бумаг — по-другому?

Помимо всего прочего, я затрагивал интересы клиента. Клиенты неохотно покупают ПИФы, потому что по ним налоговым агентом является управляющий, а по всем остальным ценным бумагам — брокер. И соответственно, определить общую налоговую базу не

получается. Управляющая компания удержит свои налоги, брокер удержит свои, а потом клиент будет бегать и доказывать, что ему надо вернуть какие-то переплаченные деньги.

Мы пытаемся сделать для клиента некую справедливую схему обслуживания, чтобы брокер, обслуживая его и по паям, и по ценным бумагам, делал это в рамках единой технологии, и чтобы у клиента была единая налоговая база.

Поэтому попытки переложить задачи с брокера на управляющую компанию нет, есть попытка их оптимизировать. Представьте себе, что через одного брокера, который является агентом, клиент приобретает паи нескольких управляющих компаний. Тогда каждая управляющая компания будет идентифицировать этого клиента отдельно. А так это будет делать брокер один раз.

*(Отвечает на вопрос из зала.)* Вторичного обращения управляемых фондов, за исключением ЕТФ, нет. Как можно на вторичном рынке покупать некий фонд, в то время как управляющий этим фондом что-то делает с активами? Вы никогда не поймете, какова же адекватная цена этого фонда.

Активно управляемые фонды на биржах не торгуются. Они проходят там листинг, но с одной-единственной целью — чтобы фонд получил статус бумаги, которая прошла комплаенс по определенным жестким правилам биржи. И все.

**Алексей Тимофеев.** Дорогие друзья, разрешите поблагодарить от вашего имени наших спикеров. На этом конференция завершается. До следующей встречи. □