

ВН

№6 июнь 2022

Инвестиции в эпоху перемен

Интервью
с Олегом Чихладзе

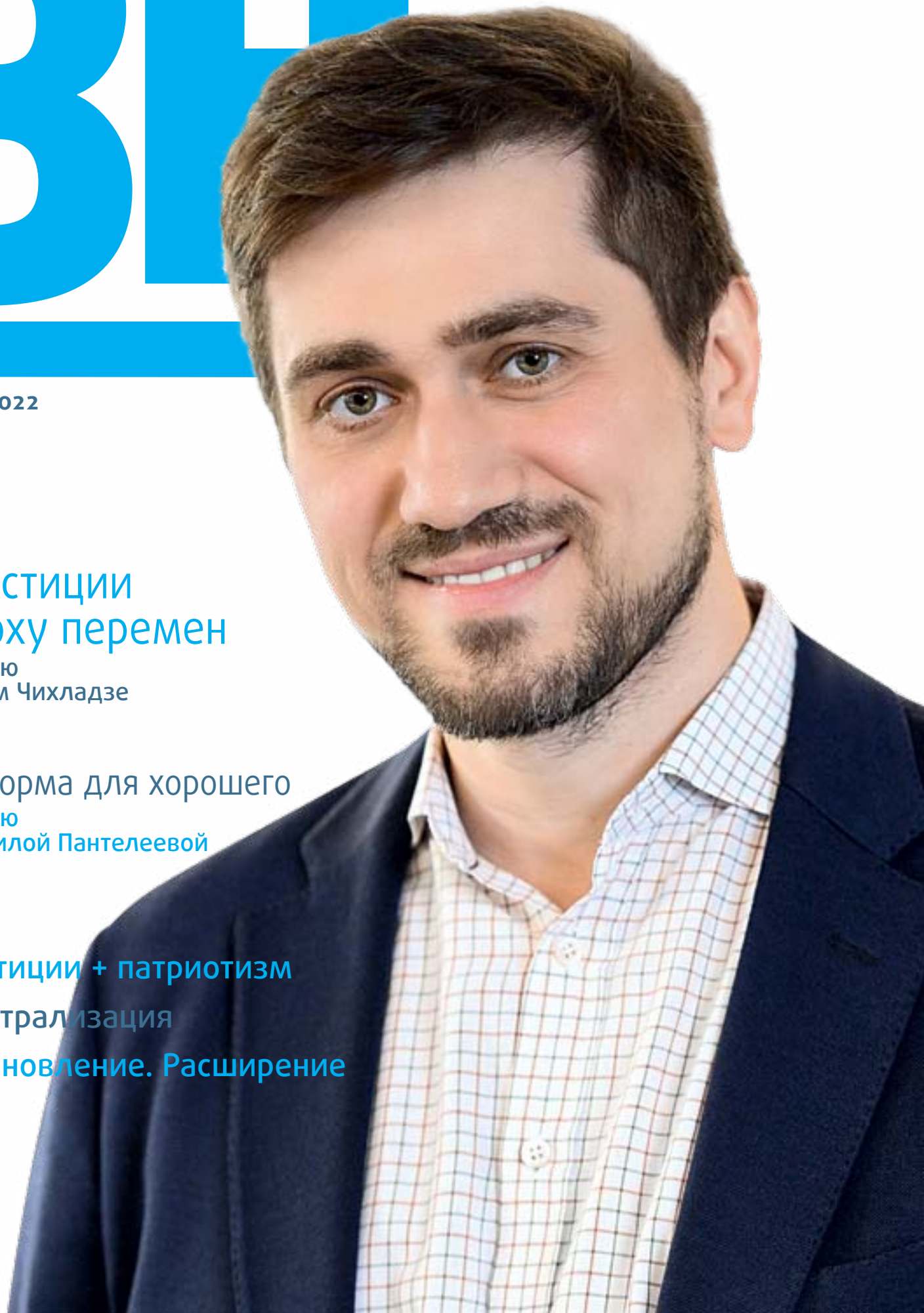
Платформа для хорошего

Интервью
с Людмилой Пантелеевой

Инвестиции + патриотизм

Децентрализация

Восстановление. Расширение



Содержание

№6, июнь 2022



ТЕМА НОМЕРА: ИНВЕСТИЦИИ В ЭПОХУ ПЕРЕМЕН

Инвестиции в эпоху перемен

Олег Чихладзе, директор по брокерскому бизнесу «БКС Мир инвестиций», объясняет Ирине Слюсаревой, что локальная инфраструктура и экспозиция на международные рынки могут сосуществовать; описывает алгоритм, в соответствии с которым рынок вырабатывает новые стандарты работы; а также рассказывает о том, что любое движение рынка можно обернуть в новые возможности.

4

НОВОСТИ

3 Перестроить цепочку

НАУФОР предлагает изменить механизм выплат по еврооблигациям, защитив интересы российских владельцев этих активов.

КОНФЕРЕНЦИЯ НАУФОР

Материалы конференции «Рынок коллективных инвестиций, состоявшейся в Санкт-Петербурге 7.06.22».

18 Инвестиции + патриотизм

Материалы сессии «Российский финансовый рынок и индустрия коллективных инвестиций в условиях международных санкций: адаптация и развитие».

36 Децентрализация

Материалы второй сессии «Управляющие компании и инфраструктура рынка розничных фондов в новых условиях».

54 Восстановление. Расширение

Материалы третьей сессии «Рынок ЗПИФ — крупнейший сегмент индустрии коллективного инвестирования. Инвестиционные идеи в режиме санкций».

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

66 Укрепление рубля

Котировки рублевых гособлигаций (ОФЗ), российский рубль, а также фондовый индекс РТС заметно выросли в июне второй месяц подряд благодаря сильному торговому сальдо, ограничениям на операции с капиталом для нерезидентов, а также снижению ключевой ставки ЦБ РФ..



ТЕМА НОМЕРА: ИНВЕСТИЦИИ В ЭПОХУ ПЕРЕМЕН

Платформа для хорошего

Людмила Пантелеева, директор эндаумент-фонда «Филантроп», рассказывает Ирине Слюсаревой о том, каким образом частные инвестиции способствуют увеличению общественного блага. А также объясняет преимущества зонтичной структуры и готовой платформы по сравнению с привычными моделями благотворительности.

12

Издание зарегистрировано в Комитете РФ по печати
Свидетельство о регистрации № 018649 от 31.03.99
Издается ежемесячно с октября 1996 г.

Главный редактор **Ирина Слюсарева**

Редакция

Арт-директор **Павел Перов**
Иллюстратор **Евгений Тонконогий**
Цветоделение, ретушь и
подготовка к печати **Ксения Ключкина**
Фотография на обложке **Сергей Отрошко**

Учредитель **НАУФОР**
12900, Москва, 1-й Коптевский пер., д. 18, стр. 1
Тел./факс: (495) 787-77-74, 787-77-75

Издатель **КЦ НАУФОР**

Автор макета **Петр Пирогов**

Автор редизайна **Павел Перов**

По вопросам приобретения журнала обращайтесь
по тел. +7 (495) 787-7775, доб. 5226 Татьяна Миронова.
Отпечатано в типографии «Парадиз»
Москва, Ленинградский проспект, дом 47
Тираж 1500 экз.



Инвестиции в эпоху перемен

Как гласит известная китайская мудрость, жить в эпоху перемен можно пожелать разве что врагу. Мудрость, правда, на поверку оказалась не китайской (ее выдумал белый цисгендерный колонизатор), но не суть. Реальность-то в высказывании отражена адекватно, верно ведь?

Ну а если даже просто жить нелегко, то каково ж при этом еще инвестировать. Инвестиции — это занятие, которое требует дополнительных ресурсов: как минимум, денег (иначе что инвестировать). В ситуации, когда появление денег осложнилось желанием их сохранить и преумножить, придется понести сопутствующие расходы: и времени, и ума. Навык надо будет сформировать.

Короче, сплошная морока. И успех не гарантирован. Инвестируете вы, скажем, в акции успешной газодобывающей компании. Цены на газ улетели вверх. А потом компания проводит простое такое собрание акционеров. И на этом собрании происходит простое такое голосование по дивидендам.

Ирина Слюсарева ☺

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей. Ответственность за достоверность информации в рекламных объявлениях несут рекламодатели. Все права защищены. Перепечатка допускается только по согласованию с редакцией.

Перестроить цепочку

МЕХАНИЗМ ВЫПЛАТ ПО ЕВРООБЛИГАЦИЯМ СЛЕДУЕТ ИЗМЕНИТЬ, ЗАЩИТИВ ИНТЕРЕСЫ РОССИЙСКИХ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ЭТИХ АКТИВОВ

Национальная ассоциация участников фондового рынка обратилась в Министерство финансов РФ с просьбой изменить механизм осуществления выплат российским инвесторам по облигациям, выпущенным в интересах российских организаций в соответствии с иностранным правом (еврооблигации), в целях защиты интересов российских владельцев и исключения иностранных посредников из цепочки выплаты доходов резидентам РФ.

В настоящее время российские инвесторы лишены возможности получения доходов и погашений по еврооблигациям в связи с введением иностранными государствами ограничительных мер в отношении НКО АО НРД, являющегося центральным депозитарием на российском рынке ценных бумаг, а также в связи с отказом международных расчетно-клиринговых инфраструктурных организаций от проведения операций в пользу резидентов РФ.

Как подчеркивается в письме НАУФОР, многие эмитенты обращаются за получением специальных разрешений на осуществление выплат в иностранной валюте в силу того, что опасаются признания за пределами РФ выплат в рос-

сийских рублях неисполнением своих обязательств и, как следствие, признания наличия дефолта. Для эмитентов, имеющих значительные активы и интересы на территории иностранных государств, это считается критичным и не позволяет в полной мере реализовать механизм выплат в рублях, предусмотренный Указом Президента РФ № 95 от 05 марта 2022 года.

В том случае, когда эмитент получает специальное разрешение и осуществляет выплаты по еврооблигациям через международного платежного агента в иностранной валюте, соответствующие платежи не доходят до российских инвесторов, что, по сути, приводит к дискриминации российских держателей ценных бумаг по сравнению с иностранными владельцами.

НАУФОР предлагает Министерству финансов принять решение о полном запрете на направление выплат по еврооблигациям за пределы РФ, если конечным владельцем соответствующих ценных бумаг являются резиденты, ценные бумаги которых учитываются в НКО АО НРД, и о необходимости исполнения обязательств по таким ценным бумагам посредством перечисления

денежных средств на счета в российских банках.

В отношении уже произведенных выплат по еврооблигациям в иностранной валюте НАУФОР считает необходимым обязать российских эмитентов осуществить повторную оплату в рублях в адрес российских инвесторов, не получивших причитающиеся по еврооблигациям платежи, под уступку прав на получение соответствующих выплат по еврооблигациям после разморозки денежных средств.

«Указанные меры в значительной степени защитят интересы российских владельцев, фактически уравниют их в правах с иностранными инвесторами еврооблигаций и позволят исключить иностранных посредников из цепочки выплаты доходов и иных платежей по еврооблигациям резидентам Российской Федерации», — подчеркивается в письме НАУФОР. □



Олег Чихладзе

директор по брокерскому бизнесу
«БКС Мир инвестиций»

Инвестиции в эпоху перемен

ЧЕЛОВЕЧЕСКИЙ ГЕНИЙ ПОСТОЯННО ПРОДУЦИРУЕТ НОВЫЕ ИДЕИ; ПОЭТОМУ ОЦЕНКА ЧЕЛОВЕЧЕСКОГО ТРУДА В ФОРМЕ СТОИМОСТИ АКЦИЙ — РАСТЕТ

Олег Чихладзе, директор по брокерскому бизнесу «БКС Мир инвестиций», объясняет Ирине Слюсаревой, что локальная инфраструктура и экспозиция на международные рынки могут сосуществовать; описывает алгоритм, в соответствии с которым рынок вырабатывает новые стандарты работы; а также рассказывает о том, что любое движение рынка можно обернуть в новые возможности.

Фотографии **Сергей Отрошко**

— Олег, что сейчас происходит в вашем бизнесе: меняются ли планы, корректируется ли стратегия?

— Начну с констатации фактов: сейчас на рынке произошли изменения такого масштаба, которых не случалось, пожалуй, никогда прежде. Поэтому да, многие планы мы были вынуждены пересмотреть, часть из них — радикально. Какое-то время нам приходилось работать в ручном режиме, поскольку законодательство менялось каждый день. Причем некоторые нормативные акты приходили даже поздно вечером, а вступить в силу должны были уже утром. И мы выстраивали работу таким образом, чтобы соответствовать этим новым правилам в необходимые сроки. Однако у нас была небольшая фора по

времени, поскольку операционное ядро компании находится в Новосибирске, это другой часовой пояс. Новосибирские коллеги приходили на работу раньше и успевали прорабатывать многие вопросы.

В прошлом году, не подозревая о грядущих сложностях, мы много сил, времени и средств инвестировали в организацию внутренних процессов для наращивания эффективности, и теперь получили отдачу от всех усилий. Проекты, которые прежде казались неподъемными или, как минимум, требовали много времени на реализацию, в новом формате ускорились в разы.

Следует отметить еще один аспект: в новой ситуации Банк России был вынужден ситуативно

реагировать на множество вводимых жестких внешних ограничений. Причем в отношении внутренних игроков эти ограничения в ряде случаев действовали даже более жестко. А так как инвестиционный продукт имеет трансграничную природу, то введение ограничений и контр-ограничений (в первую очередь, конечно, валютных)

стено не корректировались. После короткого периода неопределенности, когда работа всего рынка происходила в ручном режиме, были определены очертания текущих и будущих сложностей, а также точек роста.

Стало очевидно, что развивать продуктовую линейку мы будем с опорой на отечественную инфраструктуру.

Не секрет, что отечественная индустрия финтеха хорошо развита, входит в топ-3 лучших в мире. Наши технологичные наработки позволяют надеяться, что БКС прекрасно проявит себя на международном рынке именно в плане обслуживания иностранных клиентов.

сильно влияло на нашу работу.

Международная инфраструктура подверглась стрессу, поэтому приходится концентрироваться на восстановлении ряда линий, прежде работавших без проблем. Простой пример: через выходящих брокеров раньше можно было покупать любые акции в любой точке мира. Сейчас с этими брокерами нужно договариваться по-новому, потому что многие в принципе перестали обслуживать российских участников. При этом наш российский клиент может иметь иностранное гражданство, иногда даже многолетнее, но все равно в текущей ситуации он сталкивается с тем, что его возможности ограничены. А порой даже закрыты.

Нельзя не сказать и о том, что транзакционные издержки для всех участников выросли. Нужно пересоздавать многие участки инфраструктуры, придумывать новые схемы, многое менять.

— В условиях сильной турбулентности стратегию выстроить нельзя, приходится только постоянно реагировать на текущие изменения?

— Это не так. Изменениям и реактивным действиям подвержена была тактика, а вот стратегические планы суще-

При этом продолжим предоставлять клиентам возможность покупать акции международных компаний на pre-IPO. БКС — большая финансовая группа, с офисами в Лондоне, Нью-Йорке, Дубае, Йоханнесбурге, на Кипре. Мы приняли решение разводить периметры этих бизнесов, переводить каждый из них в относительно автономный режим. При этом некоторые международные офисы в текущих условиях стали для холдинга точками роста, и мы собираемся больше инвестировать в них и активно развивать. Раньше наш фокус был преимущественно на российский рынок: с БКС работали либо иностранцы, интерес которых связан с Россией, либо российские клиенты, торгующие как отечественными, так и западными бумагами. Сейчас мы все больше внимания уделяем иностранцам, предоставляя им экспозицию и сервисы, не связанные с Россией.

Также мы продолжаем верить в дальнейшее развитие финтеха. Не секрет, что отечественная индустрия финтеха хорошо развита, входит в топ-3 лучших в мире. Наши технологичные наработки позволяют надеяться, что БКС прекрасно проявит себя на международном

рынке именно в плане обслуживания иностранных клиентов.

— Раньше «БКС Мир инвестиций» давал клиентам со статусом квалифицированного инвестора возможность участвовать в pre-IPO. А что теперь?

— Этот сервис является нашей гордостью и теперь он, как никогда, актуален и востребован клиентами.

Западные рынки сейчас не в тонусе: NASDAQ упал на 30%, S&P — на 17%. Повышаются ставки, растет инфляция, оценки технологичных компаний падают. А вот акции тех компаний, которые наша команда выводила на размещение, подорожали. Не в последнюю очередь благодаря тому, что мы не гнались за количеством выпусков, а концентрировались на качественном подходе к выбору этих компаний.

Новое направление pre-IPO было запущено для квалифицированных инвесторов в середине прошлого года, за полгода было успешно проведено несколько сделок. Так как у нас достаточно жесткая многоступенчатая система отбора компаний, количество заключаемых сделок небольшое.

Зато мы предлагали клиентам не просто хорошие компании, а вишенки с верхушки торта. И вот результат: оценка компаний Acronis (компания-разработчик системных решений) и Vuju's (ведущая стартап-компания в области онлайн-образования в Индии) — повысилась; новые раунды предложения бумаг этих эмитентов проходят по более высокой цене. Но, прежде чем предложить акции инвесторам, мы тщательно следили за показателем burn rate. Он отражает, насколько быстро капитал, привлекаемый через стартап, трансформируется в выручку; насколько быстро компания растет в расчете на рубль привлечения. Отбирали для инвесторов проекты, которые эффективны именно по этому параметру и показывают опережающий рост.

Мы намеренно не шли на сверхвысокие риски, не стали заключать некото-





рые сделки, хотя могли заработать хорошие комиссионные. Главный целевой приоритет БКС — прибыль клиентов. И они ее получают. Наша методика отбора компаний на пре-ИРО показала достойные результаты.

— Каковы перспективы рынка ИРО и пре-ИРО?

— Считаю, что и в России, и в мире рынок ИРО в ближайшем будущем будет показывать невысокую активность. Оценки упали, инвесторам нужно время, чтобы переосмыслить новое состояние, привыкнуть. Ситуация должна стабилизироваться. Поэтому большого количества сделок в ближайшее время не ожидаем.

Но надо твердо понимать, что мир все равно живет в состоянии перехода к новому технологическому укладу. Он движется, развивается. Многие старые компании уходят, появляются и растут новые. И дело вовсе не в инфляции, не в иных экономических параметрах. А дело в том, что любые бизнесы развиваются и ориентируются на определенный образ жизни общества, а он меняется. Изменения касаются поведенческих моделей, люди переходят из одного формата мироустройства в другой, которого еще недавно не существовало. Простой пример: доставка продуктов совсем недавно не была особенно востребована, а сейчас

доставщика еды можно встретить на любой московской улице.

Те компании, которые успевают понять новый тренд и построить на этом свой бизнес, будут расти. И рано или поздно такие компании все равно выйдут на публичное размещение: по нашей оценке, уже через 2–4 года.

Сейчас уже появились компании, ориентированные на новые привычки и потребности людей, они являются хорошей возможностью для инвестиций.

Очевидно, что публичные рынки будут давать чуть большую доходность. Но все равно новые частные компании, которые еще не стали публичными, продолжают оставаться наиболее «горячими»

возможностями для инвестирования. Может быть, не прямо сейчас, а с небольшим лагом по времени.

Конечно, возникает очевидный вопрос, на какой стадии инвестору стоит вложиться в такую компанию. Инвестор может войти и на ранней стадии, но мы считаем, что риски отдельных покупок очень высоки. В такой класс активов лучше инвестировать через фонды, в которых будет собран широко диверсифицированный портфель. Тогда несколько победителей смогут компенсировать потери из-за тех компаний, которые не дойдут до выхода на публичный рынок.

Для розничного инвестора, по нашему мнению, вход в рамках рге-IPO, то есть на более поздней стадии, значительно снижает риск. Своим клиентам мы предлагаем продукты с более сдержанным уровнем риска, чтобы инвестор мог получить высокую доходность, но при этом его деньги были в сохранности.

И в моем представлении, покупать надо в момент, когда все дешевеет. На стабильном рынке суперхорошие сделки не совершаются. Да, можно легко ошибиться и не угадать дно. Но уже сейчас оценки бумаг многих эмитентов находятся на хороших уровнях. Поэтому «БКС Мир инвестиций» точно будет продолжать отбор перспективных компаний и предлагать их клиентам. Для этого у нас есть необходимая структура и мощнейшая экспертиза.

— В прошлом году ваш единый брокерский счет давал доступ к большому количеству биржевых площадок. Что сейчас?

— Наши клиенты по-прежнему имеют доступ к большому количеству площадок. Раньше это было абсолютно технологично, поскольку все операции были доступны на цифровых платформах. Сейчас же некоторые сделки можно совершать только по звонку брокеру — но мы считаем, что это временно. И работаем над тем, чтобы вернуть клиентам

прежние возможности торговать на разных площадках так же бесшовно, как раньше, и теми же инструментами, к которым они привыкли.

Доступ к международным площадкам снижает страновые риски инвестора. Так, российские акции в этом году подверглись достаточно серьезному давлению, как, впрочем, и облигации. Хотя я уверен, что на фоне инфляции, цен на commodities и других факторов российские бумаги очень хорошо себя проявят в относительно недалеком будущем. Достаточно для сравнения

Для розничного инвестора, по нашему мнению, вход в рамках рге-IPO, то есть на более поздней стадии, значительно снижает риск. Своим клиентам мы предлагаем продукты с более сдержанным уровнем риска.

посмотреть, как развивался фондовый рынок Ирана: на нем рост индексов в период наложенных на экономику страны санкций опережал и инфляцию, и изменения курсов иностранных валют. Во время таких шоков географическая диверсификация позволяет инвесторам чувствовать себя более спокойно и не поддаваться панике. И если часть активов заведена на другой рынок, не синхронизированный с первым, то это хорошо помогает диверсифицировать инвестиционный портфель и снизить возможные потери активов.

Научно доказано, что инвестиции, аллоцированные на количество рынков больше одного, показывают лучшую доходность, чем инвестиции, привязанные к одному локальному рынку. Причем у инвесторов часто существует предрасположенность (то, что называется bias) к определенному локальному рынку. Психологически не всегда комфортно инвестировать в незнакомые рынки и секторы.

Но это существенно повышает коэффициенты доходности в расчете на риск. Если и можно получить на рынке «бесплатный сыр», то только при диверсификации активов на классы и географической диверсификации.

Мы стремимся дать нашим клиентам возможность широкой диверсификации.

Как уже отмечал выше, в финансовую группу БКС входит несколько компаний с офисами в России и за рубежом. Соответственно, многие клиенты имеют возможность открыть счета

в иностранной компании. Для кого-то это комфортно.

— Неожиданно. Ведь кажется, что наш рынок сейчас пытаются сузить до локального.

— Да, отечественный рынок действительно пытаются ограничить до локального. Российские инвесторы в первую очередь будут опираться на отечественную инфраструктуру. Но локальная инфраструктура и экспозиция на международные рынки могут сосуществовать. Поэтому, в конечном счете, наши инвесторы смогут получать доступ на международные рынки.

«СПБ Биржа» предоставила российским инвесторам доступ на Гонконгскую фондовую биржу. Гонконг — довольно нейтральное государство. В ближайшее время наши клиенты в числе первых среди других брокерских компаний получат доступ к этой площадке. Мы предоставим максимум информации и лучшую на рынке экспертизу о торгуемых китайских активах, чтобы выбор

каждого клиента был осмысленным. Также предоставим инвесторам возможность покупать диверсифицированные инструменты, пользоваться аналитической поддержкой, получать финансовые продукты с хорошим соотношением риск/доходность. При этом брокерские компании через площадку Гонконга могут иметь экс-

Во время турбулентности клиенты предпочитают консервативные инструменты. Поэтому в ближайшее время мы планируем предоставить ряд простых продуктов, в частности, инвестиции в золото. Хотя я лично считаю, что сейчас очень хорошее время как раз для увеличения рисковозой составляющей.

позицию на Европу и Америку. Таким образом, российские инвесторы скоро смогут безопасно с точки зрения структуры и юрисдикции инвестировать на тех рынках, которые им интересны. Современный мир не ограничен несколькими странами или даже блоками стран. Я в этом отношении достаточно оптимистичен.

— Но сегментация на блоки все-таки будет происходить ...

— Она уже произошла. Но я по натуре глобалист. Мне нравится мир без границ. Поэтому надеюсь, что маятник, который сейчас качнулся в сторону фрагментации, в какой-то момент начнет движение обратно.

С другой стороны, наличие границ открывает довольно много возможностей локальным инвесторам. Проблемы одних групп конвертируются в возможности для других. Многие наши клиенты хорошо заработали, причем не только на открытии торгов (как вы знаете, значительную часть марта торги на Московской бирже не проводились). Текущая ситуация в принципе предоставляет много неожиданных возможностей. Благодаря тому, что у БКС разветвленная инфраструк-

тура, у наших клиентов есть способы этими возможностями пользоваться и хорошо зарабатывать.

— Клиент брокера все-таки должен быть активен?

— Совсем не обязательно. Брокерские комиссии составляют менее трети наших доходов, в то время как зависимость других игроков от комиссий

очень велика и может составлять две трети от общего дохода. Еще в прошлом году мы отменили комиссии за покупку ценных бумаг и валюты на тарифе «Инвестор», а недавно продлили срок действия этой акции до осени. Мы не вводили никаких новых комиссий, не поднимали текущие и не планируем этого делать. Брокерская комиссия в принципе не составляет основу нашего заработка.

Первыми эту философию выработал ряд крупных западных брокеров: Charles Schwab, Who Trades. Суть подхода состоит в выстраивании долгосрочных отношений с инвестором, в том числе за счет предложения ему дополнительных услуг и других финансовых продуктов. Не обязательно фокусироваться на высоких комиссиях. Овертрейдинг (когда клиент часто делает сделки и много платит) на короткой дистанции позволяет брокеру зарабатывать вроде бы больше. Но с таким брокером клиент остается, как правило, недолго. Простой подсчет выявляет, что долгосрочные взаимовыгодные отношения приносят больше выгоды. Это почти как длительное получение ренты сравнительно с разовым выигрышем.

Соблазн заработать много за один раз присутствует всегда. Но БКС этим давно переболел. Сегодня, к примеру, на нашем маркетплейсе Fintarget (площадка с инвестиционными стратегиями, любую из которых клиент может подключить в формате автоследования) — комиссионный доход самый низкий на отечественном рынке.

Мы наблюдаем рост спроса инвесторов на услугу, в том числе за счет глубокой экспертизы авторов наших стратегий и высокого качества самих стратегий. Важно отметить, что у нас установлены высокие критерии к выбору стратегий. Если раньше их количество на витрине было около 100, то сейчас осталось 25. Мы отсекаем стратегии, которые не приносят клиенту прибыль.

Если мы посмотрим на доходность работающих стратегий, то, например, «Дивидендная корзина БКС» отлично показала себя на падении рынка: ее результат на 20–25% лучше рынка. Другая стратегия, Hedge Fund, оказалась на 30% лучше рынка после открытия биржи в марте. То есть когда весь рынок упал где-то на 37–38%, наши клиенты практически не почувствовали этого падения на себе.

Таким путем идут все маркетплейсы. Рано или поздно безопасность клиентов становится важнее многих других параметров. Вот, скажем, тот же AliExpress: если какой-то недобросовестный участник, работающий на этой площадке, причиняет убыток покупателю, то интернет-магазин его компенсирует, потому что репутация дороже. Текущая реальность подтвердила правильность такого подхода. Именно таким путем, кстати, создаются стандарты профессиональной деятельности. Сначала идет выработка подходов, потом практика, затем осмысление практики и обмен передовым опытом, а затем сотрудничество с регулятором и СРО.

В итоге наработанные подходы становятся правилами для всех участников:

индустрия получает правильные, рабочие стандарты.

— Какие направления в инвестировании стали более востребованы клиентами, что поменялось с февраля 2022 года?

— Наш Fintarget, например, в 2021 году рос очень высокими темпами. Клиенты оценили его преимущества, когда увидели, сколько заработали. Направление pre-IPO росло примерно теми же темпами. Все это было до периода сильных стрессов.

В настоящий момент к нам идет большой приток инвесторов, причем большинство нацелено на классический брокеридж.

Во время турбулентности клиенты предпочитают консервативные инструменты. Поэтому в ближайшее время мы планируем предоставить ряд простых продуктов, в частности, инвестиции в золото. Хотя я лично считаю, что сейчас очень хорошее время как раз для увеличения рисков составляющей.

— Верно ли я поняла, что сейчас «БКС Мир инвестиций» концентрируется на том, чтобы в новых, более сложных условиях дать клиентам прежний высококачественный сервис?

— БКС — компания, которая традиционно концентрировалась на инвестиционных продуктах. Их производство входит в нашу ДНК. Нынешние условия, конечно, что-то меняют, но преимущественно на внешнем уровне. Если проводить аналогии, то в результате воздействия среды у человека может измениться, скажем, состояние эпителия, но цвет его глаз в любых условиях не поменяется.

Нашими прорывными направлениями являются pre-IPO, маркетплейс инвестиционных стратегий Fintarget. В этот же ряд можно поставить консультационный брокеридж (мы имеем традиционно мощную аналитику и глубокую экспертизу партнеров международного уровня). И не собираемся на этом останавливаться.

— Расскажите, как в текущих условиях ведут себя инвесторы, как вы их сегментируете?

— Все клиенты ведут себя по-разному. Давно известно, что происхождение денег сильно влияет на инвестиционное поведение. Человек, который всю жизнь жил на зарплату, не умеет брать риск. Он склонен сбергать, очень болезненно реагирует на потери. Пережив потерю активов один раз, может принять решение уйти с рынка вообще. Тогда как человек, организовавший собственный бизнес, ведет себя как инвестор абсолютно иначе.

— Это две базовые модели?

— Нет, спектр моделей достаточно широк. Тем не менее, есть определенные паттерны, они изучены специалистами, о них написаны книги. Активные люди более склонны к риску. В моменты кризисов они могут действовать импульсивно, покупают очень агрессивно. Однако это не является правильным подходом к инвестированию. Надо иметь финансовый план и действовать в соответствии с ним. Нужно заранее прогнозировать стрессы и аллоцировать на риск то количество активов, потеря которых не будет болезненной.

Я работаю в инвестиционной отрасли с 2001 года. Сейчас рынок переживает очень серьезный стресс. Но этот стресс не первый; последним он тоже, скорее всего, не будет. Кризисы абсолютно разные. Но относительно перспектив фондового рынка достаточно уверенно можно утверждать следующее — человеческий гений постоянно продуцирует новые идеи. Эта работа приводит к тому, что оценка человеческого труда в форме стоимости акций растет. И будет расти в дальнейшем.

Например, японский финансовый рынок много лет переживает стагнацию. Но если мы учтем, что инфляция там долгое время отрицательная, добавим в подсчет доходности по бумагам, выплачиваемые инвесторам дивиденды, то увидим, что даже этот рынок показывает позитивную динамику реальной доходности. Текущий кризис, несмотря на всю его глубину, не является поводом

уходить с фондового рынка. Это, скорее, повод задуматься о том, что инвестирование является плановой работой. Инвестор должен знать, какой у него риск-профиль; какая концентрация на рисковом капитале является для него приемлемой. На следующем шаге нужно выработать план. В этом инвестору могут помочь профессионалы рынка — финансовые советники или персональные брокеры.

И если действовать в соответствии с продуманным планом, то любой стресс будет менее болезненным. Стресс преодолим, а любое движение рынка можно обернуть в новые возможности. ■



Людмила Пантелеева
директор эндаумент-фонда «Филантроп»

Платформа для хорошего

В России есть все возможности для развития решений, способствующих трансферу частного капитала в благотворительность

Людмила Пантелеева, директор эндаумент-фонда «Филантроп», рассказывает Ирине Слюсаревой о том, каким образом частные инвестиции способствуют увеличению общественного блага. А также объясняет преимущества зонтичной структуры и готовой платформы по сравнению с привычными моделями благотворительности.

Фотографии Фонд «Филантроп»

— Людмила, по каким соображениям было принято решение создать фонд «Филантроп» и в чем состоит концепция фонда?

— Позволю себе ответить без ложной скромности. Наше решение — новаторское. Как многие другие компании, мы наблюдаем за глобальными трендами и оцениваем, какие из них могут быть успешно реализованы в нашей стране.

Мы видим, что на западе последние несколько лет услуги и решения в сфере частной филантропии — активно растущий сегмент. Причем именно готовые решения наряду с полным сопровождением все больше завоевывают интерес клиентов, позволяя им не только упростить передачу средств на благотворительность, сохраняя при этом необходимый контроль и степень вовлеченности, но и

приумножать такие активы за счет инвестирования и эффективного администрирования в целом.

В России тоже есть те, кто хотел бы через филантропические инициативы и социальные инвестиции способствовать увеличению общественного блага. Но в настоящий момент филантропический инструментарий, имеющийся в нашей стране, уступает подобному инструментарию западного мира. Мы подумали, что нужно и у нас создавать готовые филантропические решения. Так появился зонтичный эндаумент-фонд «Филантроп» и инфраструктура вокруг него как полностью готовая платформа для тех, кто хотел бы действовать в нише филантропии осмысленно, системно, долгосрочно.

Вообще, тут стоит отметить, что мы живем в особенное время, которое в мире называ-

ют «золотым веком» филантропии. Неоспоримым доказательством этого эксперты считают тот факт, что большинство (а точнее, три четверти) всех благотворительных фондов в мире создано за последние 20–25 лет, а сама сфера превратилась в мощный по масштабам и значению институт с внушительными активами (порядка 2 трлн долларов), которые оказывают влияние на глобальные финансы в целом.

Столь бурное развитие благотворительности не в последнюю очередь связано с беспрецедентным за всю историю мирового богатства накоплением частного капитала: за последние 20 лет его объем вырос в разы. А также с тем, что предсто-

Мы живем в особенное время, которое в мире называют «золотым веком» филантропии. Неоспоримым доказательством этого эксперты считают тот факт, что большинство (а точнее, три четверти) всех благотворительных фондов в мире создано за последние 20–25 лет.

ящие десятилетия станут эпохой глобального трансфера капитала следующему поколению. Специалисты прогнозируют, что в рамках этого процесса около половины наследуемых денег может быть передано не в руки потомков, а благотворительным организациям. Отчасти это уже происходит и выражается в исторически рекордных пожертвованиях в адрес фондов и институций по всему миру. Стоит отметить, что эндаумент как инструмент в этих процессах играет особую роль: пожертвования поступают именно в эндаументы, закрепляя долгосрочные благотворительные цели щедрых доноров.

Анализируя эти тренды, мы создали наше решение в формате инструмента, способствующего трансферу частного капитала на благотворительные цели. Процессы накопления частного капитала активно шли и в России, а эндаумент — единственный «законодательно оформленный» инструмент, существующий для длинных активов в отечественной благотворительности.

В прошлом году концерн «Россиум» принял решение о запуске продукта, основой которого является эндаумент-фонд; а платформа фонда, в свою очередь, ориентирована на неограниченное число участников и имеет зонтичный формат. Точнее, представляет собой фонд фондов. Мы создали не только сам зонтичный фонд, но выстроили комплексное решение, которое позволяет максимально быстро и просто создать собственный эндаумент. Это может быть именно капитал для поддержки любимого музея, фонда, школы, или даже корпоративный эндаумент компании. При этом не придется обременять себя ни учреждением, ни дальнейшим содержанием отдельного юридического лица (как этого

требует законодательство), ни другими вопросами, включая поиск узкой экспертизы. Вы доверяете все вопросы сопровождения и администрирования опытным специалистам-практикам, получая взамен, по сути, альтернативу собственному фонду, существенную оптимизацию усилий и экономию средств, а также контроль ваших активов и беспристрастное соблюдение интересов на всем пути: от поступления средств в фонд до момента, когда они будут израсходованы на обозначенные благотворительные цели.

— Итак, ваш эндаумент-фонд учрежден холдинговой структурой. Эта структура не имеет отношения к культуре, образованию и науке, хотя в принципе эндаумент как таковой имеет целью помощь, как правило, именно в этих сферах. И в этом состоит его отличие, верно? — Верно, но основное новаторство мы видим в уже упомянутом зонтичном формате и, как следствие, возможности создать не один, а неограниченное количество эндаументов в любой из возможных сфер в рамках одного фонда; в готовой инфра-

структуре — от открытия счетов до инвестирования; в полном сопровождении по всему спектру вопросов, и, конечно, в максимальном доступе к контролю со стороны филантропа на любом из этапов управления его активами. Все это стало возможным, в том числе, потому, что впервые в нашей стране подобного рода решение создано в периметре крупной холдинговой структуры с собственной широкой инфраструктурой и глубокой экспертизой в различных отраслях.

Сейчас практически все существующие в России эндаументы (за единственным исключением) созданы для поддержки конкретных организаций, либо одной или нескольких сфер. Мы, создавая свое решение, включили в него все сферы, в которых сегодня в России могут создаваться эндаументы, и все направления благотворительности. Таким образом, участники нашего решения могут максимально диверсифицировать свои филантропические интересы.

— На кого ориентировано ваше решение? Кого вы видите в качестве своей аудитории? — Организации, уже имеющие эндаумент, прямой нашей аудиторией не являются. Но если они захотят прийти на нашу платформу, мы можем быть им полезны. Они смогут использовать нашу площадку, скажем, как инструмент дополнительного продвижения своей организации или отдельного проекта, как еще один публичный канал для фандрайзинга.

Наша «якорная» целевая аудитория — частные лица. Возможно, у них уже есть опыт благотворительности и теперь они готовы сделать более фундаментальный шаг — создать «вечный» капитал для поддерживаемой организации, а заодно и привлечь более широкое внимание к значимым для них темам. Или же создателями могут быть новички в сфере благотворительности, которым сопровождение и готовая механика позволили бы быстро погрузиться и реализовать задуманное. Здесь также могут встретиться единомышленники, которые займутся, например, финансированием конкретного благотворительного кейса. И если наша платформа



станет местом такой встречи и синергии, мы будем считать, что движемся в правильном направлении.

В общем, под нашим «зонтиком» могут собираться участники, мотивы которых могут быть разными. Кто-то находится в поиске партнеров по проектам, кому-то хочется оптимизировать расходы на благотворительность, а кто-то стремится избежать погружения в организационные хлопоты. Но всех их объединяет общая цель — стремление помогать другим профессионально и устойчиво, делать свой вклад в развитие комфортной среды и приносить пользу тому обществу, где сами они смогли стать успешными.

Исходя из этих соображений, мы реализовали еще одну полезную опцию — комплекс услуг полного сопровождения. Сегодня российская эндаумент-индустрия еще остается довольно узкой нишей, в которой трудности создания новых фондов подчас связаны с отсутствием достаточно широкой и достаточно прозрачной практики. Всю многообразную экспертизу (юридическую, финансовую, организационную) мы «зашили» в комплексное сопровождение. Это позволяет учредителям эндаументов использовать ресурсы осознанно и грамотно. Часть нашего комплексного решения, связанную с инвестированием, взяла на себя одна из крупнейших управляющих компаний на российском рынке — УК «Регион Эссет Менеджмент». Ее более чем 20-летний опыт по управлению активами институциональных клиентов особенно важен. В целом такая комбинация возможностей и глубокой экспертизы нам видится очень полезной.

— **Может быть, люди ищут, в том числе, возможности сохранить свои благотворительные цели при наследовании?**

— За рубежом очень популярна история, когда через эндаумент передаются пожертвования по завещанию. В России такая практика пока совсем не применяется, но единичные обращения возникают. В частности, клиенты уже интересовались возможностями интеграции наших решений в свои наследственные истории. Возможность завещать наследство благо-

творительному фонду, безусловно, имеется. Но вопрос заключается в создании такого механизма, в котором благотворительные средства будут использованы долгосрочно и целевым образом, то есть, по сути, будет обеспечен механизм независимого контроля вне жертвователя. С этим как раз поможет справиться эндаумент. В частности, такие решения, как наше — где репутационные и иные риски зависят от соблюдения интересов не одного, а многих участников.

Такая практика востребована обществом и, думаю, будет развиваться.

Но мы рассчитываем, что люди будут создавать именные эндаумент-капиталы и при жизни. Кстати, для создания именной благотворительной структуры есть два маршрута. Первый — создание именного фонда, что недешево и трудозатратно. Второй маршрут, который предлагаем мы (имеющий несопоставимо более низкие издержки), — создание именного эндаумента в нашей готовой структуре. Можно, конечно, создать свой эндаумент-фонд. Но повторюсь, тогда неизбежно придется столкнуться с необходимостью создавать юридическое лицо, что, в свою очередь, влечет за собой трату различных ресурсов: сил, времени, денег. Через работу на нашей платформе можно оптимизировать и расходы, и усилия. Закон позволяет брать определенный процент от пожертвований на организационные расходы, так мы получаем плату за сервис и возможность работать на нашей платформе, плюс возникает комиссия за управление активами. Но даже совокупно эти издержки в разы меньше, чем создание собственной структуры и ее ежегодное содержание.

И хотя пока в нашей стране не так много именных фондов в принципе, не говоря уже о частных эндаументах, но постепенно они появляются. Для частного донора это правильный и надежный способ реализовать и длительно поддерживать личные ценности и собственные филантропические интересы. — **Ваша идея — новаторская для российского рынка, а для западного?**

— На западе такие решения есть. Мы, безусловно, анализировали, как они работают, насколько эффективно помогают людям заниматься филантропией. Существуют, например, так называемые фонды, рекомендуемые донорами — DAFs. Если чуть более понятно, то это условно благотворительные инвестиционные счета. Они появились в Америке и именно там получили свое мощное развитие и продолжают активно занимать свою нишу среди других инструментов. Многие эксперты считают их самым ярким явлением в мире филантропии за последние 20 лет.

DAF — готовое решение, созданное через некоммерческую организацию (такая же конструкция, как наша). Самые крупные по объемам DAF существуют в периметре бизнес-структур, где есть собственная экспертиза по управлению активами клиентов, потому что средства, поступающие в DAF, подлежат обязательному инвестированию. Как и в нашем случае, активы DAF — это пожертвования, то есть безвозвратные вклады. В качестве пожертвований можно передать не только денежные средства, но и ценные бумаги. Например, донор, владеющий пакетом акций Amazon.com, может передать этот актив на баланс DAF (поддерживающего, скажем, школу) и немедленно вычесть полную стоимость пожертвования из своей налоговой облагаемой базы. Если бы донор хотел поддержать школу другим путем, ему пришлось бы продать акции, заплатить с этой суммы налог на прирост капитала от продажи, и лишь затем пожертвовать школе оставшиеся деньги. Безусловно, налоговые вычеты для тех, кто использует DAF, являются существенным стимулом, который установлен государством. В нашей стране налоговый вычет для жертвователя в эндаумент-физического лица также существует.

В целом мы построили аналогичную структуру, но использовали российский законодательный инструментарий.

Как и в случае с DAF, от филантропа-донора требуется самый минимум усилий: определиться с объемом средств,

направляемых на благотворительность, и с конечными получателями. Все остальные организационные вопросы лежат на организации, ведущей благотворительные счета — в нашем случае, на фонде «Филантроп».

Как уже упоминала, DAF стали активно развиваться только с приходом туда крупных финансовых институций, — в частности, глобальных управляющих активами. В результате этого прихода DAF получили профессиональную финансовую экспертизу, возможность осуществлять полный контроль благотворительных средств и использовать уже имеющиеся клиентские базы и каналы. В результате возник мощный синергетический эффект. По сути, эндаумент-фонд «Филантроп» — это российский DAF.

— Как устроено управление фондом?

— В России эндаумент-фонды, они же фонды целевого капитала, существуют в формате некоммерческих организаций и регулируются отдельным федеральным законом о целевом капитале № 275. Поэтому, являясь некоммерческой организацией, мы организованы в соответствии с законодательным регулированием в этой сфере. У нас есть высший коллегиальный орган — Совет Фонда, есть исполнительная дирекция и есть Попечительский совет. Здесь мы не отличаемся от некоммерческих организаций. Но, помимо того, что мы некоммерческая организация, мы еще являемся ее особым, специализированным форматом (в соответствии с упомянутым федеральным законом). И это дает нам возможность для каждого эндаумента (целевого капитала) учреждать отдельный совет, чтобы обеспечить нашим клиентам-филантропам возможность непосредственного контроля и участия в принятии решений сформированных ими эндаументов.

Если говорить об органах управления, то понятно, что в них следует приглашать специалистов, обладающих глубокими компетенциями в некоммерческой, в финансовой сферах, в области инвестирования, доверительного управления. Нам таких людей удалось получить. В состав всех

органов управления нашего фонда входят топ-менеджеры, имеющие высокий авторитет в сферах своей деятельности. В том числе, люди, стоявшие у истоков становления эндаумент-индустрии в России. Это важный, как мы считаем, критерий, способный генерировать доверие к нашему проекту.

— Западные финансовые рынки сейчас закрылись для российских структур. Это что-то поменяло для вашего фонда?

— В федеральном законе № 275 есть отдельная статья, которая посвящена инвестированию средств эндаументов. Законодатель изначально определил для фондов нашего формата широкий спектр инструментов инвестирования и без какого-либо ограничения долей в зависимости от классов активов. Среди доступного инструментария — практически все инвестиционные возможности финансового рынка.

Политика нашей управляющей компании в части эндаументов не была связана с инвестированием в иностранные ценные бумаги, поэтому текущая ситуация не является для нас барьером.

Что касается в целом перспектив рынка эндаументов, то, начиная с периода пандемии, к текущему моменту отмечается всплеск интереса к этому инструменту. Для примера, за эти 2 с небольшим года создана четвертая часть всех эндаумент-фондов, учрежденных в нашей стране с момента вступления в действие профильного закона в 2007 году, то есть за 15 лет. Прирост активов эндаументов в 2020 и 2021 годах — составил 20% и 26% соответственно.

А в целом за последние 10 лет количество российских эндаумент-фондов выросло более чем в 2,5 раза, а объем фондов увеличился в 9 раз.

Для экспертов все это выглядит вполне закономерным. Как только ситуация усугубляется и финансирование сжимается либо прекращается вовсе, начинается поиск нового инструментария и дополнительных возможностей со стороны тех, кто привлекает средства

(неважно, инвестиционные, или филантропические). Эндаументы тут выступают одним из альтернативных инструментов, хотя, конечно, идеально, когда они создаются до кризиса. Теперь же текущая ситуация, начиная с 2020 года, в определенной степени служит триггером развития рынка.

Нынешний год стал юбилейным для отрасли эндаументов. С момента появления таких капиталов в нашей стране прошло 15 лет. И я считаю, что это важный рубеж, в каком-то смысле развилка, где могут быть определены новые векторы дальнейшего развития, продиктованные, в том числе, текущей ситуацией. Ведь потребность в новых технологичных решениях для вовлечения частного капитала в решение социальных задач будет только нарастать.

Сам рынок эндаументов созрел для подобных форматов, упрощающих вход, удешевляющих стоимость операций, генерирующих новые способы совместного участия. В этом отношении мы находимся в тренде экономики совместного пользования и, таким образом, попадаем в историю, которая будет только наращивать актуальность.

— Что можно считать моментом старта фонда?

— Мы уже стартовали. В прошлом году зарегистрировали фонд, вели организационную работу по созданию комплексной инфраструктуры и подготовку к выходу на рынок, и даже в этой «тихой фазе» получили первые эндаументы на нашу платформу. Сейчас рассчитываем на определенную масштабируемость.

При этом, конечно, мы видим, что наше решение в каком-то смысле опережает спрос. Нам предстоит его отчасти и формировать, поэтому обязательным элементом нашей деятельности будет популяризаторская экспертная работа.

А вообще хотелось бы представить, что однажды мы создадим «моду» на такого рода решения. И увидим отечественных Нобелей и Гарвардов, преобразующих свои благотворительные активы в вечные капиталы. ■

Инвестиции + патриотизм

МАТЕРИАЛЫ СЕССИИ «РОССИЙСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК И ИНДУСТРИЯ КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В УСЛОВИЯХ МЕЖДУНАРОДНЫХ САНКЦИЙ: АДАПТАЦИЯ И РАЗВИТИЕ»

Фотографии Сергей Ермохин

Участники сессии: Лариса Селютина (директор департамента инфраструктуры финансового рынка Банка России); Ольга Шишлянникова (директор департамента инвестиционных финансовых посредников Банка России); Владимир Кириллов (генеральный директор «ТКБ Инвестмент Партнерс»); Ирина Кривошеева (председатель правления, генеральный директор УК «Альфа-Капитал»); Сергей Титов (директор департамента денежного рынка ПАО Московская Биржа); Екатерина Черных (председатель комитета НАУФОР по ЗПИФ).

Модератор (Алексей Тимофеев, президент НАУФОР).

Алексей Тимофеев. Уважаемые коллеги, дорогие друзья, рад вас приветствовать в Санкт-Петербурге, где мы собрались, чтобы поговорить об одной из важнейших отраслей финансового рынка — коллективных инвестициях.

Отрасль с 2017 года последовательно, а в течение последних трех лет бурно развивалась, и к моменту начала событий, которые сейчас переживает финан-

совый рынок, нам было чем гордиться в том, чего мы добились, развивая эту индустрию, открывая интерес к ней розничных инвесторов.

В своих объемах она превзошла индустрию негосударственных пенсионных фондов. По количеству инвесторов в розничном сегменте она сопоставима с индустрией брокерских услуг. Индустрия закрытых паевых инвестиционных фондов тоже развивалась и развивалась стремительно. В течение только 2021 года эта часть индустрии увеличилась на 44% по стоимости чистых активов.

Обстоятельства, в которых финансовый рынок проводит начало этого года, беспрецедентны и травматичны для всех отраслей финансового рынка. Все отрасли — и брокеры, и коллективные инвестиции/управляющие ценными бумагами, и в какой-то степени негосударственные пенсионные фонды — проходят испытание.

Есть относительно стабильный сегмент закрытых паевых инвестиционных фондов (это значи-



тельная часть индустрии коллективных инвестиций) и испытывающий довольно большие испытания сектор розничных паевых инвестиционных фондов.

Безошибочным локомотивом развития финансового рынка была возможность доступа инвесторов к иностранным финансовым инструментам. Теперь это стало проблемой для как брокеров, так и для паевых инвестиционных фондов, инвестировавших в иностранные финансовые инструменты. Именно они оказались наиболее уязвимыми для тех санкций, которые были приняты в отношении иностранных финансовых инструментов. Давайте поговорим об этом обо всем.

Я бы хотел отдать должное тому, насколько аккуратно и в каком тесном взаимодействии с индустрией действует в настоящее время Центральный банк. Усилия, которые всеми нами совместно прилагаются для нормализации ситуации, исключительно аккуратно и эффективно, на мой взгляд. Но индустрии есть что еще предложить нашему регулятору, давайте этой возможностью воспользуемся.

Ольга, я бы попросил тебя выступить и рассказать о том, как вы видите происходящее на рынке, его проблемы и пути выхода, меры, которые предпринимались и которые еще предстоит предпринять.

Ольга Шишляникова. Добрый день коллеги! Я хочу поделиться цифрами, которые говорят о состоянии рынка в целом.

Итак, что произошло за начало этого года. По-прежнему убывают управляющие компании: всего убывших было три с начала года, из них только одна — за нарушения, две других ушли самостоятельно.

Появились шесть новых управляющих компаний. Правда, здесь скорее имела место реструктуризация бизнеса, а не новые игроки, которые пришли на рынок в этот период.

Имеет место прирост количества паевых инвестиционных фондов, с начала

года на май месяц было 132 паевых инвестиционных фонда, из них 118 — для квалифицированных инвесторов.

В период февраль-март не было создано ни одного паевого инвестиционного фонда для неквалифицированных инвесторов. С апреля история возобновилась: в апреле появился один такой фонд, в мае — три. Но видим, что индустрия очень сильно просела. Я так понимаю, управляющие компании пытаются определиться с тем, что они могут теперь предложить инвесторам, для того, чтобы привлечь их на рынок.

На мой взгляд, времени прошло достаточно, и должны были уже появиться бизнес-решения относительно того, что могло бы стать инвесторам интересно теперь. Ни в коей мере не настаиваю. Но казалось бы, что в ситуации, которая сложилась на рынке сейчас, интересны денежные фонды, фонды на драгметаллы, которые позволяют каким-то образом защититься. Исходя из общения с разными инвесторами (в основном моими знакомыми), думаю, могла бы сыграть патриотическая тема. Рекомендую всем подумать над этим, такой запрос у инвесторов есть.

Мы видим, что стоимость чистых активов сильно просела: в целом по рынку — на 5,1%. Печально в этой цифре то, что большая ее часть — потери розничных инвесторов. По фондам для розничных инвесторов проседание в среднем на 16,4%. К сожалению, именно те фонды, которые регулятор рекомендовал неквалифицированным инвесторам как инструмент, с которого надо бы начинать инвестировать — открытые паевые инвестиционные фонды и биржевые паевые инвестиционные фонды — просели даже больше.

Мне было бы очень интересно от рынка узнать причину того, что проседание фондов для квалифицированных инвесторов оказалось значительно ниже, они просели всего на 2,6%, плюс они более капитализированы.

Одну причину видим: регулятор сам разрешил не переоценивать стоимость чистых активов, то есть брать стоимость бумаг по той цене, по которой они приобретались, либо по цене до начала кризиса. Но это все равно не про весь рынок, и не только это стало причиной того, что фонды для квалифицированных инвесторов оказались более устойчивыми.

Структура активов паевых инвестиционных фондов практически не изменилась. И, несмотря на все мои призывы, начиная с марта месяца, количество иностранных ценных бумаг в портфелях паевых инвестиционных фондов не сократилось. Ну, это выбор доверительного управляющего. Наверное, под этим есть какая-то логика, и хотелось бы эту логику услышать.

Что еще? Беспрецедентная, никогда такого не было, приостановка операций с паями. На 31 марта, дату получения отчетности, увидели самое большое количество паевых инвестиционных фондов, приостановивших операции с паями — 44% фондов, причем это фонды для неквалиинвесторов. В основном это открытые биржевые паевые инвестиционные фонды: все те же фонды, которые регулятор рекомендовал розничным инвесторам. Но да, это была обоснованная приостановка. Сам регулятор давал рынку сигнал относительно того, что, поскольку нет возможности рассчитать стоимость активов, то, наверное, справедливо приостановить эти операции для всех пайщиков и дождаться определенности для того, чтобы все были в равных условиях.

С конца марта видим положительную динамику.

Сейчас не торгуются 29% фондов, не обращают их паи. Это 159 паевых инвестиционных фондов, подавляющее большинство из них имеет в составе значительное количество иностранных ценных бумаг, по которым по-прежнему наблюдается большая неопределенность. У некоторой части фондов возникли,

я бы сказала так, определенные логистические проблемы. Пока мы не видим злоупотреблений со стороны управляющих компаний: все случаи, когда фонды не возобновили обращение паев, вызваны объективными причинами. Поэтому пока констатируем, что 29% фондов не могут сейчас воспользоваться своими инвестициями. Это три с лишним миллиона пайщиков, что, конечно, печально.

На основании опроса среди управляющих компаний мы посчитали стоимость заблокированных активов: она составляет (по фондам как для неквалифицированных инвесторов, так и для квалифицированных) 379 млрд рублей.

Это меньше 1% от стоимости чистых активов (которые составляют больше 6 трлн рублей). Но при этом в тех фондах, где находятся заблокированные активы, — 2,7 млн пайщиков.

Меры поддержки, принятые регулятором, были теми же, которые мы использовали в период коронавирусной инфекции, с небольшими вариациями. Управляющие компании этими мерами пользуются.

60 паевых инвестиционных фондов сейчас не представляют специализированным депозитариям нулевые выписки, и Банк России за это не применяет меры воздействия.

Более 30% от всех управляющих компаний воспользовались предоставленной возможностью не раскрывать на сайтах ту или иную информацию. Мы надеемся, что эта история не затянется, просим этой мерой пользоваться дозированно, когда это остро необходимо. Чтобы сохранить достижения по прозрачности рынка, к которым мы шли не один десяток лет.

Следующая мера поддержки — возможность фиксации стоимости активов для закрытых паевых инвестиционных фондов для квалифицированных инвесторов. Ей воспользовались 50 управляющих компаний и 230 закрытых паевых инвестиционных фондов. Возможно, это дало какую-то стабильность.

Регулятор ограничил меры воздействия за нарушение лимитов концентрации и ликвидности. Мы опять же считаем, что управляющие компании, принимая решение о том, надо или не надо нарушить установленный лимит, будут подходить взвешенно и нарушать его только в силу острой необходимости. Мы все равно вернемся к этим лимитам, когда рынок адаптируется: соответственно, участникам надо думать о том, стоит ли от них отходить.

Одна управляющая компания стала денежные средства учитывать в аффилированных кредитных организациях.

Еще одна мера поддержки: Банк России разрешил управляющим компаниям проводить общие собрания владельцев паев с целью внесения изменений в правила доверительного управления с нарушением сроков в сторону сокращения, чтобы можно было оперативно принимать необходимые изменения в правила и оперативно реагировать на новые вызовы.

Помимо этого, через правительственную комиссию регулятор ввел три общих разрешения для управляющих компаний, работающих с паевыми инвестиционными фондами. Разрешили российским управляющим компаниям совершать как биржевые, так и внебиржевые сделки, без ограничений и без разрешений. Разрешили в полном объеме и без ограничений совершать операции с паевыми инвестиционными фондами, где есть пайщики – иностранные лица (как юридические, так и физические). Но при этом написали соответствующее письмо и обращаем еще раз ваше внимание на то, что совершение операций с имуществом фонда не означает освобождения от соблюдения указов в отношении исполнения обязательств перед пайщиками-нерезидентами. В «полный рост» Указы Президента РФ 95 и 81 применяются к операциям с паями, которые совершают пайщики-нерезиденты с управляющей компани-

ей: это и выдача, и обмен, и погашение паев, выплата доходов по паям. Не забывайте про это.

Ну, и мера, которая, как мне казалось, должна было способствовать снижению в составе паевых инвестиционных фондов иностранных ценных бумаг — это разрешение совершать сделки по продаже иностранных ценных бумаг недружественным нерезидентам, за пределами Российской Федерации, с обязательством заведения средств, полученных от продажи, на территорию Российской Федерации.

Поверьте, получать разрешение правительственной комиссии — не тривиальная задача. Филипп Георгиевич [Габуня] там убеждает людей, далеко не все из которых знают о том, что такое паевые инвестиционные фонды и финансовый рынок в целом, что это пойдет на пользу инвесторам и ни в коей мере не способствует выводу активов за пределы Российской Федерации. Поэтому я рада, что это понадобилось.

Из последнего. Чтобы запустить биржевые паевые инвестиционные фонды, в которых есть иностранные активы, но которые в основной своей части не заблокированы, мы пересматривали подход к тому, как должен рассчитываться iNAV и как маркетмейкеры должны выполнять свои функции на биржевом рынке. Мы предусмотрели для биржи возможность изменения периодичности расчета, заменив его с 15 секунд на 30 минут.

В целом хотела бы сказать, что еще из той жизни мы продолжили и завершили реализацию ключевых изменений в закон об инвестиционных фондах. Мы приняли и со второй попытки зарегистрировали в Минюст требования к правилам доверительного управления, здесь видим интерес инвесторов.

Мы второй раз идем в Минюст за регистрацией изменений в документ о составе и структуре активов, где тоже есть определенные (позитивные, с нашей точки зрения) для рынка изменения.

Мы подготовили и получили от рынка замечания и предложения в проект нормативного акта по требованию к проведению общих собраний владельцев паев. Давно назрела необходимость дистанционного проведения общих собраний. Акт практически готов. Мы в ближайшее время его рассмотрим на КФН (коэффициент финансовой независимости), утвердим и отправим на регистрацию в Минюст. Думаю, что это для рынка тоже будет полезным.

Обсуждалась концепция, что делать с заблокированными активами, содержащая предложение разделения на два фонда: один — со свободными активами, второй — закрытый паевой инвестиционный фонд с заблокированными активами. Концепция движется. Мы собирали необходимую информацию для обоснования Совету директоров необходимости проведения такой реформы. Надеемся, что до конца июня соответствующие изменения будут приняты решением Совета директоров.

Мы по-прежнему занимаемся надзором, хотя не всегда применяем теперь меры воздействия. Хочу обратить внимание на некоторые из них.

Первое, связанное с кризисом, обстоятельство. Была уверена, что все управляющие компании и специализированные депозитарии, которые учитывают паевые инвестиционные фонды, при погашении используют механизм, похожий на поставку против платежа. Выяснилось, что это совсем не так. Выяснилось, что перед кризисом паи погасились, деньги не выплачены, активы заблокированы, платить нечем. А паи погасились. Для меня это загадка. Мне казалось, что паи должны быть погашены в тот период, когда уже имеются ликвидные активы для того, чтобы выплатить пайщикам денежную компенсацию, связанную с погашением. А если ликвидных активов не было, значит, не надо было гасить паи.

Поэтому на будущее рекомендую участникам рынка проанализировать

соответствующие процедуры. Чтобы потом регулятор не разбирался с участниками рынка относительно того, а где же теперь взять деньги: ведь паи погашены, десять дней, которые предусмотрены законодательством, истекли, а деньги пайщики так и не получили. Как вы догадываетесь, пайщики пишут жалобы в Банк России, и Банк России вынужден констатировать, что жалобы обоснованы.

И это не единичный случай: когда заявка подана, специализированный депозитарий погасил пай, а у управляющей компании не оказалось ликвидных активов. Зачем был погашен пай в этой ситуации, не очень понятно. Поэтому прошу пересмотреть эти процедуры.

Следующая история — раскрытие информации. Регулятор недавно ввел требования к КИДам [паспорта сложных инструментов]. Затем мы проверили определенную часть паевых инвестиционных фондов и управляющих компаний. И увидели, что в более чем половине компаний к этим требованиям отнеслись очень формально, очень поверхностно, процедуры не отстроили. Больше всего нарушений (треть) — в части правильности расчета расходов и вознаграждений, четверть нарушений связана с раскрытием информации о доходности. И та, и другая информация для пайщиков является основополагающей при принятии того или иного решения.

Очень прошу участников рынка внимательно отнестись к тому, что вы раскрываете на сайтах, в КИДах, — чтобы, как минимум, не вводить инвесторов в заблуждение.

Вторая история тоже связана с раскрытием информации. Регулятора не может не радовать, что развиваются маркетплейсы, где паи предлагаются в качестве инструмента для инвестора. Но просим наладить взаимодействие с маркетплейсами в части раскрытия информации. Информация на маркетплейсах не в полной мере соответствует той ин-

формации, которая раскрывается управляющими компаниями. Информация там либо старая, либо раскрывается с расхождениями относительно того, что раскрыто на сайте управляющей компании.

Последняя тема, на которую хотела бы поговорить — все те же иностранные ценные бумаги. Очень хотелось бы услышать, как нынешнее желание приобретать иностранные ценные бумаги в состав паевых инвестиционных фондов соотносится с фидуциарной обязанностью управляющей компании действовать с должной заботливостью, осмотрительностью в интересах инвесторов, пайщиков, которых она привлекает. По активам, которые были приобретены до кризиса, у меня меньше вопросов. Я призываю снижать долю иностранных бумаг в составе активов, но это исключительно моя точка зрения, субъективная. Тут фидуциарную обязанность можно понимать по-разному. Управляющий сам принимает решение о том, что лучше: сидеть уже теперь в заблокированных активах и ждать, когда все вернется на круги своя, либо продавать с дисконтом. Но в части приобретения новых иностранных активов мы будем смотреть, в том числе, на то, как управляющие компании соблюдают свою фидуциарную обязанность перед пайщиками.

Буду рада услышать, чего еще рынку не хватает для того, чтобы не только восстановить тот рост, который был до февраля месяца, но и чтобы его продолжать наращивать. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Про иностранные ценные бумаги. Я думаю, патриотично покупать тот актив, который приносит доход российскому населению. Оля, когда ты рассуждала о фидуциарной ответственности, то имела ли в виду высокую опасность, (о которой управляющие должны помнить) обращения блокировки на все вообще иностранные ценные бумаги, тем или иным способом обращающиеся в России? Я думаю, что

инвестиции есть инвестиции, и для меня патриотизм инвестиций заключается в их доходности.

Ольга Шишляникова. К сожалению, и с доходностью пока тоже не очень, как видим.

Алексей Тимофеев. Достаточно ли у нас русского инструментария, патриотического инструментария, который мог бы обеспечить сносную доходность или сохранение? Может быть, вызовом момента является сохранение активов российских розничных инвесторов?

Ольга Шишляникова. Я говорила про иностранные ценные бумаги не в том плане, что их приобретать нельзя вовсе. Но мы будем интересоваться обоснованием такого решения управляющей компании. С подтверждением того, что все риски, которые связаны сейчас с иностранными ценными бумагами, были учтены. И что плюсы от формирования паевого инвестиционного фонда с такими активами превышают минусы, связанные с тем, что количество заблокированных ценных бумаг, к сожалению, увеличивается, а не уменьшается.

Мы видим, что санкции еще не исчерпали своего предела, поэтому хотелось бы, чтобы управляющие компании это учитывали.

Алексей Тимофеев. Вопрос в большей степени к Ларисе — о судьбе ETF. В определенный момент был признан полезным допуск на организованный рынок неспонсируемых ETF, но в настоящий момент этот процесс пока приостановлен. Каковы перспективы? Или все, что сказано про иностранные ценные бумаги, справедливо и для ETF тоже?

Лариса Селюткина. Здесь согласна с Ольгой Юрьевной, ситуация кардинально изменилась. Мы должны очень быстро перестраиваться. Инвесторы доверили свои средства вам, профессиональным участникам, чтобы вы ими эффективно и профессионально управляли. Поэтому вы должны очень быстро осуществлять переоценку рисков, которые сейчас сформировались на рынке.



Перспектив того, что сейчас все вернется на круги своя, на мой взгляд, нет. На сегодняшний день возможно только ухудшение ситуации. Поэтому, несмотря на то, что нам не хватает сейчас собственных, российских инструментов, мы должны ответственно сокращать аппетиты на использование иностранных инструментов, пока ситуация не стабилизируется. Если она стабилизируется, вернуться можно очень быстро, но сейчас следует пересмотреть программы инвестиций.

Наверное, сейчас надо вкладываться в развитие инструментов внутреннего рынка. Мы увлеклись, когда перед нами был открыт рынок иностран-

ных ценных бумаг, и с удовольствием формировали портфели для клиентов с учетом и российских, и иностранных активов.

Виталий Баланович (управляющий партнер ИГ «ТРИНФИКО»). В свое время был проект Московской биржи с Шанхайской биржей, если я правильно помню, об установлении некоего депозитарного моста. Нельзя ли вернуться к централизованному решению этого вопроса?

Многие участники рынка пытаются сделать этот ход самостоятельно, но есть ощущение, что пока на эту тему не будет выстроена коммуникационная политика между государствами, нам будет тяже-

ловато. А, допустим, такие юрисдикции, как Китайская Народная Республика, вполне могли бы нам добавить с точки зрения диверсификации.

Алексей Тимофеев. Это к тому, что не любые иностранные ценные бумаги нехороши.

Лариса Селюткина. И правительство, и Центральный банк делают все возможное, чтобы сейчас расширить интеграцию на Китай и Индию. Но, коллеги, вы должны учитывать, что мы сейчас находимся в санкционном вакууме, все идет очень медленно.

Сергей Титов. Коллеги, пока что поделиться особо нечем. Мы ведем переговоры с нашими азиатскими партнерами,

но пока дополнительной информации, к сожалению, сообщить не смогу.

Ирина Кривошеева. Я тоже задавала этот же вопрос НРД, так что поделюсь тем, что мне рассказывали коллеги. До санкций там было чуть более оптимистичное настроение на рабочем уровне, при этом было, конечно много сложностей, о которых сказала Лариса Константиновна. Но реалистично ли сейчас централизованное построение мостов? Наверное, это задача отдельно взятых участников рынка.

Вообще стоит ли дальше говорить о мегацентрализации всех усилий — или мы должны уже подходить к некоторой диверсификации? Должны ли мы только ждать (от Центрального банка, от единого депозитария НРД), чтобы они строили мосты? Или отдельно взятые участники рынка уже могут себе позволить понемногу выходить с запросами на тот же Центральный банк Китая? И если нам будут разрешать открыть счета в специализированном централизованном депозитарии Китая, вряд ли наш регулятор скажет: «Нет, не открывайте».

Мне кажется, сейчас время децентрализации. А централизованных мостов, наверное, ждать не приходится.

Алексей Тимофеев. Лариса, не могу не попросить тебя сделать заявление по поводу санкций в отношении НРД, дать оценку произошедшего. Мы собирались на Совете биржи в воскресенье и обсуждали это с коллегами и с индустрией, биржей, НРД и НКЦ. Что вы об этом думаете?

Лариса Селюткина. Это было вполне ожидаемо. Может быть, у кого-то из вас были другие ожидания, но мы эти риски просчитывали. Уже с конца февраля Евроклир не отпускал никаких активов, поэтому ожидать, что произойдет чудо и завтра все откроется, было бы вполне наивно. Риски реализовались, следовало их просчитывать.

Я полностью согласна с Ириной. Сейчас стало очень удобно накладывать санкции на наши централизованные

системы. Поэтому есть смысл начинать думать о том, что, если вы хотите продолжать бизнес, то должны реально оценивать риски, в том числе санкционные. И должны двигаться уже своим путем.

Наступает время децентрализации. Думать о клиентах — ваш бизнес. Проявляйте больше самостоятельности. Надеяться на то, что регулятор решит все ваши проблемы, уже вряд ли возможно. Мы помогаем, сколько можем сделать, но бизнесу сейчас проще двигаться самостоятельно.

Ольга Шишлянникова. Мне кажется, с введением санкций на НРД ничего не поменялось, еще с февраля ясно, что теперь активы не отпустят. Но в плане выполнения НРД функции центрального депозитария по российским бумагам санкции ничего, с моей точки зрения, не добавили.

Лариса Селюткина. Здесь я соглашусь с Ольгой Юрьевной. НРД — центральный депозитарий российского рынка, никаких изменений в учете российских инструментов не произошло.

Екатерина Черных. Я бы сказала более радикально. Нужно признать, что предыдущий период истории развития российского рынка закончился. Благодаря иностранным инвесторам мы смогли развить рынок, получить обороты, опыт, навык. За последние годы было очень серьезно доработано законодательство, которое обеспечивает инвесторам прозрачность их прав, возможность работать и высокую гибкость. За счет использования иностранного опыта российские эмитенты теперь понимают, какие продукты надо создавать, что может привлечь инвестора, как вообще следует выходить на рынок привлечений, начиная от облигационных выпусков, заканчивая акциями и коллективными инвестициями.

Но этап роста отечественного фондового рынка с участием иностранных инвесторов — закончился. И он вряд ли быстро вернется. Надо строить собственный рынок, исходя из собствен-

ного ресурса. Это больно, это сложно. Но чем быстрее и отрасль, и эмитенты поймут, что надо смотреть внутрь и работать внутри, тем быстрее все поменяется. Если мы будем выстраивать депозитарные мосты или что-то еще с надеждой на старую жизнь, то ничего хорошего ни для инвесторов, ни для индустрии не будет.

Мы начинаем заново. У нас есть прекрасная инфраструктура, мы знаем, как должен выглядеть продукт, чтобы можно было его продвигать, знаем, что крупного инвестора всегда замещает коллективный. Этот накопленный опыт, эту сделанную работу нужно направить на замещение выпадающих иностранных инвесторов, на создание качественного продукта, прозрачного и понятного для наших российских клиентов.

Вопрос — как именно это делать. В каких инструментах, в каких активах. Вот этот вопрос и надо решать.

Раньше инвестиционные банкиры самостоятельно выходили на эмитентов с предложениями выпустить облигации, разместить акции. Может быть, в нынешней ситуации управляющим компаниям тоже надо пытаться самим выращивать активы: выстраивать работу эмитентов, учить их прозрачности, помогать им быстрее пройти путь к выходу на фондовый рынок. В предыдущие годы от идеи до выпуска биржевой облигации, а потом акции у компании проходило 5–7 лет. Может быть, надо искать способы проходить этот путь быстрее, заниматься этим проактивно. Вот и все.

Алексей Тимофеев. Я предоставлю слово Ирине Кривошеевой, чтобы отреагировать на сказанное Ольгой и Ларисой, и, может быть, изменить интонацию нашей сессии.

Ирина Кривошеева. Мир вокруг нас меняется. Есть проблема с замороженными активами, это больше 40% индустрии биржевых фондов, и это плохо. Но чисто рублевые активы прекрасно работают, два года назад они были такими же по

размеру, и мы бодро занимались развитием бизнеса. Есть много направлений развития, которыми стоит заниматься.

На конец прошлого года доля физических лиц в инструментах фондового рынка была порядка 43%, сейчас уже больше 70%. То есть значимость нашего основного клиента, физлица, возрастает. Именно он теперь определяет, что будет происходить с российским фондовым рынком. Мы получили достаточно замкнутую, но динамично развивающуюся, а значит, абсолютно адаптивную внутреннюю систему. Мы теперь не настолько зависимы от внешних факторов, не настолько зависимы от мнения нерезидентов, и можем ковать счастье своими руками. Можем создавать новые маркетинговые подходы, формировать более четкие, более продуманные инвестиционные идеи, формировать сегментацию.

На фоне ставки по банковским депозитам 20% или выше тяжело было ожидать, что клиенты придут в паевые инвестиционные фонды. Сейчас ставки приходят в более приемлемое состояние, на этом фоне мы вполне можем выходить к клиентам с новыми идеями, новыми предложениями.

Вторая тема: новые географические возможности, новые рынки. Я уверена, что в большинстве компаний начинают осваивать названия китайских акций, которые торгуются в Шанхае и Бомбее, на бирже Йоханнесбурга (которая, в общем-то, в три раза больше нашей). Это очень хорошо, это развивает, мы тоже будем учиться чему-то новому именно в контексте новых, повторюсь, географических возможностей. Стратегически мы уходим от понятной и простой темы — глобальная диверсификация, валютная и по ценным бумагам — в сторону многополярных инвестиционных идей и инвестиционных портфелей.

Еще одна тема — расширение: это может быть расширением и на товарные рынки, и на зерно, и на палладий, алмазы, какие-то другие направления.

Расширение возможно и в форме фондов недвижимости, потому что недвижимость, стрессовые активы, коммерческие объекты — тоже становятся интересными для клиентов, это дополнительные возможности.

Есть место и прямым инвестициям. Катя сказала, что нужно идти к эмитентам, говорить им о секьюритизации, а может быть, предлагать другие варианты. В любом случае, импортозамещение в стране будет. Значит, деньги новым компаниям нужны. Так почему бы не прийти к ним с какими-то новыми возможностями и вариантами?

И, конечно, за этот период мы открыли новые ресурсы, новые возможности в самих себе. Специализированные депозитарии научились технологично делать за несколько дней то, что раньше казалось абсолютно невозможным. Подготовленность отечественной рыночной инфраструктуры во многом помогает рынку и будет делать возможным формирование новых продуктовых предложений.

Я процитирую Николая Гоголя, который сказал, что «стоит только пристальнее взглянуть в настоящее, и будущее вдруг выступит само собой». То есть смотрим с надеждой, любовью в настоящее, и будущее точно будет радостным. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Ира, спасибо. Можем ли мы рассчитывать на то, что розничные инвесторы уже четко представляют себе инвестиционные паи в том же ряду, что страховки, банковские депозиты и прямые инвестиции? и будут стараться сохранять возможность работать с ними?

Ирина Кривошеева. Мне кажется, что чем больше открытой коммуникации с клиентами, тем правильнее. Все же понимают, где налицо плохая работа участников рынка, а где — объективная реальность. У меня нет излишнего оптимизма: шоковое состояние у наших клиентов будет, отторжение тоже будет. Тех темпов прироста клиентской базы,

которые наблюдались, в ближайшее время не будет. Но люди уже разобрались с этими инструментами, уже понимают риски, реагируют намного более спокойно, потому что у них уже накапливается история собственных инвестиционных решений. Тем паче, что сложности возникают не только с иностранными ценными бумагами: с валютой в банках тоже не все однозначно, да и с другими инструментами, в том числе денежного рынка.

Мне кажется, что наши 9 млн клиентов во многом адекватно оценивают ситуацию. Они точно будут готовы слушать новые инвестиционные предложения, но без излишней эйфории и энтузиазма, который был еще год назад.

Алексей Тимофеев. Но, с другой стороны, задача-то осталась той же — обладать разнообразием финансового инструментария, из которого можно было бы складывать различные инвестиционные стратегии. Я согласен с Ларисой в том, что калитка закрыта с другой стороны. Мы ориентировались на Запад, подчиняясь цивилизации, которая как бы управляется правилами, в которую легко было встроиться, частью которой мы, в общем, являлись.

Катя, может быть, ты продолжишь?
Екатерина Черных. С удовольствием. Наш сегмент ЗПИФов традиционно продолжает занимать значительную часть рынка. В наших фондах всегда преобладали пайщики — юридические лица, и до сих пор они составляют почти 68% от капитализации рынка в 6 трлн рублей. Тем не менее, за последние два года на этом рынке уже появилось 32% физических лиц. И если у юридических лиц средний «чек» порядка 3 млрд рублей, то у физических лиц — порядка 16 млн рублей. Конечно, это кваливесторы, в первую очередь. С начала прошлого года появился новый сегмент — розничные ЗПИФы с пайщиками более 20 человек. У нас есть фонд-лидер такого рода, в

нем 15 тысяч пайщиков, это именно фонд для коллективных инвестиций в недвижимость.

Такой разброс показывает, что динамика этого рынка растет, а законодательно-нормативная база позволяет многогранно использовать его инструментарий. Целью применения могут быть инвестиции в недвижимость, прямые инвестиции, любые сложные инструменты, это может быть, в том числе, передача в наследство, поиск инвесторов, партнеров. Это очень хорошая площадка, потому что имущество фонда — это как бы общедолевая собственность пайщиков.

Для людей очень важно прямое владение активами, поскольку в этом случае у них есть независимый арбитр в лице управляющей компании, есть независимый специализированный депозитарий, который отвечает за сохранность имущества. Инструмент действительно прозрачный, понятный. На его базе его можно делать много историй, которые будут привлекать либо малое количество клиентов, либо, наоборот, очень большое, в зависимости от задач. Поэтому в этой части, как нам кажется, рынок продвигается.

Если мы захотим развивать собственные прямые инвестиции на базе закрытых паевых инвестиционных фондов, надо будет, конечно, менять 1) ситуацию с порогом входа; 2) ситуацию с составом структуры активов.

Активы обыкновенного ООО, которое реализует ту или иную бизнес-стратегию, не могут входить в состав активов закрытого паевого инвестиционного фонда, паи которого не ограничены в обращении. Может быть, к концу года рынок выработает предложения, каким образом делать фонды для неквалов, внутри которых будут находиться активы ООО, патенты, зерно. Сейчас имущество такого рода можно поместить только в фонд для квалинвесторов. И там довольно высокий ценовой порог — 6 млн рублей.

Мы сделали ЗПИФ на золото. Причем обогнали слитки по доходности, потому что не торопились покупать на пике, собранные деньги размещали под высокие депозиты и купили внизу. Наши пайщики выиграли, в отличие от всех тех людей, которые побежали покупать слитки сами. Не говоря о том, что когда инвестиции объединяются, то фонд покупает большие слитки, а они всегда дешевле, чем маленькие.

Поэтому надо бы подумать, в отношении каких активов следует убрать «квалность» фондов. Нам кажется, что ограничения нужно убирать вообще. Почему, если инвестор вкладывает в золото или недвижимость через ЗПИФ, то не может инвестировать 1 тысячу рублей, почему он должен вкладывать, только начиная со 100 тысяч рублей?

Мы уже понимаем, какой продукт нужен и начал продаваться. Поэтому ограничение на то же золото: что его может покупать либо «квал», начиная с суммы 6 млн рублей, либо неквал, начиная с суммы 100 тысяч — кажется каким-то вот прям несправедливым. **Ольга Шишляникова.** Попробую ответить. Мы знаем примеры, когда супер-профессиональный участник, вкладываясь в зерно, не оценил риск мышей. Вопрос в том, насколько неквалифицированные инвесторы готовы принимать во внимание такие факторы. Это первая история.

Вторая — про недвижимость. Некоторые сигналы говорят о том, что это следующий рынок, на котором возникнут проблемы снижения стоимости и доходности в силу определенных историй. Так надо ли нам сейчас вести туда неквалов?

Нам бы сейчас каких-нибудь хороших побед, которые инвестора поддержат. Российский инвестор — очень благодарный. Мы посмотрели, что было в марте-апреле на рынке российских акций. Рынок поддержал именно розничный инвестор (созданию которого мы так способствовали): это он покупал акции

у нерезидентов, он держал рынок. Если им дать хороший инструмент, приличную доходность, хорошее раскрытие информации со справедливыми ценами, то они придут на фондовый рынок, они никуда не делись.

Екатерина Черных. Недвижимость — такой же актив, как и все остальные. Есть и перепроизводство недвижимости, и некачественная недвижимость, и плохо управляемая недвижимость. Нужны профессионалы, которые должны уметь выбирать среди всего этого. В целом недвижимость — очень понятная история, она у каждого в подсознании как одно из условий безопасности. Еда, одежда, недвижимость — три базовые вещи, которые работают на уровне бессознательного.

Просто человека надо научить выбирать недвижимость. Надо объяснить, что вот есть выручка и риски по выручке, есть расходы и риски по расходам, а есть чистый операционный доход, который принадлежит тебе.

И в целом абсолютно понятно требование к раскрытию информации.

Мы работаем с оценщиками. Им нет никакого смысла, ежегодно подтверждая 100 млн рублей выручки от оценки недвижимости, хулиганить в этих отчетах. Поскольку составление отчета стоит от 300 до 500 тысяч рублей. Этап жесткого регулирования помог сформировать это рынок, добавив больше раскрытия. Сейчас мы готовы разрешить для фондов простого инвестора больше инструментария. Когда люди начинают пробовать инвестировать 1 тысячу рублей, 2 тысячи, они на небольшой сумме открывают небольшой лимит риска, пробуют, смотрят, изучают. А дальше могут расширять свои инвестиции в этом направлении.

За последние пять лет усилия Банка России позволили выстроить много механизмов, которые помогают людям принимать инвестиционные решения, дают достаточно информации. Компании, которые начинают свое



развитие с фондов прямых инвестиций, могут потом перейти на выпуск облигаций, на выпуск акций, потому что будут это делать уже под управлением управляющих компаний, которые привыкли каждый месяц давать отчетность.

В целом, на мой амбициозный взгляд человека, борющегося за этот рынок, я считаю, что рынок ЗПИФов и работа с ним — одна из основ, от которой можно оттолкнуться и многое сделать для нового продукта.

Ольга Шишлянникова. Правильно ли я понимаю, что нужно ограничить инвестицию [для неквалифицированного инвестора] потолком 100 тысяч рублей?

Пусть они покупают паи, начиная с суммы 1 тысяча рублей, но не больше, чем 100 тысяч. Так лучше?

Екатерина Черных. Да, так значительно лучше.

Алексей Тимофеев. Обозначилось движение отказа от этого лимита. Сергей, даю вам слово.

Сергей Титов. Я бы поддержал Екатерину. Важно, что этот инструмент — действительно для розничного инвестора. Насчет цены я хотел бы напомнить, что есть инструменты и хеджирования цены, в том числе на недвижимость. Есть фьючерс на квадратный метр. На нем, даже при падении цены, можно для своих пайщиков зара-

ботать деньги, если правильно сконфигурировать стратегию.

Мы здесь много говорили про инструментарий. Хватает ли инструментария нашим отечественным инвесторам в ситуации, когда инвестиции в иностранные ценные бумаги находятся под давлением и испытывают сложности. Для начала я бы дополнил выступление Ольги Юрьевны в части ПИФов и в части фондов, которые сейчас запущены.

Индустрия коллективных инвестиций, конечно, испытывает сейчас такие же сложности, как и весь финансовый рынок. Но поскольку эта индустрия в большей части все-таки была ориентирована на российские активы, то это

помогло ей быстрее адаптироваться к текущей ситуации.

Сейчас практически все фонды, которые заточены на российские активы, уже запущены в торги. Запущена и часть фондов на иностранные ценные бумаги. И Мрсковская биржа, совместно с регулятором и управляющими компаниями, прикладывает усилия для того, чтобы как можно скорее вышло на торги максимальное количество фондов, торговавшихся до кризиса. Более того, вы, наверное, знаете, что сейчас появляются и новые инструменты: управляющие компании выпускают новые ПИФы, это неплохой сигнал.

Если говорить о том, как можно было бы диверсифицировать вложения пайщиков. Хотел бы обратить внимание на один инструмент, который на Западе давно пользуется спросом. Там есть целая индустрия, в России она пока еще не развита. Это молодой, но очень агрессивный сегмент индустрии коллективных инвестиций — фонды денежного рынка.

В чем их смысл? Управляющая компания собирает деньги пайщиков в фонд и каждый день размещает эти деньги в стакан РЕПО с центральным контрагентом или РЕПО с КСУ. Получается, что каждый день пайщики получают наращение своих активов со скоростью ставки денежного рынка, причем по сложному проценту. То есть, после размещения инвестор получает проценты и завтра размещает эти деньги уже с учетом процентов. В данном случае ставка — RUSFAR, мы считаем ее основной ставкой денежного рынка.

Давайте представим себе такой кейс. Вот есть клиент, который имеет разные фонды: фонды акций, фонды облигаций, агрессивные стратегии, консервативные стратегии, даже недвижимость. И в какой-то момент он говорит: «Я не вижу идей сейчас, хочу выйти в кэш, пересидеть сложную ситуацию». Сейчас клиент в этой ситуации может лишь выйти из фондового рынка и разместить деньги на депозит, недавно мы видели на этом

рынке неплохие ставки. А управляющая компания может предложить клиенту просто купить фонд денежного рынка, переложиться в другой фонд. И он с фондового рынка не уйдет.

Пай такого фонда — отличный инструмент для того, чтобы пересидеть сложный период, когда нет идей. Сейчас таких фондов в России всего четыре, они ориентированы на ставку RUSFAR. Но мы видим, что эта индустрия развивается: растут и стоимость чистых активов, и обороты.

Мы думаем, что это очень интересная тема.

Скажу еще пару слов касательно инструментария, который сейчас доступен на денежном рынке для управляющих компаний, ПИФов и НПФов.

Вы, наверное, знаете, что в 2017 году запустился новый сегмент, который изначально был создан для корпоративных клиентов, — депозит с центральным контрагентом. Участник (управляющая компания, например) напрямую подключается к бирже, становится участником торгов, участником клиринга и дальше размещает свои деньги, фактически в «стакан» РЕПО с КСУ, РЕПО с ЦК. Но юридически эта сделка называется депозитом.

Чем хорош этот инструмент? Для корпоративных клиентов в свое время он был хорош простотой в учете. Что такое депозит, знают все. Депозит с ЦК получает ту же самую защиту центрального контрагента и одну из самых лучших ставок на денежном рынке. Ставки на рынке РЕПО, как вы, наверное, знаете, зачастую выше ставок по банковским депозитам.

Спустя какое-то время биржа дала возможность подключиться к этому рынку и управляющим компаниям. Сейчас в качестве участников торгов рынка депозитов с ЦК напрямую работают уже 13 управляющих компаний и 3 НПФ. Управляющие компании уже зарегистрировали 32 ПИФа и два эндаумента. Пенсионные резервы и пенсионные

накопления также можно размещать через этот инструмент, соответствующие регуляторные изменения введены еще в прошлом году.

Для участников рынка депозитов Московская биржа также разработала специальный терминал — MOEX Treasury. Планируется, что 27 июня будет технологический релиз, и участники фондового рынка также смогут прийти на рынок депозитов с ЦК. В том числе, прийти смогут управляющие компании, которые работают на фондовом рынке. Их около 15 сейчас.

Что еще появится интересного? Безотзывные депозиты. Такая возможность, я надеюсь, появится в конце июня.

Теперь по поводу ставки, на которую сейчас ориентируются фонды денежного рынка. Сейчас Банком России аккредитованы две ставки денежного рынка — RUONIA и RUSFAR. Причем RUSFAR — семейство, это ставки денежного рынка на сроки от одного дня (самый ликвидный сегмент) до трех месяцев. Также есть еще долларový RUSFAR овернайт, который неплохо показывает ставки в долларовом сегменте.

Ставку можно использовать в качестве бенчмарка для определения качества управления ликвидностью фонда. Потому что ставка RUSFAR формируется на основе самого ликвидного сегмента российского денежного рынка — РЕПО с КСУ. Этот «стакан» анонимный, то есть, там максимально исключается возможность любого манипулирования.

Что касается дополнительных возможностей для управляющей компании. Здесь уже говорилось, что можно покупать драгоценные металлы. Сейчас около 10 управляющих компаний напрямую подключены к валютному рынку Московской биржи и рынку драгоценных металлов: они могут торговать валютой, могут торговать драгоценными металлами.

Ирина Кривошеева. А собирается ли биржа в ближайшее время выводить

какие-то новые инструменты или секции? Говорили, что биржа будет пытаться вернуть ликвидность в золото: были сложности с ликвидностью, сейчас биржа над этим работает, а что еще? Вы анонсировали фьючерсы по зерну, что еще может быть? палладий?

Сергей Титов. Мы сейчас развиваем тему драгметаллов — палладий, золото, серебро. Кроме того, можно покупать валюту, тот же самый юань

Кроме того, также я упомянул про индекс недвижимости и, соответственно, фьючерс на индекс недвижимости. Там вполне возможно строить интересные стратегии не только в лонг, можно попробовать поработать и в шорт.

Есть «вечный фьючерс» на доллар, фактически без поставки, то есть его хранить не надо. Наверное, пока что это все в плане инструментария. Всегда готовы слушать новые идеи от рынка и реализовывать их.

Алексей Тимофеев (обращаясь к Владимиру Кириллову). Володя, отлично, что ты пришел позже. Ты не слышал, что здесь говорили, и в этом смысле твое выступление будет исключительно интересным.

Владимир Кириллов. Коллеги, рад вас всех приветствовать. Объективно говоря, всем на рынке сейчас плохо, кто бы что ни говорил. Происходит серьезная трансформация и будет происходить в ближайшие три года. Наверное, хуже всего инвесторам, которыми мы сами, в том числе, являемся. И больше всех жалко, честно говоря, некавалов, которые, впервые попробовав вкус инвестирования, оказались в достаточно сложной ситуации.

Есть большой вопрос по поводу иностранных инструментов: кому они будут доступны на российском рынке? Будут ли на российском рынке иностранные инвесторы? Вот мы построим для наших розничных инвесторов каналы инвестирования в Индию, в Китай, арабский Восток. А вдруг что-то завтра случится и там? И у меня возникает вопрос: не

стоит ли (может быть, есть уже какие-то мысли на этот счет у регулятора) все-таки ограничить инвестиции для некавалов

Среди участников рынка идея защищать инвестора гораздо больше, чем даже он сам этого хочет, не очень популярна. Одно дело, когда что-то потерял состоятельный человек: у него заморозилось 10–15% активов. А если некавал инвестировал в акции Apple, «Амазон», «Тесла», то, может, он и квартиру продал под это дело. Я думаю, Центральный банк регулярно сталкивается с такими моментами. Поэтому для меня большой вопрос насчет допуска [на фондовый рынок] — все ли инвесторы должны иметь такую роскошь?

А второй вопрос — в каком количестве и в каком качестве будут присутствовать на российском рынке иностранные инвесторы? Это вопрос к ликвидности нашего рынка и к разнообразию инструментов, которые на нем будут появляться.

Для меня ответ на этот вопрос таков. Необходимо ускоренными темпами заниматься развитием рынка для внутренних инвесторов, развитием внутренних инвестиционных инструментов, которых никогда не было достаточно. На рынке не хватает эмитентов — ни с точки зрения акций, ни с точки зрения облигаций. Не хватает инструментов!

Необходимо ускоренными темпами проводить пенсионную реформу. Коллективные инвестиции, в том числе пенсионные деньги, однозначно должны стать драйвером развития и количества инструментов на внутреннем рынке, и объемов этого рынка.

Банки в текущих условиях не смогут выполнить ту роль, которая на них возлагалась, поскольку и сами испытывают очень серьезные сложности с точки зрения кредитования. Они пойдут сейчас через очень сложные процессы консолидации, с учетом тех ограничений, которые на них наложены, у них будут проблемы с капиталом. Тогда

как у участников рынка коллективных инвестиций проблем с капиталом нет. Внутренний инвестор — наше все. На иностранцев я не очень сегодня бы рассчитывал. Их появление будет, скорее, сюрпризом.

Второй момент — развитие. В ближайшие годы должна пройти консолидация отрасли. Пройдя определенные трансформационные процессы, в ближайшие три года рынок, наверное, упростится. И нынешнее количество управляющих компаний может оказаться избыточным.

Нам необходимо двигаться по пути сокращения расходов через аутсорсинг и через упрощение регулирования. Идти к единой лицензии. Когда в отношении организации внутреннего контроля мы имеем два постановления с разным текстом (которые предписывают разную отчетность), это никуда не годится. То же самое по конфликту интересов: суть одна, а слова разные. Согласно этим словам, где-то мы должны управлять рисками, а где-то должны их исключать. Так что же делать в итоге: либо исключать, либо управлять?

Необходимо упрощать регулирование, потому что это очень большая нагрузка. Мы все, так или иначе, сокращаем персонал, нагрузка на оставшийся персонал растет. Притом, что все испытывают огромные сложности не только в плане многочисленных ситуаций с зависшими ценными бумагами, но и с точки зрения IT.

IT — еще одна сфера, о которой я хотел бы упомянуть. Вышло 779 постановление (№779-П от 15 ноября 2021 года) об обеспечении операционной надежности. Это гигантский документ, выполнить требования которого в настоящий момент, на мой взгляд, не представляется возможным, и который накладывает огромное количество обязательств на управляющую компанию.

Надо откладывать введение в действие данного документа, желательно до конца 2025 года, — либо полностью,



либо частично. Потому что на сегодняшний день нет ответов на возникающие вопросы: ни где профучастники будут покупать софт, ни какое железо будут ставить, ни будут ли вендоры выполнять свои обязательства,

Ольга Шишлянникова. Можно вопрос, пока мы не ушли далеко? Когда вы говорили про единственную лицензию, вы говорили про объединение каких лицензий?

Владимир Кириллов. ПИФ и индивидуальное управление.

Екатерина Черных. Извини, пожалуйста, но я тебя не поддержу. Специализация — вещь очень качественная. Опыт показывает, что, когда на

балансе одной управляющей компании имеется много всего, то хорошо получается лишь что-то одно, а остальное — по остаточному принципу. Я за сегрегацию, а не за объединение. Есть тема экономии на масштабе, есть функции, которые дублируются

В части ЗПИФов, например, я считаю, что компании будут не сокращаться, а, наоборот, расширяться. Если мы начинаем заниматься прямыми инвестициями, то нужны соответствующие компетенции. При расширении появляется огромная возможность приглашать команды специалистов, которые знают этот сегмент, ставят цель выводить продукты на рынок, умеют прозрачно

раскрыть информацию. В общем, имеют компетентное управление.

Ну и, прошу прощения, также не поддерживаю объединение двух лицензий. Мне кажется, это будет вредно, такая мера тут же снизит прозрачность и понятность для инвестора. Но это мое личное мнение, извини, пожалуйста.

Владимир Кириллов. Да я, собственно, и сказал, что количество ЗПИФов (и, возможно, количество управляющих компаний) будет только увеличиваться. Много денег будет оставаться в периметре России. Теперь они потребуют особых форм, через которые можно будет инвестировать. Так что в этом я согласен.

А что касается количества лицензий, Катя. Глядя на то, сколько лет мы работаем по двум лицензиям и сколько одинаковой работы выполняем [по каждой из этих лицензий], я считаю, что одна лицензия — просто насущная необходимость уже.

Ольга Шишлянникова. Означает ли сказанное вашу готовность к тому, что брокерское сообщество будет получать лицензию, в том числе и на управление паевыми инвестиционными фондами?

Владимир Кириллов. Ну, это следующий уже вопрос.

Алексей Тимофеев. Задам еще один следующий вопрос: а банки, которые сейчас имеют право получать лицензию на индивидуальное управление, также будут на основании этих лицензий осуществлять управление паевыми инвестиционными фондами?

Я, например, с этим бы категорически не согласился.

Ирина Кривошеева. Володя, я прошу прощения, с точки зрения гармонизации нормативных требований это правильная история. Но Центральный банк здесь работает достаточно поступательно, количество запросов, которые поступают, условно, от непрофильного департамента, за последнее время снизилось кратно. Сейчас нет хаоса, который был года три-четыре назад.

Мне кажется, что кризис — не тот период, когда надо философски подходить к переосмыслению видов деятельности. Давайте сейчас стабилизируемся без того, чтобы индустрию коллективных инвестиций поглотили банки. Это важно.

Алексей Тимофеев. В этом смысле угрозой для индустрии коллективных инвестиций являються не брокеры, а банки и страховщики. Которые, если им тоже будет дана возможность (дискуссия на этот счет идет) осуществлять управление ценными бумагами, станут управлять также и паевыми инвестиционными фондами.

Выверенная, легкая регулятивная модель, которой удалось добиться для управляющих, потеряется, для нее не останется места. До трети индустрии исчезнет именно за счет независимых компаний. Таков мой прогноз.

Екатерина Черных. ЗПИФы — это все-таки прямое управление, где отсутствие специализации может привести к большим сюрпризам.

Владимир Кириллов. Я чувствую, в кулуарах у меня будет серьезный разговор с коллегами.

Алексей Тимофеев. Володя, ну что ты. Индустрия и регулятор сейчас работают в обстоятельствах, которые были трудно прогнозируемы, это по поводу вины перед неквалифицированными инвесторами. Если есть намерение всерьез развивать фондовый рынок, то на нем должен быть отечественный розничный инвестор, и этот инвестор должен принимать риски, которые индустрия может, исходя из здравого смысла, прогнозировать. Брать на себя ответственность за непрогнозируемые события было бы неправильно, это означало бы полную депрессию и отказ от развития, на мой взгляд.

Сергей Титов. У банковских депозитов тоже не нулевой риск.

Алексей Тимофеев. Поскольку жизнь продолжается, Лариса, то я помню твое заявление о поддержке инициативы по перераспределению функций между управляющими компаниями и специализированными депозитариями. Оно вызвало очень большой оптимизм у наших участников. Эта поддержка находится в планах Центрального банка? Хотелось бы услышать положительный ответ.

Лариса Селюткина. Да, конечно, находится. На прошлогодней конференции обсуждались планы по внесению изменений в законодательство в целях реализации идей, которые были заложены в докладе о развитии института специализированных депозитариев. Концептуальные подходы регулятор с

рынком обсудил, поправки подготовлены. Мы даже хотели в целях ускорения подключить их к проекту закона, который шел [на рассмотрение в парламент] еще в начале года (там была связь с отменой транзитных счетов). Но, к сожалению, этот закон был снят с рассмотрения правовым управлением президента. И мы вынуждены были разработать под инициативы консультативного доклада отдельный законопроект. Он уже готов, в Банке России согласование практически закончилось, идет юридически-техническое согласование. Дальше уже останется только вопрос, начнет ли его вносить регулятор по стандартной процедуре через Минфин — или, может быть, саморегулируемая организация возьмет на себя инициативу и функцию продвижения этого законопроекта.

В ближайшее время Банк России его представит на обсуждение рынка.

Отрасль и управляющих компаний, и спецдепов себя очень хорошо зарекомендовала, вы продвигаетесь с точки зрения автоматизации процессов. Поэтому мы готовы идти на послабление, на снятие излишних административных ограничений, поскольку бизнес спецдепов не назовешь сейчас сильно доходным, расходы растут. И я согласна, что требования к информационной безопасности, к информатизации только усиливаются. Ну, это тоже реалии жизни, сюда надо вкладываться, ничего не поделаешь.

Поэтому давайте вместе искать, где индустрия могла бы снять с себя дополнительные косты: возможно, через совмещение с какими-то видами деятельности, возможно, через принятие на себя по аутсорсингу каких-то дополнительных функций.

Этот законопроект закрепляет право управляющей компании делегировать специализированному депозитарию функцию по учету активов ПИФов и расчету стоимости чистых активов. Это будет отражено в правилах доверительного управления. Для ЗПИФов такие

изменения будут вноситься по решению пайщиков, а для иных ПИФов предусматривается отложенное вступление в силу изменений, вносимых в правила. Например, по истечении одного месяца со дня раскрытия сообщения о регистрации соответствующих изменений, с тем, чтобы пайщики также смогли принять решение относительно необходимости продолжения участия в таком фонде.

В случае возложения указанных функций на специализированный депозитарий, он обязан будет выполнять их в том же порядке, в те же сроки, что и управляющая компания в соответствии с нормативными актами Банка России. При этом за управляющими компаниями остается гражданско-правовая ответственность в отношении правильности и своевременности расчетов СЧА, но предусматривается несение спецдепозитарием солидарной ответственности, и административная ответственность тогда уже будет на спецдепе, безусловно.

Еще один аспект — это наделение спецдепозитария правом на получение информации об имуществе клиентов и об операциях с ним от третьих лиц, то есть не только от управляющей компании. Эту опцию мы тоже закладываем. Управляющая компания должна обеспечить такую возможность, возможно, в договорах со своими контрагентами. И соответствующее право спецдепозитария потребовать от указанных лиц передачи ему документов в отношении имущества ПИФа. Но здесь речь может идти только о профессиональных участниках: это брокеры, банки, клиринговые организации.

Третий момент — отмена обязанности спецдепозитария по хранению движимого имущества ЗПИФов для квалифицированных инвесторов. Цель — создание правовых условий для развития института комбинированных ПИФов. Этот посыл тоже был от рынка. Он вызвал наибольшую дискуссию в подразделениях Банка России. Потому

что, если отказываться от хранения, то, возможно, есть смысл отказаться и от каких-то аспектов учета. В связи с этим, мы предусматриваем предоставление пайщикам таких фондов права исключить из ПДУ обязанность спецдепозитария не только хранить движимые вещи, но и учитывать их. То есть, делаем функцию учета опциональной.

Регулятор рассматривает вопрос о принципиальной целесообразности сохранения в таком случае законодательного требования об оказании спецдепозитарием услуг в отношении фондов с движимым имуществом. Не всего имущества, безусловно. Здесь речь не идет о ценных бумагах. Мы говорим о том движимом имуществе, которое спецдепозитарий не может хранить.

Должны оцениваться риски того конкретного имущества, которое закладывается в фонд.

Когда принимается решение о наполнении ПИФа тем или иным имуществом, следует всегда помнить о том, что инвестиционный пай — это все-таки финансовый инструмент для инвестирования. Не имеет даже значения, на какую категорию инвесторов он ориентирован. Это означает, что его стоимость, формируемая за счет стоимости имущества ПИФа, должна быть справедлива, однозначно определяться и контролироваться.

Таковы наши предложения. В ближайшее время можно будет ознакомиться с проектом этого закона.

В принципе, если спецдепозитарий не осуществляет хранение, то вести учет может он, а может и управляющая компания сама учитывать, если она несет ответственность за хранение этого имущества.

Татьяна Есаулкова (генеральный директор СДК «Гарант»). А если в фонде будут еще другие активы, тогда как осуществлять расчет стоимости активов: часть активов будет учитываться в спецдепе, а часть не будет? Вот здесь тоже могут быть вопросы.

Ольга Шишляникова. А в чем состоит функция учета, когда спецдеп не хранит это имущество? Вот в чем она больше, чем возможности управляющей компании, если имущество не хранится?

Татьяна Есаулкова. Спецдеп осуществляет независимый учет, как и с другими активами, работает на основе первичных документов.

Ольга Шишляникова. Первичных документов, да. Вы все равно не осуществляете учет как таковой. Спецдеп ведет учет в первичных документах, а не учет активов. Еще раз: это опциональная возможность делать так, как решат пайщики, как решит управляющая компания.

Готов ли спецдеп брать на себя ответственность за активы, которые не держит в руках, но при этом должен обеспечивать и точность этого учета (в определенных пределах), и возмещать ответственность за его хранение, потому что от этого будет зависеть стоимость ваших услуг.

Татьяна Есаулкова. То есть, если мы как спецдеп ведем учет, значит, должны осуществлять и хранение?

Лариса Селютина. Все зависит от того, из чего будет формироваться конкретный ПИФ. И спецдеп будет вместе с управляющей компанией оценивать и целесообразность одного актива, и стоимость другого, — это же расходы спецдепа и управляющей компании. Я не знаю, о каком конкретно имуществе речь. Возможно, вы какое-то имущество готовы взять на хранение и учитывать его: это ваше право и проблема вашей оценки этих рисков. Вы за это должны нести ответственность. И вы должны понимать, чем будете покрывать риски в случае их реализации. Управляющая компания должна иметь право взять на себя эти риски. Регулятор просто расширяет возможности.

Екатерина Черных. Это очень хорошее предложение для управляющих компаний, прямо замечательное.



Ирина Кривошеева. Да, мы сидим, обсуждаем это между собой и очень благодарны Центральному банку.

Ольга Шишляникова. Я только хочу, чтобы вы понимали, что обязательства по рискам, которые возьмет на себя управляющая компания, будут сопровождаться определенными пруденциальными нормативами.

Алексей Тимофеев. Это означает, что часть активов паевого инвестиционного фонда будет находиться за пределами контроля, контроля именно спецдепа?

Екатерина Черных. Хранение и учет, я так понимаю. То есть, условно говоря, это договор с пайщиком. Где пайщик — управляющая компания. Управляющая

компания сама принимает решение: какие риски она как пайщик готова взять, за какую форму хранения, отчетности и учета она как пайщик готова платить. Мне кажется, это прекрасное предложение.

Алексей Тимофеев. Мне кажется, речь идет о том, что все-таки функции контроля и управления должны быть разделены. Физическое хранение, наверное, не всегда возможно ни юридически, ни физически: реально не всякое имущество может храниться специализированным депозитарием. Но это не означает, что спецдеп не должен осуществлять контроль, а значит, скорее всего, учет этого имущества. Даже концепция верифика-

ции, которую мы обсуждали, не предполагала отказа от контроля.

Лариса Селютина. Ну, брокеры живут же без спецдепа, они сами свои риски оценивают, капиталом отвечают.

Здесь, наоборот, для специализированных депозитариев возникает определенный вызов. Готовы ли они взять на себя и функцию контроля, и функцию учета? Это остается уже их правом. Но это не должно мешать управляющим компаниям создавать и развивать комбинированные ПИФы, если они не могут договориться со спецдепом.

Ольга Шишляникова. Мне кажется, что главное здесь даже не про управляющие компании все-таки. Вот регулятор,

когда продает инвесторам историю с паевыми инвестиционными фондами, то всегда фокусируется на том, что там есть значительная линия защиты в виде специализированного депозитария. В случае, когда специализированный депозитарий не хранит конкретное имущество и не может гарантировать стопроцентное соответствие учета, в определенных случаях это может вводить инвесторов в заблуждение. И инвестор в лице пайщика в этом случае (мы говорим про фонды квалифицированных инвесторов) должен принять взвешенное решение относительно того, в каком объеме он хочет получить услугу от специализированного депозитария, и готов ли этот специализированный депозитарий нести риски по такой услуге?

Алексей Тимофеев. Но это же тоже просто. Если есть такое имущество, за которое ни тот, ни другой не могут принять на себя ответственность, то оно не будет входить в паевую инвестиционный фонд. Есть еще мнение и вопрос от Специализированного депозитария ВТБ. **Илья Фомичев** (генеральный директор АО «Специализированный депозитарий ВТБ»). То, что сейчас предлагает Центробанк, полностью меняет концепцию, о которой мы договаривались. Потому что мы все-таки говорили о том, что задача — не хранение активов (в общем-то, это не функция именно спецдепа), а обеспечение их сохранности. Сохранность может обеспечить либо управляющая компания, либо спецдеп. Каким образом они об этом договорятся — это другая история.

Опциональность — когда мы просто говорим, что спецдеп не осуществляет учет, а соответственно, не осуществляет и контроль — не содержится в рамках изначальной парадигмы.

Кроме того, в любом фонде есть активы, которые спецдеп не хранит. Вот прямо сейчас, прямо в моменте в любом фонде есть такие активы — это денежные средства. И, тем не менее, нам ничто не мешает их учитывать отдельно

и контролировать, опять же, ежедневно получая выписки, как мы с недавних пор стали делать (в том числе, даже если там не было движения).

Мы, когда рассматривали историю об обеспечении сохранности, даже думали про различные опции, которые используют страховщики. Вот сейчас можно застраховать машину, просто воспользовавшись приложением: со всех сторон ее сфотографировать и получить предложение от страховой компании. Ровно то же самое можно сделать и с движимым имуществом, на регулярной основе. Когда можно будет просто получать в приложении информацию о том, что да, этот станок прикручен к полу вот по такому-то адресу, он работает, он не сломался, его не вывезли и так далее.

Мне бы хотелось, чтобы мы все-таки осторожнее подходили к таким темам, особенно в такое тяжелое время. Спасибо.

Ольга Шишлянникова. Мне кажется, вы заблуждаетесь. Учет денежных средств осуществляет кредитная организация, а не специализированный депозитарий. Просто уровень доверия к банку и к его учету на порядок выше, чем уровень доверия к тем институтам, которые владеют движимым имуществом, которое может быть предметом управления активами.

Татьяна Есаулкова. Мы не отвечаем за сохранность денежных средств в банке, мы как спецдеп просто их учитываем. Мы хотели бы таким же образом учитывать, например, золото или драгметаллы, когда они хранятся в хранилище.

Ольга Шишлянникова. Предложите услугу, которая будет востребована управляющими компаниями и инвесторами. И инвесторы будут понимать, за что они платят специализированному депозитарию.

Алексей Тимофеев. Речь шла о том, что нужно более четко закрепить концепцию верификации, когда учет и контроль оторваны от физического хра-

нения. Это не одно и то же. Но давайте обсудим это больше в деталях.

Лариса Селютина. Ольга Юрьевна правильно сказала: и спецдепы, и управляющие компании должны развивать линейку сервисов. Сейчас говорили о том, что не хватает инструментов. Надо думать о том, какие инструменты будут предлагать инвесторам УК и спецдепы, и насколько эти инструменты соответствуют всем требованиям по сохранности и доходности.

Драгоценные металлы — пожалуйста. Я считаю, что рынок уделяет этим инструментам недостаточно внимания. Потому что те драгоценные металлы, которые в слитках обращаются на рынке, являются финансовым инструментом. Его очень легко учитывать, Банк России разработал огромное количество требований и нормативных актов к тому, каким образом драгоценные металлы должны учитываться. И храниться они будут, наверное, не в спецдепозитарии.

Вопрос о том, какую услугу в отношении драгметаллов может предложить УК или спецдеп? Это дает возможность более активно думать над сервисами, по возможности вкладываться в развитие, в автоматизацию процессов, в учетную систему. Но сейчас большого разнообразия фондов не наблюдается, в том числе, потому что спецдепы не хотят брать на себя риски. И правильно делают, потому что риски надо чем-то покрывать. Поэтому мы даем вам возможность расширить предложение своих сервисов. Думайте.

Маргарита Бородатова (генеральный директор УК «ДОХОДЪ»). Добрый день, коллеги. Вопрос к Ларисе Константиновне, вопрос об управлении риском Центрального банка. Вы сказали, что мы сегодня находимся в ситуации, когда не надо ждать особо позитивных историй, санкционное давление будет только нарастать. И сказали еще, что вы просчитывали риск попадания НРД в санкционный список.

Вот первый вопрос: что Центральный банк сделал для того, чтобы создать новый институт, аналогичный НРД, который какое-то время не будет находиться под санкциями?

Второй вопрос следующий. Если мы ожидаем седьмого пакета санкций, то просчитывает ли Центральный банк риск того, что в санкционный список могут попасть Московская биржа и клиринговый центр? Я понимаю, что это звучит, наверное, очень пессимистично, но надо быть реалистами. Поэтому мне бы хотелось услышать ответ на этот вопрос.

Лариса Селютина. А вам не кажется, что эти риски должны просчитывать вы? Надежда на то, что регулятор просчитывает риски за всех, мне кажется, в общем-то, неадекватной. Наша биржевая инфраструктура создавалась и работает в первую очередь для интересов внутреннего рынка, и здесь ничего не изменилось. Смотрите, биржа вчера работала и предлагала весь необходимый перечень инструментов. Центральный депозитарий — учетная инфраструктура российского финансового рынка. Она как работала, так и будет работать и выполнять все свои функции.

Санкции ввели и для многих банков. Да, у них случились определенные ограничения, но никакой трагедии не произошло. А вот с рисками замороженных иностранных ценных бумаг столкнулись все. Ими должны были управлять, в первую очередь, профучастники; управляющие компании тоже должны были думать о том, что это может случиться. Пока только так могу ответить.

А сейчас, по-моему, была прекрасная панель. Мы говорили о том, что должны сейчас сделать акцент на развитие своего инструментария, позаботиться о своих инвесторах. И особо не уповать на то, что придет иностранный инвестор и в обращении быстро появятся иностранные ценные бумаги. Давайте акцентировать внимание на внутренних ресурсах и внутреннем инвесторе. Еще несколько

лет назад так и было. Сейчас мы вернулись в эту же точку.

Сергей Титов. Я поддерживаю. Торги во всех сегментах Московской биржи продолжаются, текущие события не так сильно повлияли на наши торги. Это действительно важно.

Ирина Кривошеева. В контексте санкций, наложенных на НРД. Почему, мне кажется, Лариса Константиновна сказала, что это действие было ожидаемым. Просто Euroclear не исполнил свои обязательства фактически еще с февраля, сейчас это положение вещей лишь оформилось де-юре.

Появился хотя бы законодательный акт Еврокомиссии. Другого, наверное, было не дано, иначе эти юридические риски все равно концентрировались бы на самом Euroclear, менеджмент Euroclear уже начал получать претензии. В такой ситуации санкции — это был не прогноз, а наиболее вероятный базовый сценарий.

Василий Соловьев (председатель правления УК «Арсгера»). У меня предложение к Центральному банку. Во-первых, я хочу поддержать Центральный банк: сейчас действительно надо ориентироваться на внутренний рынок, он совершенно не развит. Искать другие способы, куда закинуть деньги этих несчастных частных инвесторов, на мой взгляд, никакого смысла нет. Китай, Индия, зарубежные рынки... при этом наш рынок хронически недооценен и приносит колоссальную доходность. Почему-то мы стремимся участвовать в возведении чужих домов, не построив свой.

Но у меня вполне прикладное предложение. Уже больше трех лет мы пробиваем совершенно, на мой взгляд, логичное предложение — разрешить управляющей компании вкладывать собственные средства в фонды под ее же управлением. На мой взгляд, это настолько логично, что должно быть не просто правом, а обязанностью. Потому что в этом случае любой клиент будет видеть, что управляющая ком-

пания собственными средствами разделяет с ним все риски. На мой взгляд, это должно быть обязанностью. Но мы просим хотя бы о праве.

Это приведет и к определенному снижению расходов управляющей компании.

Ольга Шишляникова. Мы никогда не пройдем с этой инициативой. Заключение договора с самим собой — юридический нонсенс. С юридической точки зрения я не смогу переубедить ни один государственный орган — ни Минюст, ни Главное правовое управление — относительно того, что возможно заключение договора с самим собой.

Алексей Тимофеев. Уважаемые коллеги, позвольте от вашего имени поблагодарить выступающих за выступление, а от их имени поблагодарить вас за ваше внимание. Спасибо большое, встречаемся на следующей сессии. □

Децентрализация

МАТЕРИАЛЫ СЕССИИ «УПРАВЛЯЮЩИЕ КОМПАНИИ И ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА РОЗНИЧНЫХ ФОНДОВ В НОВЫХ УСЛОВИЯХ»

Фотографии Сергей Ермохин

Участники: Сергей Дюдин (генеральный директор АО «ВИМ Инвестиции»); Валерий Красинский (замдиректора департамента - начальник управления регулирования департамента инвестиционных финансовых посредников Банка России); Павел Прасс (генеральный директор специализированного депозитария «ИНФИНИТУМ»); Василий Соловьев (председатель правления УК «Арсатера»); Ольга Сумина (председатель Комитета по стандартам деятельности управляющих компаний инвестиционных фондов при Банке России); Алексей Третьяков (генеральный директор УК «Арикапитал»); Илья Фомичев (генеральный директор «ВТБ Специализированный депозитарий»); Маргарита Бородатова (генеральный директор УК «ДОХОДЪ»).

Модератор: Илья Ванин (вице-президент НАУФОР).

Илья Ванин. Добрый день, коллеги. Очень рады видеть вас, спасибо, что приехали на конференцию НАУФОР. Хотел бы дать небольшую вводную.

В отличие от повестки наших регулярных конференций, сегодня мы в меньшей степени сможем планировать значительные изменения, направленные на развитие отрасли. Скорее всего, сегодня придется, как это ни прискорбно, говорить главным образом о насущных проблемах, путях их решения, оценивать текущую ситуацию и сосредоточиться на вопросах, которые связаны с не зависящими от нас внешними обстоятельствами. Это объективная реальность. И в любом случае, даже не строя долгосрочных стратегических планов, имеет смысл поговорить о насущных задачах, путях их решения. Пробовать прогнозировать, обсуждать, что нас может ждать впереди.

Сегодняшние спикеры: Валерий Красинский (представляющий Банк России), Маргарита



Бородатова, Павел Прасс, Василий Соловьев, Сергей Дюдин, Ольга Сумина, Илья Фомичев и Алексей Третьяков.

Вот таким составом мы сегодня попробуем обсудить те вопросы, которые стоят перед отраслью. Может быть, отчасти примем пас от первой панели и подробнее рассмотрим те подходы, которые озвучила Ольга Юрьевна Шишлянникова в плане подходов Банка России к разрешению сложившихся проблем с заблокированными активами, также рассмотрим другие вопросы.

Поскольку сегодня основное — это оценить, с чем мы столкнулись, то в

первую очередь будем рассматривать розничный сегмент рынка. Хотелось бы услышать от коллег, как в текущих условиях складывается их работа, как они взаимодействуют с клиентами, удается ли сохранить то доверие, которое было достигнуто за предыдущее время сотрудничества, как складываются взаимоотношения с контрагентами российскими и иностранными, как, в общем, компании чувствуют себя в этот период. Я попросил бы каждого из коллег, которые представляют рынок (не регулятора), кратко дать оценку своего положения. Чтобы дальше перейти к обсуждению той реальности, которая по факту сейчас сформировалась.

Сергей, прошу вас озвучить ситуацию в вашем представлении. Спасибо.

Сергей Дюдин. Добрый день! Мы были, наверное, наиболее универсальной компанией на этом рынке, с активностями как внутри страны, так и за рубежом. И поэтому услышали весь спектр боли инвесторов: среди них и фонды UCITS, и глобальные суверенные фонды, и российские инвесторы-институционалы. К сожалению, я по содержанию первой дискуссии понял, что сейчас даже не идет детального обсуждения отдельных моментов, нет существенных дискуссий — в основном, из-за того, что все оказались примерно в одной ситуации высокой неопределенности. У всех при-

мерно похожая картина маслом, крупными мазками. Все делают плюс-минус одно и то же, но как, что и где — не очень понятно.

Если говорить про ритейлового инвестора, то инвестор у нас терпеливый, входящий в положение, но ситуация такая, что «не мы такие, жизнь такая». Получив негативную переоценку активов, проблемы и в банках, и в целом в плане личного состояния, инвесторы довольно лояльно относились к управляющим компаниям, понимая, что в данном случае управляющая компания — часть тренда, от нее мало что зависело. В отличие от предыдущих кризисов, в целом у управляющих не было проблем с сохранением доверия инвесторов. Мы видим, что фактически единственными сейчас доступными являются продукты, которые не зависят от иностранной инфраструктуры и иностранных активов, за редким исключением. Поэтому рынок скукожился. Не так давно мы в таком формате уже жили: фактически в стране существовал рынок российских акций и российских облигаций, и сейчас мы довольно быстро вернулись в эту среду. Правда, как было отмечено, с гораздо лучше проработанным рынком, гораздо лучше проработанным регулированием.

Илья Ванин. Сергей, спасибо.

Оля, хотел тебе предложить продолжить. Управляющая компания вашей группы имеет отличия от других управляющих компаний и, может быть, в глазах инвесторов вы тоже воспринимаетесь по-другому. Расскажи, пожалуйста, легче ли вам, чем другим? как ситуация отразилась на доверии клиентов?
Ольга Сумина. Илья, спасибо большое. Коллеги, безумно рада всех видеть! Был очень большой перерыв после последней конференции.

Если говорить об основных выводах, которые напрашиваются после первой панели. Я сейчас кулуарно пообщалась с коллегами. Вывод такой:

драматического пессимизма в части управления активами мы у инвесторов не увидели. Скорее всего, немалую роль здесь сыграло то, что достаточно длительный период времени мы растили осознанного инвестора. Клиент в результате понимает, что фондовый рынок — не стопроцентно безрисковый инструмент. Сейчас никто не продавал открытые фонды как нечто аналогичное депозиту, без дисклеймеров. Здесь индустрия вместе с регулятором провела колоссальную работу. Плюс сыграло роль появление процедуры риск-профилирования, к применению которой также и НАУФОР всех постоянно подталкивал, плюс робоэдвайзинг и так далее. Все это действительно помогло.

Возможно, у нашей компании возникло меньше проблем с иностранными активами, потому что цепочка хранения ценных бумаг, в большинстве случаев, строилась без центральных депозитариев, хранение организовано напрямую.

Но возникают иные вопросы. Сейчас управляющие компании не раскрывают данные по активам, как раньше, когда мы просто скачивали их на сайте Инвестфандс и смотрели, у кого как бизнес развивается. Сейчас этой информации нет, о происходящем остается только догадываться.

Но, опять же, если говорить про нашу компанию, то мы клиентам максимально подробно объясняли инфраструктурные риски, связанные с иностранными ценными бумагами. У нас есть возможность их продать, и мы мягко подталкивали клиентов к продаже. При этом клиенты от нас не ушли, а переключались в инструменты денежного рынка через доверительное управление.

В целом, если смотреть сейчас на управляющие компании, то, наверное, стоит анализировать не только фонды, но еще и ДУ, это абсолютно очевидная цепочка взаимосвязи: фонд и ДУ. Сейчас,

как говорят многие клиенты, у них пока что под ногами нет почвы в плане инвестиций, но есть понимание, что, кроме управления активами, иных инструментов мало. У брокеров тенденция другая: там все-таки было очень много импульсивных движений со стороны инвесторов, а в управлении активами таковые, естественно, не наблюдались.

Определенное количество наших клиентов переложило в инструменты денежного рынка, облигации и тому подобное. От биржи очень ждем новых инструментов: ждем ликвидности по коммодитиз, по инструментам товарного рынка, потому что это сейчас у клиентов пользуется спросом.

Что характерно, многие клиенты все еще хотят инвестировать в иностранные бумаги. Мы очень много общаемся с клиентами, сейчас стратегией группы является их поддержка на всех уровнях. Отвечаем на вопросы: «что произошло?», «как это отразилось на моей позиции?» и «что дальше?». По всем этим вопросам общаемся с клиентами регулярно, плюс еще учим менеджеров не забывать про наработанные навыки. Наша компания 20 лет занимается розничными продуктами, у нас максимально качественная и грамотная сеть менеджеров. Понятное дело, что текущую линейку в будущем мы повторить не сможем, но она может трансформироваться и (в том или ином виде) использоваться дальше. Естественно, экспертизу (как минимум продавцов) терять не хочется. Поэтому с ними тоже регулярно общаемся. Возможно, это тоже дало положительный результат.

Так или иначе, наши клиенты из инструментов доверительного управления не ушли. Просто какое-то количество клиентов из фондов перешло в доверительное управление. Ну как-то так.
Илья Ванин. Да, Оля, спасибо большое. Приятно слышать, что наш клиент, видимо, взрослеет. Это хорошо.

Небольшой дополнительный вопрос. Я правильно ли услышал, что

при сохраняющемся интересе клиентов (несмотря ни на что) к иностранным активам, — ты все-таки за то, что лучше этот интерес удовлетворять на стороне управляющих компаний, нежели (домыслию) оставлять неудовлетворенным? подразумевая, что, видимо, этот интерес может в противном случае реализоваться за пределами правового поля. Или я неправильно услышал?

Ольга Сумина. Не могу говорить напрямую, но постараюсь объяснить обтекаемо. Интерес есть. Сейчас мы иностранные инструменты активно не предлагаем (в целом сейчас ничего активно не предлагаем), только инструменты российского рынка. Российский рынок — пожалуйста, здесь представлены любые стратегии, любые модели управления — и квантитативные, и фундаментальные. В российский рынок инвесторы верят, здесь вопросов нет.

Есть спрос и на иностранные инвестиции. Но здесь вопрос не только в тех рисках, к которым инвестор привык, а еще и в том, что мы сейчас столкнулись с инфраструктурным риском, и в каких-то юрисдикциях он меньше, на наш взгляд. Через Китай, Казахстан можно работать, но это требует дополнительного изучения. То есть в моменте клиенты просто выбирают стратегии денежного рынка, а в более сложные инструменты мы сейчас активно клиентов не приглашаем. Плюс еще пересмотрели уведомления о рисках: добавили описания инфраструктурных рисков с объяснением, что произошло и что возможно в будущем.

Достаточно много клиентов хотело бы сохранения иностранных инвестиций, но в более понятной и прогнозируемой форме, возможно, через деривативные инструменты. Тут надо еще всем вместе подумать. Чего очевидно не хватает сейчас, так это инструментов денежного рынка и инструментов с фиксированным доходом от биржи плюс инструменты товарного рынка, золота

того же. То есть хотелось бы, конечно, больше ликвидности.

Илья Ванин. Ольга, спасибо. И хотел бы дать слово Илье Фомичеву. Илья, как представитель спецдепозитария оцени, пожалуйста, ваш опыт взаимодействия с клиентами, то есть с управляющими компаниями, в кризисный период: много ли поменялось, как чувствует себя спецдепозитарий в таких непростых условиях?

Илья Фомичев. Спасибо. Хочется сразу ответить анекдотом про Рабиновича: «Как ваше здоровье?» — «Не дождетесь». — «А как настроение?» — «Не испортил». Да, конечно, как и на весь рынок, на нас повлияла эта ситуация. Мы лишились части фондов, которые оказались наиболее чувствительны к санкционному режиму. И мы, наверное, единственный спецдеп, который почувствовал все прелести этого режима (если говорить об отдельном спецдепе, который не встроен в банк).

Но с учетом того, что, в принципе, мы работаем на всех сегментах рынка коллективных инвестиций (нет только военной ипотеки), у нас бизнес достаточно диверсифицирован. И это позволяет с оптимизмом смотреть в будущее. Может быть, мы даже находимся в более выигрышной ситуации, потому что для нас все уже случилось. А если не можешь поменять ситуацию, поменяй свое отношение к ней. С нами остались наши клиенты, они нас поддерживают, никуда не собираются уходить, и вместе с ними мы продолжаем думать над новыми проектами.

Очень популярна история с золотом. С учетом того, что мы входим в банковскую группу, у нас есть соответствующий готовый продукт, плюс инфраструктура готова к тому, чтоб обслуживать такие фонды. С учетом принятых изменений в законодательство (это, во-первых, отмена НДС на слитки золота, а на днях правительство поддержало предложение Минфина на два года освободить

продажу золота в слитках для физлиц от НДС), я думаю, что золото стало достаточно интересным инвестиционным товаром, и «золотые» фонды получат развитие.

Не хотелось бы, конечно, чтобы Центробанк делал резкие движения в отношении смены парадигмы. Мне кажется, что спецдеп все-таки свою функцию и выполнял, и выполняет, и будет выполнять. Эта наша функция — дополнительный контроль, дополнительная верификация. В отличие от рынка брокерских услуг, где клиент все-таки один на один с брокером, управление активами — более чувствительный рынок, поэтому спецдеп важен.

Мы сейчас прорабатываем различные проекты, связанные с недостатком инструментов, как бы реинкарнируются всякие истории, связанные с движимым имуществом. Мы понимаем, как вместе с управляющей компанией сможем обеспечить сохранность этого имущества. А запросы совершенно разные: это и медицинское оборудование, и сельскохозяйственное оборудование, и автомобили, и самолеты... Мы готовы работать со всеми инструментами.

Если говорить про общую ситуацию, то еще раз подчеркну, что мне немножко странна депрессивная обстановка. Я уверен, что мы сможем преодолеть все трудности. Просто в свое время иностранные ценные бумаги выступили своего рода локомотивом. Но мы, честно говоря, сильно увлеклись этими иностранными бумагами, при этом забыли про свой рынок. Просто, что наша основная задача — свести нашего инвестора с нашими эмитентами, чтобы наша экономика получала инвестиции. И мне кажется, нам всем сейчас нужно переосмыслить, где мы работаем и ради чего.

Наверное, нужно воспитывать отечественных эмитентов. Я попробовал вспомнить 25 российских эмитентов, и понял: мне это тяжело дается. А

вот 25 американских эмитентов назыву легко. Согласитесь, это странная ситуация.

Да, какие-то отрасли отечественной экономики не развивались. Но если помните, в 90-е годы в сельском хозяйстве был полный упадок. Вспомните эти «окорочка Буша» замороженные, перекормленные непонятной фармацевтикой, с толстым слоем жира. Сейчас мы вполне покупаем отечественную охлажденную курятину. И если в Москве куриное мясо поставляют, условно, три производителя, то в каждом регионе есть своя птицефабрика.

Наверное, стоит отметить усилия регулятора и поблагодарить его. Когда я наблюдал действия регулятора, то был внутренне согласен с тем, что он не мечется из стороны в сторону, не пытается удовлетворить отдельных участников рынка, а предлагает изменения в законодательство для всех. Но сейчас некоторые участники оказались в заведомо проигрышной ситуации. И хотелось бы, чтобы Центральный банк точечными мерами поддерживал таких участников и к ним как бы более бережно относился. Потому что, если дети играют с взрослыми, то взрослые дают им фору, женщины не соревнуются с мужчинами, а люди с ограниченными возможностями выступают в отдельной лиге. Как-то так. Спасибо.

Илья Ванин. Илья, спасибо большое. Пока тебя слушал, в голове возникла фраза «бумажки Буша». Видимо, со временем нам предстоит заменить их отечественным продуктом, как окорочка. Спасибо.

Следующее слово хотел бы предоставить Алексею Третьякову. Алексей, ты руководитель компании все-таки не столь розничной, в которой присутствует много состоятельных, чуть больше разбирающихся в рынке клиентов, где акцент делается на интересные инвестиционные идеи. Оцени, как ваш клиентский сегмент относится к сло-

жившейся ситуации, с какими вызовами столкнулась ваша компания, которая не является гигантом, но, тем не менее, довольно успешно и активно берет свое место на рынке. Прошу.

Алексей Третьяков. Действительно, это самый сложный кризис, который мы переживаем за десятилетнюю историю. Но российское регулирование открытых ПИФ мне кажется одним из лучших в мире. Недавний кейс с фондами FinEx еще раз показал, что фонды, которые созданы тоже в первоклассной, но иностранной юрисдикции (насколько понимаю, там было регулирование ирландских фондов), могут полностью обнулиться. Но за всю историю рынка я не знаю ни одного случая, чтобы обнулится открытый российский ПИФ. Да, бывает неприятная рыночная волатильность, возникают убытки, вызванные рыночными факторами, но не в таком виде. И это, как мне кажется, заслуга регулятора. Избежать худших последствий помогли, в том числе, конкретные меры: ограничение возможности торговать производными финансовыми инструментами, невозможность для некавалестора взять в открытом ПИФе большую позицию с «плечом».

Мы, действительно, небольшая компания, но представлены линейкой продуктов. У нас пять фондов, покрывающих все основные ниши, поэтому мы столкнулись со всеми прелестями санкций, вмененных разным сегментам рынка. Два из наших пяти фондов ориентированы на еврооблигации, операции по ним заморожены, поскольку активы находятся в НРД. Один фонд зарубежных акций, благодаря тому, что мы выбрали в качестве инфраструктурного посредника банк Райффайзен, сработал очень хорошо. По крайней мере, мы имеем сейчас возможность продавать эти активы и возвращать клиентам деньги. Хотя, конечно, нет ничего хорошего в том, чтобы продавать иностранные акции

и конвертировать доллар по курсу 60 рублей.

Фонды российских активов действуют, как действовали. В них мы видели скорее отток, нежели приток. Но притока мы не видим нигде сейчас: конечно, у клиентов нет оптимизма. Но все-таки конструкция открытого ПИФа, в котором активы переоцениваются, защищает пайщиков от эмоциональных движений и от рисков выноса из ПИФа всех активов. И когда кризис уже произошел, клиенты понимают, что нет смысла выходить из фонда на дне. Поскольку наша клиентская база — в основном люди с опытом и квалифицированные,

Наверное, сейчас важнее всего понять, как создать на рынке условия, чтобы хоть по итогам года клиенты поняли, что им делать (вопрос не только к Центральному банку, а вообще ко всем органам власти). Надо ли выйти в доллары, купить золото, перевести деньги в биткойны или оставить их в российских активах. Потому что управляющие компании не изобретают активы, в которые можно инвестировать, УК лишь выбирают рынок и пытаются обыграть бенчмарк. Но если мы видим, что индекс ММВБ упал на 40%, то трудно его обыграть, чтобы выйти в плюс. Рынок облигаций восстанавливается. Более того, на нем есть уже такие интересные инструменты, как инфляционные облигации, которые мы считаем сейчас, может быть, самым лучшим активом. И как раз ПИФ может оперировать инфляционными ОФЗ лучше, чем индивидуальный пайщик. А на рынке акций мы видели такую картину: рынок резко упал, потом после открытия торгов резко вырос, а сейчас уже снова потерял 20%. Такая «пила» с понижением, конечно, очень сильно отбивает у людей желание инвестировать.

Обязательно надо затронуть ключевую проблему — замороженные активы фондов, содержащие ев-



рооблигации и зарубежные акции. Центральный банк предлагает разделение ПИФов на ЗПИФы и фонды с российскими активами, но это никоим образом не решает проблемы замороженных активов. Пусть пайщики получают доступ к какой-то ликвидности, но что делать с замороженными активами? Управляющая компания должна будет их обслуживать следующие десять лет?

Илья Ванин. Алексей, извини, я перебую. НАУФОР планирует озвучить эту концепцию и немножко подискутировать. Ты правильно говоришь, что надо эту дискуссию развивать, мы это сделаем на следующем шаге.

Алексей Третьяков. Хорошо.
Илья Ванин. Спасибо. Я для себя сделал вывод, что вы тоже воспользовались решениями правительственной комиссии, позволяющими продавать иностранные ценные бумаги нерезидентам. Имею в виду процедуру, согласно которой, если резидент РФ хочет продать ценные бумаги и зачислить средства от продажи на зарубежный счет, то ему для этого нужно решение Правительственной комиссии по контролю осуществления иностранных инвестиций, действующей при Минфине России.

Если зачисляются купоны и дивиденды без продажи бумаг, то для этого разрешение не нужно. Это так?

Алексей Третьяков. Мне кажется, сейчас происходит какое-то безумие, люди призывают инвестировать в Индию, в Китай. Но какой Китай друг? Вы же понимаете проблемы, с которыми сталкиваются китайские компании. Поэтому очень хорошо, что Центральный банк проявил эту инициативу, мы ей пользуемся. Сейчас, наверное, единственный способ решения — реформировать фонды, содержащие не замороженные зарубежные активы, в фонды с российскими активами.

Илья Ванин. Алексей, спасибо. Маргарита, хотел вам предоставить слово: просьба оценить ситуацию, рассказать про обстановку, с которой стол-

кнулась ваша компания. Что происходит, чего ждем?

Маргарита Бородатова. Приветствую всех коллег! У нашей компании достаточно широкая линейка инструментов, потому что в прошлом году мы стали создавать и расширять линейку биржевых фондов, создали пять фондов. Два фонда — на российском рынке, три фонда — на международных рынках. Все они были индексные, очень интересные, потому что при создании индексов использовались математические модели.

Почему мы стали создавать линейку биржевых фондов? Потому что рассчитывали развивать индивидуальное доверительное управление, используя так называемые кубики биржевых фондов. Создав достаточно широкую линейку биржевых фондов, можно было предложить инвестору любую стратегию, управляя только биржевыми или открытыми фондами. Казалось, что мы достаточно успешно в этом направлении развивались.

С чем же мы столкнулись сейчас? Я бы не сказала, что мы потеряли доверие инвесторов. Наш инвестор грамотный, он понимает, что возникла не локальная ситуация в конкретной управляющей компании — это общая ситуация на рынке.

Но вопросы, которые возникли на рынке, конечно, требуют решения. И решения конкретного. Вот сегодня прозвучала в презентации Центрального банка цифра — 379 млрд долларов было инвестировано в иностранные рынки. Вы представьте себе: люди вложили совокупно 379 миллиардов! и эти средства сегодня заморожены. У моей бабушки была шкатулка, наполненная непонятными бумажками, их было очень много, я любила их перебирать. Это были облигации 3-процентного займа, их выдавали после войны, когда зарплату выплачивали не полностью деньгами, а частично этими облигациями. Сейчас

имеем ровно такую же ситуацию. Конечно, наши внуки не будут играть бумажками, потому что инвестиции имеют форму записи на счетах. Но сама запись будет недоступна, причем не год, не два и не три, ситуация может растянуться очень надолго. Если мы сравним с иранскими, например, санкциями, то первые санкции были применены к Ирану в 1979 году, и с того момента они только усугублялись. Вот уже 43 года это продолжается. Специалисты по санкциям говорят, что если рассчитывать по 10-балльной системе, то иранские санкции — это 10 баллов, а российские санкции — это порядка 30 баллов уже на сегодняшний день. С шестым пакетом, наверное, еще больше.

Я оптимист по натуре, но сегодняшняя ситуация требует реалистичного подхода. Мне кажется, что Центральный банк и правительство должны опережать ситуацию. Если мы видим, что санкции будут касаться наших институтов, будут парализовать работу финансового рынка, то надо как-то упреждать это. Мне кажется, мы можем сохранить доверие инвестора, но только если будут сделаны реальные шаги по высвобождению активов.

Когда это все случилось, мы написали в Центральный банк и задали вопрос: не планирует ли Центральный банк совместно с правительством создать некий фонд по выкупу этих активов? Потому что, в моем понимании, таким образом мы можем изменить ситуацию, с одной стороны. А с другой стороны, активы, выкупленные правительством, будут заморожены в виде золотовалютных резервов. На что Центральный банк ответил, что не рассматривает такие вопросы. И после этого появилось техническое решение Центрального банка — создание амортизационных фондов. Хотелось бы потом об этом поговорить.

Что мне хочется сказать. Доверие инвесторов пока есть, но надо, чтобы оно

не ушло. Если мы не решим описанную задачу, то через некоторое время продукты, которые предлагает отечественный финансовый рынок, будут конкурировать с натурализацией: валюта под подушкой или что-нибудь подобное. Это первое.

Второе. Сегодня и на первой панели, и сейчас коллеги говорят о том, что да, российский рынок существует, надо его развивать. Безусловно, надо вспомнить о третьем типе ИИС и двигаться в этом направлении. Должны появиться продукты, которые сегодня инвестору будут интересны.

А какие продукты интересны? Безусловно, товарный рынок, безусловно, рынок, имеющий льготы по налогообложению. Может быть, следовало бы пересмотреть льготу по налогообложению: чтобы она появлялась по итогу владения ценными бумагами в течение не пяти, а трех лет, как раньше было. Далее. Когда-то на Уральской конференции я говорила о том, что если для ЗПИФ отменить НДС, то рынок недвижимости сразу активизируется. Тогда рынок немножко был не готов к этому предложению, но сегодня, может быть, нужно уже посмотреть в эту сторону. Потому что много недвижимости сегодня обращается без НДС, в упрощенной системе налогообложения, и УК здесь совершенно неконкурентоспособны. А закрытые фонды выдержали внешний удар, сегодня они себя достаточно неплохо чувствуют, потому что находятся вне организованного рынка (за исключением надзора, конечно). И, наверное, имеет смысл привлекать рыночных инвесторов в эти фонды.

Если говорить о международных рынках. Понятно, что со стороны европейских и американских рынков перед нами стена. Но ведь если на финансовом рынке недостаточно капитала, то рынок не будет развиваться, это следует понимать. Если мы будем ориентироваться только на российский

рынок, то он сузится, и мы увидим массу банкротств профессиональных участников рынка коллективных инвестиций. На этом рынке будет тесно, через некоторое время часть игроков с рынка начнет уходить. Далее возникнут проблемы с клиентами и весь прочий набор проблем.

Поэтому, наверное, все-таки надо смотреть на международный рынок и как-то привлекать капитал — может быть, через налогообложение. Может быть, попробовать вернуться к норме, когда западный инвестор имеет процентную ставку не 30%, а 13%.

Хочу сказать большое спасибо Центральному банку: он работал очень оперативно и не допустил паники на рынке. Но сейчас уже прошло 100 дней. А что сделано? Нет коллективного иска по иностранным бумагам, в СРО не создана рабочая группа по иностранным бумагам, обсуждающая, как можно разруливать текущую ситуацию. Потому что, еще раз повторю, техническое решение (создание амортизационных фондов) не является решением для рынка. Мы просто берем открытый биржевой фонд и делим его: вот это ликвидно, мы запустим, а вот это неликвидно — оно пусть лежит, неизвестно сколько. Но вы взвесьте в сумму, там ведь лежит почти 400 млрд долларов!

Илья Ванин. Маргарита, спасибо.

Мы сейчас еще пообсуждаем то, что слышали.

Валерий Красинский. Все-таки рублей, наверное, не долларов. Было бы, конечно, неплохо, чтобы в ПИФы было инвестировано 400 млрд долларов ...

Илья Ванин. Да, спасибо. Достаточно радикальное предложение по выкупу. Даже не знаю, есть ли среди нас люди, которые могли бы это...

Из зала. Профинансировать?

Илья Ванин. Профинансировать — точно нет, но даже прокомментировать. Предложение, наверное, хорошее, но настолько радикальное...

И второе. Я знаю, что Екатерина очень хотела прокомментировать вопрос отмены НДС. Екатерина, давайте тогда подробнее обсудим заявление Маргариты на третьей панели (про ЗПИФы). И обязательно скажем, что это предложение не такое уж однозначное. Просто чтобы сейчас не уходить от тематики нашей панели. Маргарита, спасибо.

Хотел бы передать слово Павлу Прассу. Павел, вы руководитель спецдепа, который работает со многими компаниями розницы, имеете и свой маркетплейс. Очень было бы интересно услышать вашу оценку текущей ситуации.

Павел Прасс. Постараюсь кратко. Спецдепы являются инфраструктурой рынка коллективных инвестиций и стараются иногда работать проактивно, выстраивая какие-то новые услуги а-ля аутсорсинг, но в первую очередь, конечно, мы реагируем на запросы и потребности клиентов.

Прошедший период (трудные 100 дней, как Маргарита говорит) — это, конечно, исключительно реактивный период. Одновременно и очень активный, в том смысле, что, начиная с 24 февраля, мы получили серьезные вызовы, и фактически вся наша активность была направлена на то, чтобы отработать авральные и крайне острые потребности клиентов. Связанные, конечно, в первую очередь с иностранными активами: прием активов от коллег из других спецдепов на обслуживание, переводы по счетам в другие управляющие компании. Этого было очень много. Сейчас мы приобрели даже больше активов и фондов на обслуживание, чем до всех этих событий. Но это огромная работа. Мы научились делать то, чего раньше даже не представляли. Конечно, благодаря договороспособности многих игроков рынка. Мне кажется, все мобилизовались и понимали, что есть критические дедлайны, и мы не имеем возможности

долго выстраивать реализацию оперативно-тактических задач — по приему активов, по приему новых клиентов. А это все-таки всегда связано с персональной кастомизацией документооборота, взаимоотношений, юридических притирок...

В общем, мы считаем, что (на первой панели об этом тоже говорили) рынок стал гораздо взрослее и гораздо конструктивнее. Банк России также участвовал во многих нетривиальных процессах активно и достаточно оперативно, а где было возможно, и гибкость проявлял.

В общем, хочу констатировать, что этот период мы вполне достойно отработали. Но это не решает проблемы «что будет дальше?», потому что пока все очень пессимистично. Мы всю жизнь работали, веря в то, что система учета с использованием центрального депозитария и международных систем расчета — это высшее достижение человеческой цивилизации в области защиты прав инвестора. Но по факту это место оказалось самым мертвым.

Поэтому мне тоже на ум приходит слово «децентрализация». Если вообще говорить о том, что какие-то мостики и цепочки надо поддерживать и выстраивать, то, наверное, начать надо с маленьких ручейков и постепенно научиться работать и для международных клиентов сюда, и для наших инвесторов в ту сторону.

Мы все были вынуждены переключиться с Bloomberg и Refinitiv на российские источники данных. Для спецдепа, для инфраструктуры (как и для управляющей компании) это всегда связано с технологическими доработками. Поэтому один большой пул перестройки процессов был связан с контрсанкциями: нормативные акты сильно нагрузили нас новым комплаенсом.

Мы все вынуждены были трудиться, в краткие сроки решая огромное количество вопросов. Наверное, иногда вызывая недовольство клиентов, потому что

процедуры стали медленнее, тяжелее, плюс возникали дополнительные вопросы, ведь сразу сформировать исчерпывающий перечень документов и вопросов, необходимых для совершения сделок, проблематично. Нельзя сказать, что все это полностью уже устаканилось, но мы движемся.

К сожалению, в этот период заниматься системным развитием не очень получалось. Мы, конечно, тянем некоторые внутренние проекты, все равно востребованные в перспективе. В частности, если будет реализована инициатива по передаче функций управляющей компании спецдепу, то направление различных наборов аутсорсинговых услуг мы продолжим развивать.

Еще один существенный фокус — кибербезопасность.

Сложности здесь реализовались еще не в полной мере. Мы сейчас находимся в более агрессивной внешней среде, под более пристальным вниманием и желанием доставить нам неприятности. Мы и раньше всегда уделяли внимание кибербезопасности и выстраиванию операционной деятельности для целей непрерывности, но сейчас вновь сделали пересмотр с целью определить, какие меры следовало бы ускорить.

Этот вопрос на ближайшее время не должен исчезать из фокуса внимания.

Илья Ванин. Спасибо, Павел. У меня небольшой дополнительный вопрос. Во-первых, я услышал очень правильную мысль и хотел бы еще бы раз ее подсветить, мне она понравилась. Ты правильно сформулировал, что сильно повысилась договороспособность рынка, и это здорово, надо это сохранить.

И дополнительный вопрос хотел задать. В связи с переходом на новые источники информации, от Bloomberg и Refinitiv — к отечественным: я так понимаю, что в первую очередь мы здесь говорим про данные групп Cbonds и «Интерфакс», RuData. Хотел

бы уточнить, достаточно ли тех данных, которые мы получаем из этих новых источников информации, или требуется обсуждение по их доработке? И насколько гладко прошел процесс перехода к новым источникам? Буквально коротко.

Павел Прасс. Насколько знаю, в основном данных достаточно. Данные по ETF мы получаем из других источников. Но я думаю, это тоже вопрос развития: нельзя было, наверное, сразу закрыть все возможности, слишком все стремительно происходило. Но базовый набор данных, необходимых для поддержания деятельности, мы получаем.

Илья Ванин. Спасибо большое. Хотел бы передать слово Василию Соловьеву. Василий, с какими вызовами столкнулись вы, как их оцениваете?

Василий Соловьев. Рад приветствовать всех. Честно говоря, я немного удивлен царящей здесь атмосфере депрессии, шел сюда с другим настроением.

Постараюсь коротко сказать о ситуации в компании. Наша компания всегда ориентировалась на российский рынок, мы всегда специализировались как локальные эксперты. Помню, один нерезидент говорил: «Вас выбрал именно потому, что мне нужен был локальный эксперт».

У нас в 2016 году был запущен и иностранный фонд, не очень крупный. Он был запущен, главным образом, для страждущих вот этой международной диверсификации, которую сейчас все получили по полной программе. Нам он был интересен преимущественно для того, чтобы расширять компетенции в области управления капиталом. Нам важно было научиться анализировать международные компании из разных отраслей, понять, какие там существуют практики корпоративного управления, — то есть в основном это нужно было для того, чтобы рос интеллект компании. Сейчас средства этого фонда заморожены. Я тоже являюсь

его пайщиком, тоже полез в диверсификацию.

Но в основном мы ориентировались на российские акции. Здесь, естественно, СЧА поджалась из-за курсовой стоимости. Хотя долговые инструменты, на мой взгляд, уже полностью восстановили стоимость. И самое приятное, что у них очень хорошие доходности сейчас и существуют хорошие перспективы, отрицательной переоценки в области долговых инструментов уже нет.

С точки зрения стоимости акций наш рынок, к сожалению, остается недооцененным.

Если говорить о поведении наших пайщиков, то они проходят жесткий фильтр. У нас нет активной рекламы, мы за рукав никого не хватаем, мы единственная компания, у которой на сайте (это очень многих удивляет) написано: «Мы не работаем с клиентом, если он не знает основ инвестирования и не разделяет наш подход». Поэтому у нас нет никакого оттока средств, в фонды идет приток. Понятно, что СЧА подседа из-за того, что курсовая динамика по акциям, к сожалению, отрицательная.

Более того, значительное количество сложившимся обстоятельствам, потому что это позволяет им сейчас продолжать формировать свой финансовый капитал по более низким ценам. А мы принципиально ориентируем наших клиентов на то, что финансовый капитал формируется достаточно долго. Этому посвящен большой объем работы, связанной с повышением финансовой грамотности. У нас, как многие знают, есть книга (сейчас количество скачиваний ее уже под миллион), подготовлен курс видеолекций. Мы не стремимся говорить о том, что инвестиции — это просто. Ни в кого не кидаю камни, просто говорю, что так делать нельзя.

Что касается расходов, — они, естественно, подросли, потому что статьи

расходов испытывают инфляционное давление. А доходы, естественно, подсели, потому что доходы зависят от объема СЧА фонда плюс результат инвестиций собственных средств. Поэтому 2022 год с точки зрения финансового результата будет, скорее всего, отрицательный, хотя, может быть, и удастся выйти в ноль, впервые за многие годы. Но в целом ситуация стабильная, рабочая.

Мало того, скажу честно, что очень рад случившемуся. И мне совершенно непонятны предложения выкупить акции тех, кто, простите, попал на зарубежных рынках. Ребята, вы диверсификацию применяли? Применяли. Люблю студентам задавать вопрос, для чего нужна диверсификация. У них самый популярный ответ «чтобы исключить риски». Нет, наоборот, таким образом вы повышаете риски, вот они сейчас и реализуются. Диверсификация увеличивает риски. Чем больше количество эмитентов, тем выше вероятность, что у кого-то из них возникнут проблемы. Инвестор не потеряет весь капитал, это да. Но диверсификация повышает риски того, что какие-то проблемы непременно возникнут. Собственно, сейчас именно с этим столкнулись.

Западные партнеры естественным образом сейчас заставляют нас обратить внимание на отечественный рынок. И я этому, честно говоря, очень рад. Ну а по поводу того, что существуют определенные потери в зарубежных активах: так кто же в этом виноват? Извините, вы сами выбрали эти активы, это ваши риски. Сейчас заниматься их выкупом — бред. Я, например, категорически против. Мне точно так же было непонятно, почему налоговая льгота по ИИС распространялась, в том числе, на инвестиции в зарубежные активы. У нас своя страна, ее надо строить, и сейчас это происходит естественным образом. В этом отношении даже хочу сказать спасибо западным ребятам.

Деньги — вообще интересная субстанция. Естественный отбор никто не отменял. Просто теперь он реализован не в форме того, что кто сильнее, тот еду и отобрал. В современном мире естественный отбор реализуется посредством того, что сильнее тот, у кого остаются деньги. Деньги как возможность и приобретения каких-то благ, и развития каких-то бизнесов, как энергия людей. Поэтому надо на это очень внимательно смотреть. Сам по себе естественный отбор штука неприятная, но он теперь реализуется через определенную умственную продвинутость.

Илья Ванин. Да, Василий, спасибо большое. Интересный взгляд на диверсификацию. Наверное, это надо обдумать. Мы придерживались в своих подходах чуть более классических догм. Считали, что наличие иностранных ценных бумаг на тех же ИИС как раз позволяет клиенту с небольшим капиталом диверсифицировать портфель. Тем не менее, спасибо за мнение.

Василий Соловьев. Задумайтесь.

Илья Ванин. Да, будем рассматривать и такой подход.

Коллеги, мы сейчас услышали достаточно широкую выборку оценок сложившейся ситуации. Услышали про текущие проблемы, с которыми столкнулись и управляющие компании, и специализированные депозитарии. При этом слышим, что оптимизм, в общем-то, присутствует на рынке, это очень радует.

Тем не менее ряд озвученных проблем предстоит решать: часть уже решена, часть находится в обсуждении. Поэтому хотел бы сейчас предоставить слово представителю регулятора Валерию Красинскому.

Валерий Михайлович, прошу.

Валерий Красинский. Спасибо, Илья. Коллеги, добрый день! Рад всех видеть (теперь уже традиционно) летом на конференции НАУФОР. Я, наверное, вначале скажу несколько слов о регуляторном

треке в целом. А потом — очень короткая презентация о механизме амортизируемых ЗПИФов и про БПИФы. Один слайд.

Итак. С конца февраля регулирование поделилось на две части: во-первых, мы продолжаем заниматься теми плановыми изменениями в законодательство, которые обсуждались еще в прошлом году, они включены в план нормативных актов. Ольга Юрьевна уже коротко о них говорила. Это изменения в состав структуры активов ПИФ, которые обсуждались в контексте, в том числе, неспонсируемого допуска ETF (он планировался, но сейчас эта процедура приостановлена). На наш взгляд, этот акт, кроме запрета криптоактивов, в целом либерализует заложенные подходы, дает больше возможностей. Думаю, сейчас для рынка как никогда актуальна возможность немножко развязать руки, реализовать новые продукты и новые идеи.

Второй проект — по общим собраниям — это отдельно. Для компании, которая управляет закрытыми ПИФами, особенно с большим количеством пайщиков, это очень актуально, поскольку сейчас, после пандемии и других масштабных событий, возрастает роль технологий. Страна у нас большая, проводить общие собрания фондов с двумя-тремя-десятью тысячами пайщиков крайне затруднительно и затратно. Поэтому мы постарались в этот акт заложить ряд возможностей, которые позволят оптимизировать процедуру проведения собраний, проводить дистанционные собрания с использованием электронных каналов связи. Заложить также возможность ускоренного проведения общих собраний в тех случаях, если проголосовали все пайщики, поскольку это позволит оперативно реализовывать и какие-то инвестиционные решения, и правила доверительного управления, и (в текущей ситуации) оперативно реаги-

ровать на изменения внешней среды. Понятно, что проведение собрания в течение месяца не всегда сейчас позволяет оперативно решить поступающие проблемы.

Плюс законопроект, который ведет департамент инфраструктуры, про специализированные депозитарии. Наверное, там предметную дискуссию имеет смысл вести после того, как появится конкретный текст, который сейчас, как Лариса Константиновна озвучивала, находится на финальных стадиях согласования внутри Банка России.

Во-вторых, появился второй трек, которого мы не ждали, — все, что связано с санкциями, контрсанкциями. Как вы знаете, выпущен ряд указов президента, которые устанавливают правила валютного контроля: в первую очередь, контроля движения капитала. Это напрямую затрагивает практически всех профессиональных участников: в первую очередь, брокеров, управляющие компании. Поскольку те сделки, которые ограничены или по которым установлен отдельный порядок, совершаются этими видами участников.

Регулятор получает огромный поток запросов относительно порядка применения этих указов. Понятно, что их выпускали в логике необходимости оперативного реагирования на внешнее давление. Соответственно, нюансы приходится уже отдельно разбирать в каждой конкретной ситуации. Поэтому в работе у нашего и ряда других департаментов (в том числе, финансового мониторинга) находятся сотни этих запросов.

Хотел бы воспользоваться ситуацией и традиционно попросить участников рынка слать запросы через НАУФОР: зачастую вопросы одни и те же, зачастую какие-то разъяснения по ним уже давались. Сейчас мы составляем новые ответы из блоков ответов предыдущих, которые уже посылали по практически

тем же самым запросам. Наверное, проще, если все это будет доводиться централизованно.

По управляющим компаниям публиковались отдельные информационные письма: как работать в части 95-го указа при погашении паев, выплате дохода и других операциях.

Отдельные истории — разрешение правительственной комиссии и решение Банка России по организованным торгам, которые касались, в том числе, ПИФов: в части наличия там пайщиков из недружественных стран, в части возможности реализации иностранных активов, которые были приобретены до 24 февраля. Эти истории тоже отработываются.

И две задачи, которые я хотел бы осветить в рамках презентации. Они касаются запуска торгов БПИФами. Ольга Юрьевна также кратко про это говорила, но предлагаю пройтись еще раз. Нам казалось, что это будет не самое сложное решение. Но по факту оно вызвало необходимость массовых совещаний, согласований внутри Банка России, с участием различных подразделений биржи (потому что там свои сложности), управляющих компаний.

Как вы знаете, неопределенность для инвестора — фактор, который явно не повышает его доверие ни к рынку в целом, ни к конкретному финансовому посреднику. По «зависшим» биржевым ПИФам, в которых иностранные активы не попали под блокировку, некоторое время начал уже рассчитываться показатель СЧА. При этом торги не возобновлялись. Вследствие того, в первую очередь, что у биржи также появились ограничения в части доступа к информации, они не позволяли считать iNAV с той периодичностью, которая требуется.

После проведения всех возможных многосторонних консультаций мы выработали временные решения. Они, как мы надеемся, позволят пройти сейчас наиболее сложный период и (если

оптимистично смотреть) к концу 2022 года вернуться к стандартному регулированию.

Что предусмотрено? Выпущено решение Совета директоров, которое предусматривает возможность до 1 июля считать iNAV один раз в день, по концу дня, пока биржа настраивает свои технологические процессы. При этом временно снимается требование о необходимости маркет-мейкера обеспечивать спред от iNAV. Поскольку тот iNAV, который сейчас возможно рассчитывать, не отражает справедливую стоимость паев. Соответственно, мы перешли (временно, опять же до 1 июля) на возможность держать общий спред, не превышающий 6%.

Дата 1 июля выбрана, поскольку биржа обещает (и я надеюсь, что все будет реализовано), что к 1 июля она технологически сможет рассчитывать iNAV раз в полчаса. Это, конечно, не раз в 15 секунд. Но решили, что в текущих условиях это достаточная периодичность, с тем, чтобы (за исключением какой-то шоковой волатильности) можно было обеспечивать спред от этой величины. Соответственно, это решение уже позволяет считать iNAV раз в 30 минут, оно будет действовать до конца года. И, как я уже сказал, мы рассчитываем, что к концу года (если ничего сильно не изменится и появятся решения в части доступа к информации) мы вернемся к обновлению iNAV раз в 15 секунд. Но тут будем, как говорится, посмотреть.

Илья Ванин. Можно небольшое статистическое дополнение? Мы вот по оценке видим, что воспользоваться решением Совета директоров Банка России потенциально может 26 БПИФов с объемом СЧА (в переводе на рубли) порядка 26 млрд рублей и количеством владельцев паев, превышающим 2 млн.

Валерий Красинский. Да, спасибо, это важно, поскольку действительно количество фондов не такое уж боль-



шое, но при этом в части конкретных физических лиц, которых решение затронет, это достаточно значимая история.

Вторая тема, которая сегодня уже неоднократно всплывала, — это что делать с заблокированными активами. Забегая вперед, скажу, что я скорее согласен с Маргаритой в том, что это не решает самого вопроса о действиях с такими активами, но позволяет... Как мы видели основную задачу, когда разрабатывали концепцию? На российском рынке работает значительное количество фондов, в активах которых количество иностранных бумаг достаточно велико: например, их там

50%. Получается, что в фонде есть 50% российских или иностранных незаблокированных активов, но к ним инвестор также не имеет доступа. Притом мы понимаем, что это различные фонды. Соответственно, базовые права пайщиков в виде возможности погасить/получить паи просто не исполняются. Это снижает доверие, регулятору поступает много вопросов, потому что управляющие компании, понятно, тоже не могут внятно ответить клиентам, чего им ожидать и что с этим делать.

Поэтому мы предлагаем создать некую оболочку. Она позволит или сегрегировать заблокированные активы

от остальной части фонда. Или, в варианте, когда заблокированные активы составляют подавляющее количество, позволит перевести фонд в другую категорию. И в этой части появится некая определенность, а дальше уже действительно необходимо вести обсуждение. Вряд ли Банк России может решить эту задачу самостоятельно. Не считая радикальных предложений, типа включить станок и все выкупить; но я думаю, что это решение вряд ли будет рассматриваться.

Здесь опять же важна та самая децентрализация. Поскольку, как показывает открыто обсуждаемая практика (даже не только финансового рынка, но

обычной торговли), небольшим компаниям намного проще выстраивать взаимоотношения с контрагентами (причем как из дружественных, так и недружественных стран), нежели когда появляется и пытается что-то сделать государственный/полугосударственный агент. Понятно, что такой агент сразу привлекает внимание и очень быстро возникает риск наложения на него санкций. Поэтому каждая компания после выделения заблокированных активов должна оценить свои каналы, свои возможности выхода на рынки.

Кратко с рынком регулятор концепцию уже обсуждал, сейчас чуть подробнее. Пока это проект, когда будем формально выносить его на Совет директоров, в нем, возможно, появятся какие-то изменения. Мы предлагаем разделить фонды на три, по сути, группы. В части цифр по долям активов: мы сейчас делаем запрос в компании, рассчитали фактически, у кого сколько активов заморожено, цифры будем калибровать уже по полученной статистике.

Базовый подход понятен. Если в фонде есть небольшая доля заблокированных активов (условно до 10%), то регулятор предлагает эти фонды запускать, не ждать каких-то решений. Я знаю, сейчас на площадке НАУФОР обсуждается вопрос об оценке таких активов. Понятно, что вряд ли (особенно после введения санкций против НРД) можно их оценивать по той стоимости, которая складывается на основной площадке. МСФО говорит нам, что при оценке справедливой стоимости должны учитываться ограничения по распоряжению. Поэтому очевидно, что эти активы будут оцениваться с неким дисконтом, возможно, даже по нулю, нам предстоит вместе выработать решение по этому пункту.

Вторая группа — это фонды, у которых средняя доля заблокированных активов составляет от 10% до, условно, 90%. В этом случае мы предлагаем, по

сути, разделить фонд на две части, если говорить упрощенно. Заблокированные активы передать в отдельный ЗПИФ, который мы условно называем амортизируемый ЗПИФ-А. И каждому пайщику выдать пропорционально количеству паев основного ПИФа пай нового ЗПИФ-А.

Обращаю внимание, эти решения мы предлагаем для открытых, интервальных и биржевых фондов, поскольку ЗПИФы и так не предполагают ежедневного первичного обращения паев. Соответственно, ЗПИФ может (так же, как амортизируемый ЗПИФ) работать с этими активами и пытаться что-то делать без необходимости обеспечения первичной ликвидности.

Илья Ванин. Поскольку ЗПИФ и так является закрытым ПИФом.
Валерий Красинский. Да, ЗПИФ и так ЗПИФ.

Последняя группа — это фонды, в которых заблокировано подавляющее количество иностранных активов (более 90%). В этих фондах мы предлагаем изменить тип фонда на амортизируемый. И работать с этими активами уже в таком формате.

Организационные подробности, важные для участников рынка, тоже освещу. Идея в том, что до 30 сентября (дата условная, как я уже говорил) управляющая компания обязана будет принять решение о создании ЗПИФ-А, соответствующие правила подготовить и направить на регистрацию (или на согласование в спецдеп, если это фонд для квалинвесторов). Речь про интервальные фонды, понятно. Понятно, что условием является наличие соответствующей доли активов, приостановка выдачи/погашения/обмена паев после 24-го числа и невозможность обновления этих операций к текущему моменту.

Крайне важно информировать об этих решениях инвесторов, потому что понятно, что эта история для них абсолютно нетипичная, как и для всех нас.

Поэтому мы предполагаем, что управляющие компании опубликуют отдельный документ, в котором опишут принятое решение и последствия его принятия для пайщиков. На какую дату будет формироваться список, какое имущество будет выделяться в ЗПИФ, указание последней известной стоимости этого имущества, — чтобы пайщики были проинформированы, какие права у них появляются в связи с появлением такого фонда.

В оплату паев этого фонда без заявок передаются заблокированные активы, оценка не проводится, то есть пай выдаются не по расчетной стоимости, а в пропорции, как я говорил, один к одному: на один пай основного фонда — один пай ЗПИФ-А. Транзитные счета также не используем, здесь это не требуется, поскольку не происходит передачи имущества в оплату.

Мы предполагаем, что новому фонду должна присваиваться категория «фонд рыночных финансовых инструментов», как у большинства основных фондов (кроме интервальных фондов для квалов, поскольку там могут быть активы, которые для фонда рыночных инструментов недопустимы по регулированию).

Цель управления — реализация заблокированных активов на наилучших доступных условиях. Максимально возможный срок — 15 лет, а там как пойдет.

Не предполагается привлечения новых инвесторов и новых инвестиций, кроме временного размещения высвобождаемых средств в инструменты денежного рынка. Этот фонд, как мы для себя определили, будет работать примерно по модели ИСУ (ипотечный сертификат участия). Под ИСУ вносятся денежные требования из кредитов и займов, дальше задача компании — не управлять по факту этими активами, а осуществлять их администрирование, собирать деньги и раздавать их владель-

цам ИСУ. Здесь задача, наверное, схожая, но механизмы другие. По возможности, необходимо реализовывать эти активы максимально быстро и на наилучших условиях. И раз в квартал распределять пайщикам не менее 90% от полученного имущества.

В части вознаграждения, я так понимаю, у рынка тоже есть определенное мнение. Но регулятор пока исходил из того, что основная часть вознаграждения будет браться, в случае реализации активов, опять же по модели ИСУ, как 5% фактических поступлений.

Нам кажется, что рынок в этом случае должен разделить бремя с пайщиком, потому что пайщики оказались в сложной ситуации. Брать с них management fee в классическом его понимании, во-первых, не с чего (с учетом того, что передаются заблокированные активы). А во-вторых, если эта ситуация продлится долго, то будет происходить проедание активов фонда без осуществления доверительного управления.

Мы сейчас готовим соответствующие правовые документы, соответствующее решение Совета директоров и предварительно планируем до конца июня какие-то документы в этой части выпустить в свет. Спасибо.

Илья Ванин. Валерий, спасибо большое. Просто, чтобы нам успеть сегодня пройти по всей запланированной программе, я от себя озвучу, что есть комментарии от рынка по поводу этой концепции. Если коллеги что-то принципиально захотят добавить, предоставлю им слово для комментариев.

В целом, по итогам отзывов, полученных с тех площадок, на которых эта концепция уже успела обсуждаться, она воспринимается достаточно оптимистично. Хотя решение чисто техническое, тем не менее, оно вносит ясность для инвестора. Потому что сейчас пайщики фондов с заблокированными активами не могут провести

операции. По сути, перед ними только неизвестность, а это, как показывает практика, больше всего нервирует инвесторов. Здесь, по крайней мере, мы получаем более прозрачный понятный механизм. Ликвидная часть становится доступной для операций клиентов, они могут из фонда выйти, а вместо безнадежно подвисших активов все-таки получают такой продукт, как закрытый фонд, находящийся в правовом поле. Ясности для инвесторов, пожалуй, становится больше, несмотря на то, что вопрос технический.

Момент, который требует дополнительного внимания, касается, как ты уже упомянул, вознаграждения. Речь не о том, что рынок не хочет разделить бремя ответственности и финансовых проблем с пайщиками. Речь идет о том, что если в фонд будут переданы только заблокированные активы, и возможности продать их не будет очень долго, то мы здесь, вполне возможно, получим нерабочую финансовую модель управляющей компании, специализированного депозитария, инфраструктуры, поскольку все они не смогут получить оплату за расходы. Либо придем к тому, что управляющая компания для оплаты этих расходов и получения вознаграждения будет вынуждена продавать часть активов совсем дешево, например, внутри НРД, если они заблокированы на более высоком уровне. Наверное, надо эту финансовую модель чуть более внимательно проанализировать.

Мы сегодня много говорили про санкции, про внешние обстоятельства. И я хотел бы попросить Ольгу представить презентацию на эту тему. Ольга очень глубоко и качественно изучила эту проблематику на собственном, что называется, примере. И я попросил бы поделиться, Оля, с нашей аудиторией. А потом Валерия попрошу прокомментировать предложения, заложенные в презентации.

Валерий Красинский. У меня короткий комментарий по преды-

дущей теме, буквально 10 секунд. Относительно реализации активов. На российском рынке есть российские инвесторы, которые готовы (наверное, это для них венчур) поиграть. То есть купить, условно, акции «Теслы» внутри того же НРД и подождать: оставить внукам, условно говоря. По факту бумаги-то нормальные, с точки зрения качества компаний это хорошие бумаги. Мы имеем дело с конкретным, очень специфическим риском, и есть инвесторы, которые этот риск готовы на себя принять.

Я к тому, что вторичное обращение паев этих ЗПИФов или реализация активов из них управляющими компаниями инвесторам, которые готовы рискнуть, вполне вероятно в каких-то объемах. Наверное, все 400 млрд это не покроет, но какую-то часть вполне.

Илья Ванин. Я эту мысль абсолютно разделяю. Про это и сказал, что мы получаем уже более-менее движимый, скажем так, продукт в виде ЗПИФа, который при необходимости может уже быть реализован. Спасибо за комментарий.

Оля, прошу тебя.

Ольга Сумина. Действительно, нам пришлось очень глубоко погрузиться в проблематику применения контрсанкций, и, как нам кажется, они основную свою задачу выполнили.

Какие задачи стояли перед регулятором и перед индустрией? На первой панели прозвучал вывод, что каких-то суперкардинальных изменений в работе инфраструктуры не случилось. Хотя некоторых участников, которые использовали НРД, в том числе, для денежных расчетов, санкции, естественно, коснулись. Поэтому я хотела бы остановиться преимущественно на прикладных контрсанкциях.

Был издан ряд указов президента, основной задачей которых было, в первую очередь, создание дополнительного контроля движения капитала из Российской Федерации и полное прекращение вывода валюты за рубеж. На наш



взгляд, данная задача была полностью выполнена.

С чем столкнулись конкретно мы как управляющая компания? Как я уже сказала, основная проблема нас обошла: мы не столкнулись с проблемой блокировки активов в центральной депозитарии. Кроме, естественно, еврооблигаций: по еврооблигациям, к сожалению, без центрального депозитария работать невозможно. Эту проблему необходимо решать, и кажется, что здесь можно параллельно вести диалог с эмитентами, так как они ведут хозяйственную деятельность в Российской Федерации. Но это немножко о другом.

Основной целью Указа 79 было ограничение вывода иностранной валюты, а целью указа 81 — запрет на предоставление кредитов и займов, запрет на сделки с ценными бумагами. Формулировки указов максимально широкие. Как мы потом в ходе дискуссии с регулятором и саморегулируемой организацией поняли, это было сделано для того, чтобы не упустить какие-то детали в процессе реализации тех целей, которые были перед данными указами поставлены.

И что же делать? Когда мы прочитали указ 81-й первый раз, то поняли, что нам как компании, которая находится под контролем резидента, делать прак-

тически ничего нельзя. Но дальше 50% наших страхов развеялось после дискуссий, а часть необходимо было снять через решение правительственной комиссии.

Изначально казалось, что это достаточно просто: если есть комиссия, то она принимает те или иные решения. Основная проблема была в том, что бумаги многих наших клиентов (и управляющей компании, и брокера) не заблокированы. Однако при попытке продавать эти ценные бумаги мы столкнулись с трудностями заключения сделок. То есть, продать через дружественного контрагента можно, но инфраструктура на момент выпуска

81-го указа и иных указов еще не была готова. Через тот же самый Казахстан мало кто работал, этим путем заключались только внебиржевые сделки и это достаточно дорого. Для понимания: одна сделка стоит 400 долларов. С фондами проще, так как там можно консолидировать активы. Если мы говорим про доверительное управление, то там, естественно, все транзакционные издержки перекладываются на клиента, но не в полной мере, потому что, действительно, 400 долларов за сделку — это очень дорого.

После консультаций с саморегулируемой организацией и регулятором, спасибо им огромное, нам разрешили продолжить работать через внешние площадки, с которыми у нас были сетаны на момент выпуска указов. У нас не было проблем с расчетами, хотя возникали гипотезы, что и данную возможность на той или иной стадии могут заблокировать. Но этот риск не реализовался.

При этом наша возможность продажи иностранных бумаг на западных площадках у нас действует до июля. Наверное, будем опять обращаться к Центральному банку и саморегулируемой организации на предмет возможности продления данного разрешения.

Пока возможность есть. В апреле мы получили разрешение правительственной комиссии, с апреля начали работать. Повторю: разрешение это крайне сложно получать. Здесь нам крайне серьезно помогли коллеги из Центрального банка.

При этом разрешение касалось только паевых инвестиционных фондов. Бумаги из доверительного управления продавать на внешних рынках нам нельзя вследствие того, что из фонда идет более прогнозируемый объем возможных сделок, а из доверительного управления он не прогнозируется, потому что объем доверительного управления достаточно велик.

В качестве выхода регулятор предложил (а мы согласились) установить

дату, до которой ценные бумаги можно реализовывать. Мы в настоящий момент можем продавать только бумаги, которые приобрели до (кажется) 22 февраля. Бумаги, приобретенные позднее, продавать на внешних площадках уже нельзя. Поэтому остается только вариант продажи через либо дружественных контрагентов, либо через площадки. Либо, если мы говорим про заблокированные счета, нужно дальше разбираться.

Поэтому дополнительные сложности есть. Ситуация лучше, чем в феврале, потому что альтернативные каналы, помимо внешних площадок, уже установлены. Плюс еще коллеги общаются сейчас с китайскими партнерами, через которых тоже можно продавать бумаги. Но это все более сложно и дорого.

Тем не менее мы регулятора понимаем на сто процентов, тема очень сложная.

Помимо разрешения на продажу на внешних площадках, мы также получили разрешение в целом на работу с лицами под контролем иностранных компаний в Российской Федерации, потому что мы фактически и находимся под таким контролем. Практически вся инфраструктура изначально сказала, что с нами работать не сможет. Поэтому опять же получали специальное разрешение. Соответственно, сейчас через брокера, через банк, через управляющую компанию мы как резиденты все услуги клиентам оказываем.

Точно таких же подходов мы придерживаемся и в работе с нерезидентами, здесь исключений нет.

Поэтому нам бы хотелось рассмотреть возможность работать на внешних площадках по реализации иностранных ценных бумаг, так как идея всех указов заключается в том, что надо возвращать валюту в страну, а при реализации ценных бумаг мы именно избавляемся от актива. Это

интересует многих клиентов. И даже если это клиенты лишь двух управляющих компаний, все равно они являются резидентами Российской Федерации, которым мы делаем хорошо. За относительно небольшую стоимость клиенты реализуют свои бумаги, которые в любой момент могут превратиться в менее ликвидный инструмент, чего не хотелось бы.

Второй вопрос, очень многогранный — вопрос работы с КИКами сейчас. Он касается, естественно, КИКов, которые зарегистрированы в дружественных иностранных юрисдикциях. Вопросы по КИКах масса, они стекаются и в НАУФОР, и к регулятору. Если здесь будет возможность это прокомментировать, было бы здорово. Если нет, тогда продолжим общение, но уже вне рамок данной конференции.

Илья, наверное, у меня все. Спасибо большое.

Справка. КИК, контролируемая иностранная компания — иностранная компания, определенная часть акций которой принадлежит налоговым резидентам данной страны. Это правовая конструкция, применяемая налоговыми органами разных стран и описывающая юридическое лицо, осуществляющее свою деятельность в одной стране (юрисдикции), но принадлежащее или контролируемое налоговыми резидентами другой страны (юрисдикции).

Илья Ванин. Да, Оля, спасибо большое, достаточно подробная и актуальная презентация. Я бы выделил в ней три основных посыла. Думаю, что сейчас мы уже по времени не успеем их обсудить и до чего-то дойти по существу. Но я бы их еще раз просто озвучил.

Посыл первый, к Центральному банку — продлить срок реализации иностранных ценных бумаг ПИФов далее 30 июня. Посыл второй — решить вопрос с КИКами дружественных государств. Посыл третий — распространить возможность реализации иностранных ценных бумаг на иностранных площадках

для клиентов индивидуального доверительного управления.

Давайте эти вопросы дополнительно проработаем, обсудим. Как видим, рынку это нужно, и мы рассчитываем на решение этих вопросов, хотя сейчас подробнее останавливаться на них не будем.

Коллеги, сейчас я хотел бы еще раз предоставить слово Алексею Третьякову для того, чтобы он поделился мыслями о том, как нам избежать потерянного десятилетия, какие есть для этого возможности. Алексей, прошу.

Алексей Третьяков. Согласно свежей статистике ресурса Инвестфандс, оттоки из фондов продолжились. После рекордного (на 23 млрд рублей) апрельского оттока отток в мае составил 11 млрд рублей. Это не так много, но, мне кажется, пока время есть, к свежим ранам можно и нужно применить какое-то лечение.

Есть пример 2018 года, когда тоже были введены санкции против «Русала», был краткосрочный отток из ПИФов, но в итоге весь рынок вырос, инвесторы, которые тогда не нервничали и оставили деньги в ПИФах, заработали. Тогда санкции не прервали тенденцию притока средств в ПИФы.

Сейчас мы видим, что инвесторы, как обычно, учатся. В момент открытия торгов первая реакция была, что сейчас все на дне и можно покупать. После краткосрочного подъема рынка началось новое падение, и инвесторы начали уже разделять ситуации. Акции тех компаний, которые (как, например, «Роснефть») показали рекордную прибыль и объявили рекордные дивиденды, восстановились. Но компании в иностранных юрисдикциях, компании технологического сектора нашего рынка продолжили падение и в результате утянули индекс вниз на 40%.

Поэтому, на мой взгляд, сейчас все-таки важно выработать реальное решение относительно заблокированных активов.

А вторым номером стоит вопрос о том, как помочь компаниям, зарегистрированным в зарубежных юрисдикциях. Или как можно просто успокоить инвесторов. Чтобы они не нервничали и понимали: в конечном счете вместо американских или голландских акций «Яндекса» они получат акции российского «Яндекса». Потому что закрепление этой ситуации, как мы видим по опросам клиентов, не приведет к притоку на российский фондовый рынок.

Скажу пару слов об опросах. Мы провели два опроса, в каждом из которых приняло участие более тысячи респондентов. В апреле им задавали вопрос, во что сейчас лучше всего инвестировать? Четверть респондентов ответила, что в наличную иностранную валюту (самый популярный ответ). В мае мы задавали вопрос, нужно ли иметь зарубежные счета. И 70% участников ответили, что либо уже открыли зарубежные счета, либо задумываются об этом вопросе. Мне кажется, еще год назад никто даже не думал, что это жизненно необходимая вещь.

Поэтому, как мне кажется, в плане зарубежных активов единственным реальным решением будет либо выкуп этих активов с балансов фондов, либо обмен на заблокированные активы, которые сейчас есть у нерезидентов, инвестировавших в российские бумаги. Следует учитывать, что объем российских акций и ОФЗ на счетах нерезидентов в разы превышает все иностранные активы, которые принадлежат ПИФам (даже вообще, наверное, всем российским инвесторам). Так или иначе, эту проблему тоже нужно будет решать в правовом поле. Ни одна управляющая компания в силу своей компетенции не может решить эту проблему индивидуально.

Поэтому, мне кажется, следует сформировать соответствующее предложение и вынести его на обсуждение с зарубежными контрагентами. Обсуждать же

само содержание предложения можно, конечно, только с привлечением всех регуляторов и правительства

Наверное, это самое важное. На этом остановлюсь.

Илья Ванин. Алексей, спасибо большое.

Коллеги, сейчас перерыв. После него начнем третью панель, посвященную самому крупному сегменту рынка коллективных инвестиций, в первую очередь закрытым паевым инвестиционным фондам.

Спасибо. Ждем вас. □

ВДОХНОВЕНИЕ В ЦВЕТЕ!

ПАРАДИЗ®

ПРЕПРЕСС · ДИЗАЙН · ТИПОГРАФИЯ



+7 (495) 755 24 10



info@paradiz.ru  www.paradiz.ru



Москва, Ленинградский пр-т, дом 47, офисы 916, 920, 924
Мос. обл., г. Краснознаменск, ул. Парковая, дом 2а



Офсетная печать



Цифровая печать



Широкоформатная
и интерьерная печать



Послепечатные
работы



Дополнительные
услуги



Дизайн и допечатная
подготовка

Типография Парадиз – современная типография полного цикла. Мы предлагаем своим клиентам полный перечень полиграфических услуг и являемся лидерами в этой сфере.



РЕКЛАМНАЯ ПОЛИГРАФИЯ

брошюры, каталоги,
буклеты, газеты,
листовки, пакеты,
плакаты, флаеры,
афиши, журналы,
постеры, комплексные
заказы



ДЕЛОВАЯ И ПРИКЛАДНАЯ ПОЛИГРАФИЯ

визитки, блокноты,
ежедневники, папки,
бланки, открытки,
конверты, кубари,
фотокнижки, планинги,
гарантийные талоны,
инструкции, годовые
отчеты, книги



КАЛЕНДАРНАЯ ПРОДУКЦИЯ

квартальные,
настенные, карманные,
настольные,
перекидные,
календари-плакаты,
календари-домики,
календари-магниты,
календарные блоки



POS - МАТЕРИАЛЫ И УПАКОВКА

хенгеры, шелфтокеры,
вобблеры, коробки,
этикетки, наклейки,
пакеты, холдеры,
выкраски, подставки,
ценники, вкладыши,
конверты



НАРУЖНАЯ РЕКЛАМА

баннеры, таблички,
плакаты, постеры,
мобильные стенды,
штендеры, вывески,
чертежи, картины,
ростовые фигуры



Восстановление. Расширение

МАТЕРИАЛЫ ТРЕТЬЕЙ СЕССИИ «РЫНОК ЗПИФ — КРУПНЕЙШИЙ СЕГМЕНТ ИНДУСТРИИ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ В РЕЖИМЕ САНКЦИЙ»

Фотографии Сергей Ермохин

Участники: Валерий Красинский (заместитель директора департамента - начальник управления регулирования департамента инвестиционных финансовых посредников Банка России); Илья Ванин (вице-президент НАУФОР); Алексей Володарский (заместитель генерального директора УК «РВМ Капитал»); Роза Воронина (начальник управления по работе с НКО «ААА Управление Капиталом»); Татьяна Есаулкова (генеральный директор СДК «Гарант»); Евгений Постников (руководитель департамента структурных фондов и фондов недвижимости АО «ВИМ Инвестиции»); Николай Швайковский (заместитель генерального директора, руководитель направления по взаимодействию с государственными органами УК «Альфа-Капитал»).

Модератор: Екатерина Черных (председатель комитета НАУФОР по ЗПИФ).

Екатерина Черных. Хотелось бы начать с кардинального вопроса — что происходит с рынком? Я абсолютно не согласна с выступлением на предыдущей сессии, смысл которого состоит в том, что не надо выкупать иностранные ценные бумаги. Законодательство по ценным бумагам, которое внедрялось на территории Российской Федерации, ориентировалось на западные образцы. Так или иначе, но мы построили свой фондовый рынок по чужим правилам игры; заставили инвестора и самих себя поверить в незыблемость этих правил игры. Сейчас эти правила, по факту, отменились: их больше нет для нас. Чтобы вернуть российского инвестора на рынок, его, инвестора, надо сохранить.

Мне кажется, это будет очень хорошая история, которая привлечет в систему новые деньги, причем быстро.

Виталий Баланович. Ключевое слово, которое я услышал от Екатерины: доверие. Если мы утратим



доверие инвестора, то вынуждены будем очень больно и тяжело его восстанавливать. Человек, которому в ситуации подобного рода не страшно и не больно, — это немного патология. Все мои доверители — квалифицированные инвесторы. В этой связи любой продукт, который я буду им дистрибутировать, придется очевидным образом обвязывать: а почему сейчас они должны мне поверить? Поверить, во-первых, моему профессионализму, во-вторых, моей информированности, в-третьих, моей мотивации.

В принципе, все три аспекта сейчас подорваны — частью по моей вине, частью по внешним причинам, но это на

самом деле не важно. Представлять, что мы продолжим делать то же самое, но просто более хорошо, более предусмотрительно, с другими контрагентами — с Китаем или с Индией — большая иллюзия. Такие действия не являются решением проблемы.

Екатерина Черных. Красинский, как ты видишь, при полном раскрытии информации, при требованиях к оценщикам, при всех качественных параметрах, которые можно установить, — насколько реально сейчас добавить [что-то новое], допустим, до конца текущего года в состав структуры активов? Если мы, конечно, как управляющие компании в ответ покажем бизнес, то есть покажем,

что будем делать и сколько клиентов привлечем.

Валерий Красинский. До конца текущего года, я думаю, вряд ли.

Екатерина Черных. Вот давай разберем конкретный пример: бизнес Макдоналдса, всеми любимого фастфуда. [При уходе с российского рынка] они заключили опционную сделку, потому что ничего другого сделать не могли. Но в принципе была дискуссия о том, чтобы посадить этот бизнес в ЗПИФы, привлечь инвесторов. Почему не пошли по этому пути? Потому что критерии фонда квалифицированных инвесторов достаточно высоки для массового рынка. Люди не поверили, что можно нормаль-

но распродать бизнес сети Макдоналдс через фонд для квалинвесторов.

Валерий Красинский. Ну, мне кажется, что в данном примере мы немножко подменяем проблематику ЗПИФа. Это какое-то публичное размещение получается, потому что ты пытаешься через формат ПИФ сделать публичную компанию.

К тем же к ПАО на российском рынке предъявляется целый ряд требований — и по прозрачности, и по всему остальному. Насколько это будет соблюдаться в описанной тобой схеме, и насколько она не превратится в регуляторный арбитраж — это большой вопрос на самом деле.

Екатерина Черных. Следующий пример — дата-центры. Имущество дата-центра — это металл, стойки, вентиляция, железо, это такая довольно быстро амортизирующая история. [При этом бизнес дата-центра имеет вполне понятные параметры; это хороший актив]. Рассказываю конкретный кейс.

Компания «Ростелеком» искала возможность заключить договор аренды на 25 лет под свой дата-центр. Это нормальная абсолютно история, но в фонд для неквалинвесторов этот актив [помещение, арендованное под дата-центр] поместить нельзя, потому что имущество дата-центра — движимое имущество.

Валерий Красинский. Это опять вопрос о том, какие риски можно допускать для неквалифицированных инвесторов, насколько можно ограничить эти риски конкретными требованиями и так далее. Это не вопрос о том, какое в фонде имущество — движимое или недвижимое. Сюжет, о котором ты говоришь, включает в себя неопределённую массу факторов; соответственно, уровень риска в такие инвестиции явно сильно выше [среднего]. Понятность всей этой истории для инвестора не очень велика. По факту, инвестор в этой ситуации будет полагаться исключительно на управляющую компанию. И, наверное, это спорная инициатива.

Екатерина Черных. Ну, то есть она пока так воспринимается... Я специально накидываю довольно понятные истории, живые — чтобы вы почувствовали, насколько они вообще при этом реализуемы.

Илья Ванин. Я хотел добавить, что из комментариев Валерия следует главный посыл, который впоследствии будет важно развивать — что в целом Банк России готов рассматривать новые направления инвестиций как таковые. Но не готов это делать в режиме «строчка в балансе фонда — доля общества с ограниченной ответственностью». То есть, мы должны работать в таком формате, когда доля в ООО может попасть в баланс ПИФа. Но рынку надо будет продумать, выработать и предложить Банку России требования, которые отличат ООО плохое от ООО хорошего. Точнее, такого, которое пригодно для инвестиций в него со стороны неквалинвестора.

Давайте над этим думать. Если мы найдем такие решения и сможем быть убедительны в них, то почему бы и нет.

Екатерина Черных. На первой панели была дискуссия о роли спецдепов, и я бы попросила Татьяну Есаулову поделиться давно наболевшим. В целом спецдепы готовы помогать управляющим компаниям. Как выясняется, если спецдепы не будут хранить имущество фондов и нести за него ответственность, то получат возможность продавать услуги по расчету стоимости чистых активов каким-нибудь иным способом. Такое предложение звучит революционно и ярко.

Татьяна Есаулова. Катя, большое спасибо. Друзья, добрый день, всех рада видеть. После первой сессии я пообщалась с Ларисой Константиновной Селютиной, и мы обсудили все эти революционные вещи, [сказанные на 1-й панели]. Тема хранения движимого имущества оказалась одной из самых популярных на этой конференции: как я поняла, она обсуждается на всех сессиях. На самом деле, комбинированные фонды возникли уже в 2016 году, есть большой спрос

со стороны участников рынков на развитие этих фондов.

А фонды не формируются.

Причина — требование закона о хранении движимого имущества в спецдепозитарии и, соответственно, вытекающая из этого ответственность спецдепозитария за сохранность этого имущества. Если эти две вещи изменить, то комбинированные фонды будут очень активно формироваться. На первой сессии Лариса Константиновна озвучила положение, которое мы как спецдеп поддерживаем: хранение имущества, которое не является ценными бумагами, не должно осуществляться в спецдепозитарии. Эта идея нашла отражение в консультационном докладе о развитии деятельности спецдепов, который подготовил Банк России.

Мне кажется, что за хранение движимого имущества должна отвечать управляющая компания. Понятно, что если мы говорим о движимом имуществе, то ни управляющая компания, ни спецдеп сами это имущество хранить не будут, они будут для этого заключать договоры с соответствующими специализированными хранилищами. Для художественных ценностей есть свои специализированные хранилища. Если мы говорим о зерне, то его хранят на элеваторах.

Екатерина Черных. Где его могут съесть мыши.

Татьяна Есаулова. Оказывается, да.

Если мы говорим о вагонах — это депо, если мы говорим о золоте — то это хранилище банка. Понятно, что эти все активы застрахованы. Любое хранилище страхует все свои активы на 100%. Если управляющая компания будет отвечать за сохранность активов, а спецдепозитарий — осуществлять учет этих активов в составе активов фонда, а также рассчитывать стоимость активов и осуществлять контрольные функции, то, я думаю, получится очень хорошая рабочая схема.

Как должен проходить учет, как должны проходить сделки в ЗПИФах с

движимым имуществом? Если управляющая компания планирует заключить сделку с движимым имуществом, она предоставляет проекты договора о купле-продаже и проект договора хранения на одобрение в спецдеп. Спецдеп согласовывает эти документы, выдает согласие на сделку и после этого уже получает подписанные договоры купли-продажи, а также подписанный договор хранения. Договор хранения, я считаю, также должен быть трехсторонним, по принципу договора банковского счета, который заключают управляющая компания, кредитная организация и спецдепозитарий. В этом документе должна быть некая третья подпись, которая удостоверяет, что любое выбытие активов из имущества фонда должно происходить только при наличии третьей подписи. В нашем случае, это подпись спецдепозитария, подтверждающая, что он в курсе дела.

Дальше хранение имущества осуществляется в хранилище, которое отвечает всем требованиям законодательства для конкретного актива. Спецдеп осуществляет учет этого имущества в своих учетных системах на основании первичных документов, которые он получает от управляющей компании, — ровно таким же образом, как ведет учет денежных средств.

Понятно, что сам учет денежных средств осуществляет кредитная организация, а спецдеп ведет учет этих средств в конкретном фонде. Так же, как он учитывает недвижимость и многие другие активы. Ну и, соответственно, спецдеп получает отчеты оценщика, следит за наличием договора страхования (чтобы он действовал), также выдает согласие, как я уже говорила, на списание средств, на выдачу средств из хранилища.

Сейчас уже все понимают, что самый популярный актив, который управляющие компании очень хотят иметь в составе активов своих фондов, — это, конечно же, золото. И как организовано хранение физического золота в ЗПИФе?

Управляющая компания заключает договор с хранилищем, туда помещается золото, спецдепозитарий вместе с управляющей компанией получает ежемесячные выписки о наличии этого золота в хранилище на текущую дату, осуществляет расчет стоимости активов. При списании, то есть, при выдаче золота из хранилища, соответственно, управляющая компания может это осуществить только при наличии третьей подписи, подписи спецдепа.

Но чтобы эта схема заработала сейчас, нужны изменения в действующий 156-й закон, также нужны изменения в Положение 474-П «О деятельности спецдепозитариев». Но сама эта схема вполне рабочая, я не вижу в ней рисков абсолютно. И тема комбинированных фондов заработает.

Екатерина Черных. Танюша, сейчас по факту позиция Центрального банка состоит в том, что хранить должен спецдеп. Поэтому сделан тройной договор: депозитарий банка хранит золото, а передает его на хранение управляющая компания совместно со спецдепом. В таком формате это работает нормально. То есть, договор на троих, оплачивается он за счет имущества фонда. Важно, чтобы он был на троих, тогда можно направить на оплату средства фонда. Либо нужно увеличивать вознаграждение специализированного депозитария, а он в этом случае заключает договор самостоятельно. То есть сейчас эту работу тоже можно осуществлять, с любимыми драгоценными металлами и алмазами. Дальше будем идти в зависимости от того, какие именно изменения будут приняты в концепции по движимому имуществу. Спасибо огромное.

Татьяна Есаулкова. Работать можно и сейчас, но в нынешней ситуации спецдепозитарий берет на себя все риски, потому что по закону он отвечает за хранение. И если хоть что-то случится с активом (неважно, по какой причине), то, даже если оно застраховано на 100%, однако спецдепозитарий будет

нести полную ответственность. А это миллиардные активы, в то время, как ни у одного спецдепа нет активов больше, чем на десятки миллиардов рублей.

Екатерина Черных. Ну, все-таки хранение драгоценных металлов, особенно в коммерческих банках, тоже находится под надзором Центрального банка. И можно сказать, что выстроено оно неплохо.

Татьяна Есаулкова. Боевики мы все смотрели и знаем, насколько изощренными могут быть схемы ограбления. И кто потом будет нести ответственность?

Екатерина Черных. Специализированный депозитарий. Ну, а как еще?

Валерий Красинский. Надо бы все же определиться, так риски-то есть или их нет?

Татьяна Есаулкова. Если управляющая компания будет отвечать за хранение, то я считаю, что для спецдепозитария тогда рисков здесь нет. Если мы говорим конкретно про ограбления, тогда спецдепозитарий не будет нести ответственность, а будет нести, наверное, ответственность управляющая компания вместе с хранилищем.

Ведь это они выбирают хранилище, они создают фонды.

Валерий Красинский. Когда мы разрабатывали этот законопроект, то вели дискуссию внутри Банка России, в том числе с коллегами. Сегодня это обсуждалось на первой сессии. Во всех этих форматах обсуждалась роль спецдепа. Потому что в этом случае контроль и тем более учет становится бумажным.

Татьяна Есаулкова. Так же, как и по недвижимости сейчас.

Валерий Красинский. Ну, с недвижимостью более сложная история. Там есть публичный правовой реестр, — хотя он тоже не обеспечивает сохранность, это правда, и эти риски реализовывались, кстати. Мы не один раз видели такую историю: когда у управляющей компании аннулировалась лицензия на управление фондом недвижимости и, соответственно, спецдеп вступал в пре-



кращение, то выяснялось, что или квартиру уже продали давным-давно, или вместо крутого объекта коммерческой недвижимости стоит полуразрушенный сарай.

Екатерина Черных. Коллеги, прекрасно. Значит, тема животрепещущая. Я думаю, что она будет в фокусе до конца года, пока идет активная работа с этим законом.

Хочется перейти к розничным фондам, но надо все-таки еще проговорить про прямые инвестиции. Потому что закрытые паевые инвестиционные фонды — это действительно очень хороший инструмент для квалифицированных инвесторов. И здесь есть очень хороший опыт у «Альфа-Капитала». Николай, по-

делись, пожалуйста, как вы это видите, и что позволяет вам делать этот механизм для ваших клиентов, когда нужно привлечь, например, 500 млн рублей. Известно, что кредиты объемом от миллиарда рублей банки с удовольствием выдают, до 100 млн рублей тоже легко, а вот от 100 до 600 млн попробуйте-ка привлечь с нуля. Выяснится, что никто кредитовать такие небольшие суммы не хочет.

Николай Швайковский. Екатерина, спасибо. Да, это правда. В последнее время мы стали больше внимания уделять фондам альтернативных инвестиций, в силу этого выделили для названной проблематики отдельный блок. К нам при-

ходят люди, для которых такой механизм инвестирования востребован. При этом их не удовлетворяют другие формы, например, договор инвестиционного товарищества — в силу низкой прозрачности этого формата. Таким образом, комбинированные ЗПИФы, как ни странно, являются более интересными финансовыми инструментами для финансирования. В том числе, для финансирования прямых инвестиций.

Но чем больше мы в эту проблему погружаемся, тем больше понимаем, что в ряде случаев действующее регулирование удовлетворяет условиям инвестиционной идеи не в полной мере. Примерно год назад, когда мы в это только по-

грузались, нам казалось, что такие схемы работы в принципе невозможно реализовать в рамках ЗПИФов. Сейчас нам кажется, что это возможно, но при условии конкретной доработки.

Хотел бы выделить несколько сложных вопросов, которые в мире решены, а в России, возможно, потребуют какого-то решения. Во-первых, это премаркетинг таких фондов. В международной практике существует так называемый инвестиционный меморандум частного размещения. Это некий документ, который доступен инвесторам еще до сбора средств в фонде. У нас его роль выполняют ПДУ, но они становятся публичными с момента регистрации. До регистрации ПДУ является непубличным документом. А в международной практике существует предварительный документ, — более детализованный, более формализованный, который и призван описать инвесторам будущий продукт.

У фондов альтернативных инвестиций в мире есть разные инвесторы. Соответственно, под них созданы и разные классы паев, и разный объем прав (в том числе на раскрываемую информацию), которыми эти инвесторы обладают. В РФ такой механизм невозможен. Далее, в мире для определенных инвесторов существует как бы обратная история — обязательства по инвестированию (и отложенное вознаграждение, и соинвестирование). В РФ это тоже отсутствует. Плюс уже упоминавшаяся ранее невозможность (или ограничение) приобретения собственных паев управляющей компании. Почти во всех случаях в мировой практике у фондов альтернативных инвестиций такая возможность есть, и это показывает инвесторам, что управляющая компания заинтересована в реализации инвестиционных стратегий запускаемого фонда.

В части распределения вознаграждения для альтернативных фондов в мировой практике реализована возможность выплаты части вознаграждения третьим

лицам, то есть менеджерской команде, которая привлекается для реализации стратегии фонда.

И, конечно же, надо понимать, что около половины этих фондов не показывают никакого дохода, отрабатывают в ноль. (Не знаю, насколько это можно закрепить законодательно, скорее, это ментальная практика). Вот этот бизнес-риск должен быть понятен как инвесторам, так и регулятору. Он должен быть ими принят. В этом контексте я не вижу в РФ условий, при которых такие фонды могли бы создаваться для неквалифицированных инвесторов. Я резонно считаю, что этот формат — только для квалифицированных инвесторов. И в большинстве случаев, для входа в фонды альтернативных инвестиций действует еще более жесткий имущественный критерий, скажем так, и более высокий входной порог, нежели у нас для квалифицированных инвесторов.

Но вместе с тем на Западе понятие квалифицированного инвестора является открытым. В то время как российские участники рынка не могут принимать для ЗПИФов некую уже существующую квалификацию. И это не позволяет реализовать такие продукты в рамках финансовых платформ. А мне кажется, это правильно было бы делать, в том числе через открытую архитектуру, но доступ к которой по каким-то понятным критериям подходит.

Екатерина Черных. Коля, спасибо огромное. Я бы резюмировала таким образом: мы видим те возможности, в направлении которых наш рынок еще может двигаться для того, чтобы внутри мы могли привлекать средства в проекты, в прямые инвестиции по апробированным форматам. Да, это больше похоже на венчурные инвестиции, но этот механизм подходит.

Потому что, если мы не будем вкладывать деньги в новые бизнесы, то и не появятся те бизнесы, которые можно потом будет выводить на биржу и капитализировать.

Николай Швайковский. Совершенно верно. Без первых этапов не будет последующих. Хочу сказать спасибо Илье Ванину, что он впрягся в эту работу. Какое-то время назад на базе НАУФОР сформировалась рабочая группа для сбора предложений по теме альтернативных инвестиций. Мы, наверное, вскоре выйдем с ними, в том числе на Банк России.

Екатерина Черных. Всегда есть инициатор, который что-то предлагает. Ему надо дать инструмент привлечения ресурса для того, чтобы конкретная сделка, конкретное здание и так далее — могли появиться на свет и начать приносить доход. Здесь я хотела бы передать слово Алексею Володарскому, он продолжит тему смены классификации фонда для работы с разным бизнесом.

Алексей Володарский. Спасибо большое, Екатерина. Когда мы обсуждаем смену классификации бизнеса и, соответственно, фонда, то отталкиваемся от другой задачи. Идем от задачи сформировать для розничного инвестора конечный продукт, то есть, розничный фонд. Есть один путь — купить готовый объект. Здесь мы сталкиваемся с серьезной конкуренцией (об этом упоминалось на предыдущей сессии) со стороны компаний, которые активно работают на упрощенной системе налогообложения. Активы нашего фонда составляют до 200-300 млн рублей, конкуренция сумасшедшая, что-то купить в этом диапазоне цен достаточно сложно. Более дорогих объектов меньше, они более сложные в выборе. В результате покупки получаем хороший розничный продукт, он легко пакуется, понятен для клиента, для управляющей компании. Можно пойти по этому пути.

Есть второй путь. У нас имеется наработанная практика, когда мы не покупаем готовый актив, а строим его. Это первый этап, я бы так сказал, подготовки продукта. Для этой цели у нас есть инвесторы, которые являются профессионалами в области девелопмента, строители.

Они нацелены на другую историю: найти земельный участок (или недостроенный актив, или актив, по которому нужно провести редевелопмент), далее провести работы (с привлечением или без привлечения кредита) по строительству, далее сдать построенный/достроенный актив в аренду. Только после этого актив становится готовым для продажи уже розничному инвестору.

На этом этапе первые инвесторы хотят выйти из проекта, им дальше уже неинтересно в нем сидеть, они уже готовы получить на этом этапе свои 20-25%, снять поручительство из банка и уйти делать следующий проект.

Что происходит на этом этапе? Опции следующие. Либо можно паи этого фонда дальше продавать в розницу квалифицированным инвесторам, что, на наш взгляд, несколько ограничивает возможности. Либо можно переупаковать его в фонд для неквалифицированных инвесторов, но это связано с серьезными издержками: мы должны вывести актив, по сути, за контур управляющей компании и затем обратно его туда каким-то образом купить. Тут возникают и транзакционные издержки, и налоговые потери, и трата времени. Но если бы существовал и был доступен механизм реклассификации фонда (из фонда для квалифицированных инвесторов в некавалный фонд), то пройти развилку было бы максимально просто. Происходила бы просто продажа паев от инвесторов первой волны инвесторам второй волны, которых удовлетворит уже доходность 10-12%. При этом инвесторы второй волны понимают, что купили стабилизированный актив, понимают состояние этого актива. Это было бы максимально просто.

В связи с этим у меня вопрос (или предложение) к Валерию Красинскому: насколько мы готовы принимать соответствующие решения, то есть, изменения в 156-ФЗ касательно реклассификации фондов?

Валерий Красинский. Ответ простой: мы готовы. С учетом того, что регулятор, в принципе, это предварительно на концептуальном уровне поддерживал. Помоему, Владимир Викторович Чистюхин тоже поддержал. Как и договаривались, ждем от рынка предметных предложений. Нужно детально описать, как будет происходить процесс смены формата фонда — общее собрание и так далее. Думаю, что все это вполне решаемо и регулятор готов это все рассматривать. Спасибо.

Алексей Володарский. Это отрадно, спасибо большое.

Илья Ванин. На концептуальном уровне вопрос решен, под этот вопрос создана рабочая группа при НАУФОР. Мы в спокойном режиме подготовили концепцию законопроектов. Там есть некоторые юридические тонкости, которые надо еще дополнительно обсуждать, в рамках вопросов по объединению фондов и тому подобное.

Но в целом концепция есть, и я думаю, с сокращением количества других инструментов приоритет развития закрытых фондов повысится. В обозримом будущем мы готовы будем представить (в Банк России или через депутатский корпус) этот законопроект для принятия.

Екатерина Черных. Появился новый класс клиентов для управляющих компаний — это фонды целевого капитала. Для этих фондов крайне важна стабильность, регулярный доход. Потому что целевой капитал нельзя проедасть, его надо защищать от инфляции, а на цели можно тратить исключительно доход, полученный в результате инвестиционной деятельности. Я хочу передать слово Розе Ворониной.

Роза Воронина. Спасибо. Добрый день, коллеги! Эндаумент и целевой капитал — это механизм, через который некоммерческие организации занимаются инвестированием. Некоммерческая организация привлекает благотворительные средства от юридического или физиче-

ского лица и не тратит их здесь и сейчас, а через управляющую компанию создает инвестиционный портфель. Далее, получая доход, она инвестирует в целевые проекты из этого дохода. Таким образом, у некоммерческой организации остается основное тело капитала, то есть привлеченные средства, которые она, в принципе, продолжает увеличивать за счет новых привлечений. Соответственно, тратит она только доход, создавая неприкосновенный, стабильный и надежный источник ежегодного финансирования своих проектов, обеспечивая устойчивое развитие некоммерческого сектора.

Для современной России целевые капиталы — относительно новое явление, специализированный закон появился только в 2006 году. На данный момент таких фондов в стране более 200, общий объем активов этих фондов на 31 декабря прошлого года составил 45 млрд. Но буквально на днях случилось приятное событие. Объем рынка заметно увеличился за счет 10 млрд рублей целевого капитала, сформированного благотворительным фондом Владимира Потанина. **Екатерина Черных.** Так что теперь объем рынка составляет 55 миллиардов рублей.

Роза Воронина. Среди эндаументов есть многомиллиардные инвесторы, которые по разным причинам (в том числе, исходя из текущей глобальной ситуации), хотели бы открыть для себя новые виды инструментов. И ЗПИФ как раз сейчас будет привлекать их особое внимание, — в том числе и в первую очередь ЗПИФ, связанный с недвижимостью. Потому что ранее этот актив, несмотря на то, что был разрешен для приобретения в портфели эндаументов, был достаточно сложным с точки зрения реализации, в силу законодательных ограничений.

Эти ограничения были сняты благодаря, в том числе, НАУФОР в марте этого года. Соответственно, для компаний, управляющих средствами фондов, после этого открываются новые горизонты. Но, хотелось бы особенно

заметить, что речь идет о фондах для неквалифицированных инвесторов. Этот вопрос на самом деле стоит достаточно давно (опять же, в первую очередь для крупных целевых капиталов), но сейчас становится все более актуальным.

Наверное, сейчас мы усиленно будем идти именно в направлении получения статуса квалифицированного инвестора. Либо продукты, которые доступны пока только квалифицированным инвесторам, впоследствии станут каким-то образом доступны и некалам. В принципе, у меня все. Спасибо.

Евгений Постников. Если можно, я чуть добавлю про эндаументы. Наша управляющая компания является на текущий момент лидером этого рынка, на нас приходится 40% объема эндаументов (порядка 16–17 млрд рублей). Это потенциально гигантский рынок, в России он находится пока еще на стадии зарождения. В Штатах этот рынок составляет 700–800 млрд долларов. Против наших 45–50 млрд рублей. Это просто несопоставимо, это другая культура вообще, которая у нас, по сути, сейчас только зарождается.

Дабы поддержать тему ЗПИФ, отмечу, что горизонт планирования для эндаументов сейчас годовой, поэтому порядка 90% их портфелей составляют бонды. Если посмотреть, что происходит на Западе, то там 70% портфеля составляют equity и альтернативные инвестиции. То есть они смотрят не на год вперед, а на годы. Инвестиции в закрытые паевые инвестиционные фонды — это именно те инвестиции, к которым надо стремиться, потому что там доходности будут выше. Можно жить год от года с доходностью 9–10–11% на бондах. А можно жить с двузначной доходностью: 20%, а может быть, и выше. Но понимая при этом, что, например, в текущем году ты доход не получишь. Насколько я понимаю, сейчас в эндаументах есть норма, согласно которой доход необходимо выплачивать ежегодно. В то время как основной доход

приходится на третий-пятый года инвестирования, но зато это будет гораздо более доходная история.

Надо смотреть в эту сторону. Тема эндаументов перспективна и мы в ней тоже будем участвовать.

Екатерина Черных. В целом этот рынок будет обеспечивать создание новой социальной инфраструктуры для городов: школы и так далее. Эндаумент как некая форма, которая носит бессрочный характер, позволяет сформировать качественное потребление для жителей городов.

Теперь хотелось бы вернуться к недвижимости. В РФ используют налогообложение для малого бизнеса с тем, чтобы владеть небольшими объектами недвижимости и сдавать их в аренду без НДС. Но это не значит, что для фондов нужно отменять владение крупными объектами недвижимости. Рынок вместе с Центральным банком за последние семь лет приложил огромное количество усилий к тому, чтобы убрать отрицательные моменты в репутации закрытых фондов и показать, что это действительно нормальный инструмент для работы, причем для широкого спектра целей и задач.

Сейчас правильно выбранные стратегии (например, инвестиции в логистическую недвижимость) показали очень хороший результат. Мы видим здесь рост ставок, доходность этого сегмента на текущий момент покрыла инфляцию, а выиграли клиенты, пайщики. А вот торговые центры сейчас будут страдать. Возвращаясь к первой сессии, это тоже вопрос дискуссии: на какой недвижимости концентрироваться? Можно взять любую недвижимость. Вопрос в цене, по которой управляющий инвестирует в эту недвижимость, и в прозрачности рисков. Следует понимать, каким образом эта недвижимость будет использоваться и сдаваться в эксплуатацию.

Однозначно останутся востребованными торговые центры, офисы, склады. Рынок пройдет очередной виток разви-

тия, и снова окажутся востребованными торговые центры рядом с домом, хотя сейчас кажется, что их надо сносить и на этом месте строить жилье. Это нормальная динамика, просто такими вещами должны заниматься профессионалы.

Наш клиент идет в этот рынок с одной целью — получить экспертизу, заплатив за правильное управление. Потому что экспертиза рынка недвижимости — не его профессия, он занимается другими вещами. В портфелях паевых фондов однозначно должны быть инвестиции в коммерческую недвижимость, на текущий момент этот актив лучше, чем жилье, и он всегда был лучше. Всегда жилье давало доходность 4–5, ну 6% годовых в рублях. Что, прямо скажем, не сильно обгоняет инфляцию. Коммерческая недвижимость дает лучшую доходность, эти фонды растут, и спрос на них довольно высокий. Такие фонды очень понятны для потребителя, для инвестора.

Воспитывать инвесторов нужно на простых продуктах, которые позволяют им дальше принимать более сложные инвестиционные решения.

Сегмент фондов недвижимости, где аккумулировано более чем 20% пайщиков, вырос: его объем уже по итогам даже первого квартала этого года составил порядка 110 млрд рублей. Я понимаю, что на фоне 6 трлн рублей общего объема индустрии это смешно. Тем не менее, в сегменте шел прирост различных пайщиков, там уже практически 45 тысяч пайщиков, это небывалый для нашего маленького рынка результат.

Я очень верю в небольшие проекты. Когда в регионах, в небольших городах местная управляющая компания берет под управление какой-то объект и распродает его в том же городе. Это очень понятно инвестору, это инвестиция практически в собственную инфраструктуру рядом с домом. Это очень понятно с точки зрения местных жителей, это очень понятно с точки зрения эксплуатации. Люди там живут и рабо-

тают, все друг друга знают, инвестиции в такой объект дают им возможность для размещения средств в понятную и простую историю. Кроме того, это будет давать работу в регионах небольшим управляющим компаниям.

Про рынок недвижимости я бы тогда остановилась, потому что на эту тему можно говорить бесконечно.

У нас осталась еще одна важная тема, которая активно развивается с 2014 года. Это тема о структуре передачи в наследство капитала, имущества.

Что делать собственнику, если он временно потерял трудоспособность или вообще ему стало тяжело работать? Мы видели множество кейсов («Натура Сибирика», «Александров»), показывающих, что сложная корпоративная структура бизнеса плохо передается по наследству. А если наследники еще и судятся, то по итогу долгих судебных разбирательств от бизнеса вообще может не сильно чего остаться.

В этой ситуации сегмент персональных фондов дает собственнику возможность консолидировать свои активы и нанять независимую управляющую компанию, которая обеспечит качественное управление и передачу капитала наследникам. Наследники не обязаны быть профессионалами в той же области, что создатель бизнеса. Они могут быть художниками, поэтами, филологами и совершенно не должны разбираться в вопросах корпоративного управления. Это тоже очень важная и полезная часть нашего бизнеса. Будь добр, пожалуйста, Женя: выскажись на эту тему.

Евгений Постников. Спасибо.

Персональные фонды. Думаю, что в текущих реалиях этот сегмент должен заиграть, как бы ни странно это звучало, новыми красками. Он недооценен, по моему мнению. Когда на рынке все хорошо, то этот продукт внимания не привлекает. Потому что, во-первых, он сам по себе непростой: в нем происходит достаточно сложное структурирование актива, зачастую для клиента непонят-

ное. При этом маржинальность продукта невысока, во-вторых. Третий важный момент — для управляющей компании при управлении такого рода фондами возникают достаточно высокие и зачастую неконтролируемые риски.

Соответственно, когда на рынке все хорошо, то управляющая компания выбирает продукты, которые более понятны и ей, и клиентам. Которые легко продать, и легко ими управлять. Это классическое ДУ, ОПИФы, фонды недвижимости те же самые. Которые, помимо того, что они сами по себе уже всем известны и апробированы тысячу раз, при этом еще и приносят достаточно большой доход. Соответственно, персональным фондам уделяется мало внимания. **Екатерина Черных.** Одну секунду! Посмотрите, пожалуйста, данные отчетности Центрального банка по итогам 2021 года. Средняя доходность ЗПИФ — 28,8% годовых. Она включает в себя две составляющие: изменение стоимости активов и выплаченный инвестиционный доход. Покажите мне, какие ценные бумажные фонды могут похвастаться такой доходностью.

Евгений Постников. Получается, что в кризисные времена недвижимость является более стабильным активом, нежели ликвидные ценные бумаги. А вознаграждение в такого рода фондах фиксировано. По сути, это квази-спаситель управляющих компаний, который помогает им держаться на плаву.

Поэтому я бы сейчас плавно перешел к обсуждению триггеров развития этого направления. Я уже говорил, что здесь возникают риски для управляющей компании. Приходят очень разные клиенты: с безумными идеями, с безумными активами. При этом управление таким фондом осуществляется не только управляющей компанией: стратегия определяется совместно с клиентом. В этом случае надо бы все-таки снизить ответственность управляющей компании за управление. Например, придумать новую категорию фондов,

которая бы позволяла ограничить ответственность УК, чтобы в критических ситуациях решения принимались с участием пайщика. Если мы сможем каким-то образом реализовать защиту от такого рода рисков, то я гарантирую, что количество персональных фондов под управлением управляющей компании увеличится кратно. Да, у них, может быть, будет не такая большая маржинальность, но с точки зрения абсолютного значения это могут быть очень существенные цифры.

Теперь, переходя к обсуждению того, какие триггеры могли бы дать отечественному рынку новые возможности. Мы все прекрасно знаем, что до текущего момента многие любили структурировать большое количество активов (недвижимость, в частности) через западные оффшоры. Через Кипр, в первую очередь. Таким способом было структурировано подавляющее количество активов. Сейчас мы видим, что санкции становятся все сильнее и сильнее, работать в этих юрисдикциях становится все сложнее и сложнее.

Екатерина Черных. Сейчас уже просто невозможно.

Евгений Постников. Ну да. Даже неважно, находишься ты в SDN-листе или нет, приближен ты к руководству РФ или не приближен. Любого резидента Российской Федерации просто ставят на «стоп», и работать в недружественных странах становится невозможно.

Соответственно, сейчас такого рода клиенты думают о редомициляции юрисдикции, о ее смене. Этот процесс позволяет сменить юрисдикцию, при этом все, что находится внутри компании (активы, обязательства, корпоративное управление) остается в том же состоянии, в котором было до этого. Сейчас люди анализируют разные истории: и возможности Эмиратов, и возможности российских специальных административных районов (на текущий момент их два: остров Октябрьский и остров Русский). CAP позволяют получать опре-



деленные налоговые льготы. Собственно говоря, они и создавались на тему деофшоризации. На мой взгляд, это может быть самым сильным решением из всего того, чтобы было прежде.

Что касается базовых вещей, на которые мы как управляющая компания ориентируемся при создании персональных фондов.

Екатерина сказала о наследовании. Эта история реально популярна. Все больше и больше людей задумываются о том, что делать при смене поколений. А персональный фонд — это структура, которая позволяет аккумулировать внутри себя большое количество самых разнообразных активов. Это может быть

и недвижимость, и доли компаний, и какие-то права, и ликвидные/неликвидные активы. В результате использования такого формата процесс наследования можно очень сильно упростить. Одно дело делить компании, недвижимость и все прочее между большим количеством ближайших родственников. Другое дело просто распределить между ними определенное количество ценных бумаг (паи фонда).

Тогда процедура наследования происходит очень быстро. Поэтому достаточно успешно работаем в этом направлении.

И в продолжение темы о видах активов. Тема золота и движимого имуще-

ства — это своего рода новые истории. Золото позволяет бороться с инфляцией, поскольку в настоящий момент достаточно сложно определить, куда инвестировать. Но золото клиенты спрашивают. И ЗПИФ для квалифицированных инвесторов достаточно успешно позволяет предлагать им такую возможность.

Мы с нашим спецдепозитарием очень качественно проработали также вопрос движимого имущества (в отношении автомобилей и вагонов). Помимо прочего, здесь большое значение имеет наличие договора аренды. Зерно мы не изучали, это очень сложная история, но вот такое движимое имущество, как автомобили и вагоны...

Екатерина Черных. Зерно — это мыши. **Евгений Постников.** Мышей в фонд не будем брать. Это достаточно просто: большой объем ответственности можно передать, в том числе, через договор аренды. Если кто-то будет над этим серьезно задумываться, то пусть имеет в виду, что эти истории прорабатывались. И можно изучить конкретную практику, прежде чем реализовать ее на собственном опыте.

Екатерина Черных. Спасибо огромное. Коллеги, хотела буквально минут 10–15 еще потратить вашего времени. Ведь чем хороша наша встреча? мы целый год варимся каждый в своем бизнесе, у каждого своя специализация. Коллеги из депозитариев, коллеги из управляющих компаний — все они бегут каждый в своем направлении. Задача наша здесь — обменяться общей информацией, создать общую повестку, понять, что может быть важным, ценным, интересным для рынка в целом. Может оказаться так, что вы позаимствуете здесь какие-то идеи, предложите их своим клиентам и в конечном итоге сможете увеличить объем активов под управлением. Индустрия ЗПИФов однозначно будет расти: нет замены крупному частному инвестору, кроме коллективного. Но нужны механизмы и прозрачные инструменты.

Вот я считаю, что наш инструмент (ЗПИФ) таков и есть. Он позволяет закрыть огромное количество вопросов, приложим в тысячах вариантах.

Тем не менее, сегодня рынок опять нестабилен, турбулентность высока, волна продолжает качать. И я бы хотела услышать предложения, причем не только от участников панельной сессии, но также из зала. Каковы ваши ожидания от текущего года? каким вам видится следующий год? что будет сейчас важным? Так или иначе, надо сохранить компании, доходы; рынку нужны фонды, которые будут приносить выручку управляющим компаниям.

И завершить я бы попросила, конечно, Илью, а потом Валерия, потому что у

них задачи, так сказать, смотреть, чтобы мы своим творчеством не разрушили все то, что было правильно построено и отрегулировано.

Роза, можно с тебя начать: каковы твои ожидания на этот год?

Роза Воронина. В отношении рынка целевых капиталов сейчас главный вопрос заключается в том, чтобы к нему не был потерян интерес со стороны всех участников процесса (начиная с жертвователя и заканчивая собственниками фондов). Это стабильный инструмент, это долгосрочный инвестор. Разочарований в отношении него быть не должно. И этот вопрос уже начал решаться.

Мы сейчас боремся с тем, чтобы решались некоторые зональные проблемы. Чтобы не было репутационных потерь, и рынок продолжал развиваться. И хотела бы немного дополнить спич Евгения относительно персональных ЗПИФов. Персональный ЗПИФ — это часть одного большого вопроса, связанного с тем, что у рынка сейчас есть возможность формировать личные наследственные фонды. Сама возможность появилась, но вопросы ее реализации достаточно сложны. Есть очень много подводных камней. В этом году хотелось бы начать уже анализировать эти проблемы, конкретизировать их и начинать с ними бороться. Это очень важно. Спасибо.

Екатерина Черных. Спасибо большое. Алексей?

Алексей Володарский. Да, Екатерина, спасибо. Мне более близок рынок недвижимости, я бы по нему высказался: какие у нас ожидания в этом направлении. Рынок недвижимости более инерционный, в отличие от рынка акций, который сразу реагирует на события. Рынок недвижимости все-таки реагирует на происходящее с лагом во времени. И мне кажется, что стабилизироваться он будет тоже с какой-то отсрочкой. Например, что мы сейчас видим? Все наши арендаторы попросили снижения ставок: народ режет кости, борется за себестоимость и так далее. Завтра пой-

дут проблемы, связанные с уходом части игроков с российского рынка, послезавтра будут еще какие-то драйвы.

Екатерина Черных. Вы еще в суд не подали на тех, кто уходит с российского рынка. Вы опаздываете.

Алексей Володарский. Заработают юристы на судах — это будет их хлеб. Мне кажется, какое-то время мы потратим на то, чтобы рынок недвижимости синхронизировался с экономикой и пошел на восстановление. Не предполагаю, что он начнет прямо сейчас резко восстанавливаться, тем более расти, или что у рынка возникнут какие-то чудесные перспективы. Но в дальнейшем, в перспективе полгода-год, я думаю, он стабилизируется и найдет те сегменты, которые будут расти дальше. А какие-то сегменты параллельно, может быть, отвалятся.

Николай Швайковский. Прежде всего, я согласен с Виталием в отношении того, что в ближайшем будущем нашей индустрии предстоит бороться за доверие инвесторов. В том числе, демонстрировать активные действия, потому что верить словам потихоньку перестают: когда просто описываешь, что происходит в иностранных юрисдикциях. Сначала верили и ждали, сейчас верить перестали. Наша группа прошла через череду юридических трансформаций, изменений структуры собственности группы и так далее. Похоже, через этот этап мы уже прошли и сейчас будем концентрироваться. Дым над полем боя потихоньку оседает. Будем анализировать сложившееся положение, оценивать потери, пытаться восстановить текущие бизнес-модели. Плюс, конечно, смотреть в сторону создания разнообразных вариантов ЗПИФов. Потому что они понесли наименьший урон во всей этой истории. И вероятно, в ближайшее время мы будем выходить к потенциальным инвесторам с разнообразными предложениями... как это сказать, не люблю слово «упаковывать»...

Екатерина Черных. ...предложениями структурирования...

Николай Швайковский. Да, структурирования. Намерены переструктурировать через ЗПИФы разные активы, в том числе, переводимые из иностранных юрисдикций. Думаю, сейчас будет появляться все больше и больше таких вариантов, не только в недвижимости. Конечно, много работы будет.

Татьяна Есаулкова. Мы сейчас тоже видим огромное количество запросов от управляющих компаний на формирование закрытых паевых инвестиционных фондов. Поэтому для нас сейчас самое главное — обеспечить для наших клиентов то качество обслуживания, которое мы всегда им даем. Чтобы увеличение объемов не повлияло на качество нашего сервиса, это главное. Поэтому привлекаем новых сотрудников, запустили школу подготовки специалистов ПИФ, в которой лекции читают топ-менеджеры компаний, школа работает уже два месяца. Развитие технологий, электронное голосование, выплата доходов в открытых фондах (надеюсь, там будут доходы), аутсорсинг услуг для управляющих компаний. Очень активно работаем по всем направлениям.

Желаю всему рынку развития, чтобы все планы реализовались.

Евгений Постников. Я уже сказал о перспективах персональных фондов и считаю, что сейчас самое время их реализовать. Нельзя упускать возможность.

Розничные фонды недвижимости мы тоже очень активно развиваем. Говорить, что все совсем хорошо, наверное, неправильно. Но при правильном отношении к делу, при правильном выборе активов можно делать хорошие, правильные продукты для инвесторов без участия компаний из недружественных стран. Вполне можно. Нам, в принципе, на текущий момент в какой-то степени повезло, потому что из всех наших арендаторов под вопросом всего лишь одна компания, которая, может быть, съедет из офиса. Но, в целом, все достаточно прилично и клиентам выплачиваются деньги.

Екатерина Черных. Это не везение, а правильный выбор инвестиционной стратегии.

Евгений Постников. Спасибо, себя хвалить нельзя. На недвижимость мы рассчитываем, это большой клиентский кусок с точки зрения инвестиций. Думаю, все будет хорошо. Спасибо.
Илья Ванин. По итогам сегодняшних выступлений я понял, что НАУФОР как саморегулируемая организация будет пытаться усилить приоритет вопросов, связанных с закрытыми фондами. Поскольку они в наименьшей степени сейчас были затронуты текущими событиями. Видимо, перспектива появления новых инструментов и новых инвестиционных возможностей для клиентов во многом завязана на индустрию закрытых фондов.

Как я понял, Банк России готов обсуждать вопросы расширения инвестиционных возможностей ЗПИФ. Для себя пока делаю вывод, что, возможно, приоритет инициатив по развитию ЗПИФ следует увеличить. Вот, наверное, краткий итог. Спасибо.

Екатерина Черных. Валера, спасибо огромное, ты вот в предыдущей секции разбил работу Центрального банка на две части: одна часть — быстрое реагирование на текущую ситуацию, вторая часть — регулярная работа. Не мог бы ты сказать, в первом полугодии сколько процентов времени заняло вот это гашение пожара, а сколько — регулярная работа? И каковы ожидания на второе полугодие, сколько будете продолжать гасить пожар (примерно, по ощущениям), и сколько времени начнет занимать регулярная деятельность департамента непосредственно?

Валерий Красинский. В цифрах, наверное, не смогу определить. Скажу, что плановая работа идет чуть медленнее, но ее объемы мы не снижали. И те задачи, которые ставило руководство, и те, что планировались с рынком, стараемся реализовывать в те сроки, о которых договаривались. В этом смысле рынок

ЗПИФ стоит особняком. Из того, что мы сегодня обсуждали, сейчас на повестке законопроект по спецдепам. Здесь будем двигаться по тому треку, который Лариса Константиновна обозначила на первой панели. Я думаю, что мы найдем модель, которая обеспечит баланс интересов и управляющих компаний, и спецдепов, и пайщиков. В диалоге все решения будут найдены.

Сюжет по общим собраниям сейчас завершим.

В отношении того, что обсуждалось сегодня, я хотел просто предложить продвигать решения тех инициатив, которые ранее регулятор концептуально поддержал. Треки по реклассификации фондов, по объединению, по пролонгации. Мне кажется, если конкретная история актуальна для рынка, с учетом сегодняшней обстановки, то в ее решении и нужно двигаться. Иначе мы просто начнем большой пул задач, но ничего не закончим.

Регулятор всегда открыт к предложениям. Но какие-то вещи, в принципе, концептуально уже одобрены, и я бы предложил на них сфокусироваться, если приоритеты рынка не поменялись. Спасибо.

Екатерина Черных. Спасибо огромное, приоритеты не поменялись. Рынок набрал себе на следующую пятилетку массу задач. Мы будем расширять возможности наших инвесторов, нашего инструментария. Создавать и закреплять рабочие места на будущие годы, несмотря ни на что.

Спасибо вам огромное за ваше внимание, за ваше терпение. Спасибо НАУФОР за прекрасную организацию. Ждем следующего мероприятия. □



Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Укрепление рубля

Индекс РТС, ОФЗ и рубль заметно выросли в июне второй месяц подряд. Крепкий рубль сдерживал индекс МосБиржи

Котировки рублевых гособлигаций (ОФЗ), российский рубль, а также фондовый индекс РТС заметно выросли в июне второй месяц подряд благодаря сильному торговому сальдо, ограничениям на операции с капиталом для нерезидентов, а также снижению ключевой ставки ЦБ РФ.

Рублевый фондовый индекс МосБиржи снизился за месяц. Индекс РТС вырос в июне на 11,3% — до 1345,01 пункта, а снижение индекса МосБиржи за счет укрепления рубля составило 6,4% (к закрытию торгов 30 июня индикатор опустился до 2204,85 пункта). Индекс цен гособлигаций RGBI увеличился за месяц почти на 4,4%.

Крепкий рубль сдерживал индекс МосБиржи, «Газпром» разочаровал инвесторов

Начало месяца было не совсем благоприятным для инвесторов в российские акции на фоне как внутренних негативных факторов (снятие запрета ЦБ РФ на открытие «коротких» позиций), так и

внешнего негатива - нестабильной конъюнктуры мировых рынков капитала и новых антироссийских санкций Запада из-за военной операции РФ на Украине. В первый торговый день июня произошло резкое падение привилегированных акций «Мечела» (-23,6%) на рекордных с ноября оборотах после рекомендаций совета директоров компании не выплачивать дивиденды за 2021 год. Розничные продажи в Германии в апреле рухнули на максимальные за год 5,4% относительно предыдущего месяца при прогнозах снижения всего на 0,2%.

Бизнесмен Алексей Мордашов, члены его семьи и подконтрольные компании были включены в санкционный список США. Согласно сообщению

OFAC, в SDN List включены связанные с семьей Мордашовых компании — «Северсталь», «Севергрупп», Nordgold, «Алгоритм». Эти сообщения вызвали заметное падение ценных бумаг «Северстали», вслед за которыми стали снижаться в цене акции и других металлургов, в том числе ММК и НЛМК. Акции «Яндекса» упали после новостей о том, что сооснователь и CEO компании Аркадий Волож был включен в санкционный список Евросоюза. Интернет-компания сообщила, что Волож покинул пост CEO группы после того, как Евросоюз ввел в отношении него санкции. Он также вышел из совета директоров компании и покинул руководящие должности в дочерних международных компаниях «Яндекса».

Лишь ближе к концу первой декады июня рынок акций РФ смог подрасти в рамках коррекции после распродаж начала месяца на фоне благоприятной конъюнктуры нефтяных площадей (Brent поднялась до 123 долларов за баррель). Локомотивом подъема выступили бумаги «Газпрома», обновившие максимумы с середины февраля в ожидании щедрых дивидендов по итогам 2021 года. Индекс РТС за счет укрепления рубля поднялся к 1270 пунктам, а попытки роста индекса МосБиржи сдерживались упавшими после отсечки дивидендов акциями «Норникеля».

Акционеры «Аэрофлота» на внеочередном собрании одобрили допэмиссию в количестве 5 млрд 424,308 млн обыкновенных акций, бумаги будут размещаться по открытой подписке по цене 34,29 рубля. В свою очередь совет директоров девелопера «Самолет» рекомендовал не выплачивать финальные дивиденды за 2021 год, но по итогам I квартала 2022 года рекомендовано выплатить 41 рубль на акцию на общую сумму 2,5 млрд рублей с отсечкой реестра 11 июля. Кроме того, по итогам полугодия акционерам будет предложено дополнительно направить 2,5 млрд рублей на выплату дивидендов в октябре 2022 года, а по итогам 9 месяцев - еще 5 млрд рублей с выплатой в декабре 2022 года.

Вместе с тем акции Petropavlovsk упали на фоне известий, что компания не смогла закончить аудит отчетности за 2021 год и не успевает сделать это и опубликовать результаты в установленный срок, поскольку компания не может погасить кредит в \$201 млн и вряд ли сможет его рефинансировать. Совет директоров компании решил сдвинуть даты отчетного периода с конца 2021 года до конца февраля 2022 года (то есть 2021-й финансовый год для Petropavlovsk будет состоять из 14 месяцев). Снизились в цене также акции «Интер РАО» после отсечки на бирже дивидендов за 2021 год (0,2366 рубля на бумагу), также лиши-

лись дивидендной составляющей бумаги «Россети Ленэнерго».

Банк России на заседании 10 июня снизил ключевую ставку на 150 базисных пунктов, до февральского уровня 9,5% годовых, рынок допускал этот вариант наряду со снижением на 100 базисных пунктов. При этом ЦБ РФ несколько ужесточил сигнал по денежно-кредитной политике, сообщив, что «будет оценивать целесообразность» снижения ставки на ближайших заседаниях вместо «допускает возможность». ЦБ РФ также понизил прогноз по инфляции на 2022 год с 18–23% до 14–17%, оценил, что спад ВВП РФ в 2022 году может оказаться ниже апрельского прогноза (8–10%), и прогнозирует среднюю ключевую ставку до конца года в диапазоне 8,5–9,5% годовых.

В середине июня рост российского рынка акций продолжился; среди «голубых фишек» лучше рынка чувствовали себя бумаги «Газпрома» благодаря росту мировых цен на газ и спросу в ожидании высокой дивидендной доходности. Во «втором эшелоне» раллировали акции «Юнипро» на ожиданиях продажи компании энергохолдингом Fortum. Нефть Brent после локальной коррекции превысила 124 долларов за баррель. ОПЕК в ежемесячном отчете сообщил, что спрос на нефть в 2022 году увеличится к прошлому году на 3,36 млн баррелей

в сутки - до 100,29 млн б/с. При этом ограничению предложения нефти способствовало падение добычи в Ливии на фоне политической нестабильности в период, когда производители ОПЕК+ сталкиваются с проблемами в достижении поставленных целей по добыче.

Подъем рынка поддержали также оптимистичные заявления, прозвучавшие на Петербургском международном экономическом форуме (ПМЭФ). Вице-премьер РФ Александр Новак заявил на ПМЭФ-2022 во время сессии «Мировой рынок нефти и газа сегодня и завтра», что Россия может увеличить производство СПГ минимум на 100 млн тонн в год (до 500 млн тонн) за счет своих технологий. По оценке Новака, цены на нефть к концу года могут превысить 150 долларов за баррель. Председатель правления «Газпрома» Алексей Миллер заявил на ПМЭФ-2022, что политика иностранных государств — покупателей энергоресурсов привела к тому, что деньги западной финансовой системы утратили контроль над потоками энергоресурсов, и теперь Россия будет определять новый контур мирового общественно-экономического устройства.

Выросли акции «СПБ биржи» на новостях о скором доступе биржи к бумагам гонконгского и китайского рынков. Подорожали акции «Энел Россия» после заявления итальянской Enel о продаже своего пакета из 56,43% «Энел Россия» «ЛУКОЙЛу» и инвестфонду «Газпромбанк-Фрезия».

Федрезерв США по итогам июньского заседания повысил ставку на 75 базисных пунктов (до 1,5–1,75% годовых), что совпало с ожиданиями экспертов. При этом американский ЦБ намерен поднимать ставку быстрее, чем планировал ранее: медианный прогноз руководителей Федрезерва предполагает, что к концу текущего года ставка будет составлять 3,4% годовых против мартовского прогноза в 1,9%. Глава ФРС Джером Пауэлл

заявил в ходе пресс-конференции по итогам заседания, что в июле ставка может быть повышена на 50–75 базисных пунктов. При этом он отметил, что ее увеличение на 75 пунктов является довольно резким, подобные темпы повышения вряд ли станут обычными.

Примеру Федрезерва по повышению ставки последовали Банк Швейцарии и Банк Англии, хотя темпы подъема их ставок были более сдержанными.

Президент РФ Владимир Путин в ходе выступления на ПМЭФ-2022 предложил еще раз снизить ставку по программе льготной ипотеки — с 9% до 7% годовых, она будет действовать до конца 2022 года. Остальные условия, включая лимиты кредита, остаются прежними. Эти предложения оказали поддержку котировкам акций российских девелоперов: выросли бумаги «Группы компаний ПИК», «Группы ЛСР», ГК «Самолет».

Третья декада месяца, вплоть до 30 июня, также в целом проходила под диктовку игроков на повышение, которые отыгрывали как позитивные корпоративные новости, так и локальное затишье в антироссийской санкционной риторике Запада, в то время как на внешних фондовых площадках отмечался пессимизм из-за опасений, что ужесточение монетарной политики мировыми центробанками может привести к рецессии. На этом фоне индекс РТС преодолел рубеж 1400 пунктов, обновив максимум с февраля на фоне укрепления рубля в налоговый период.

Вместе с тем в последний день месяца рынок получил ощутимый удар со стороны, акционеров «Газпрома», которые на годовом общем собрании проголосовали против выплаты дивидендов за 2021 год, несмотря на рекомендацию совета директоров компании о дивидендных выплатах в размере 52,53 рубля на акцию. Таким образом, падение акций «Газпрома» (-30,5%) негативно сказалось на всем российском фондовом

рынке, который в итоге закрывал месяц на минорной ноте, так как инвесторы были разочарованы решением газового концерна относительно дивидендных выплат. В ходе торгов 30 июня акции «Газпрома» опускались в цене до 200 рублей — минимума более чем за 2 месяца.

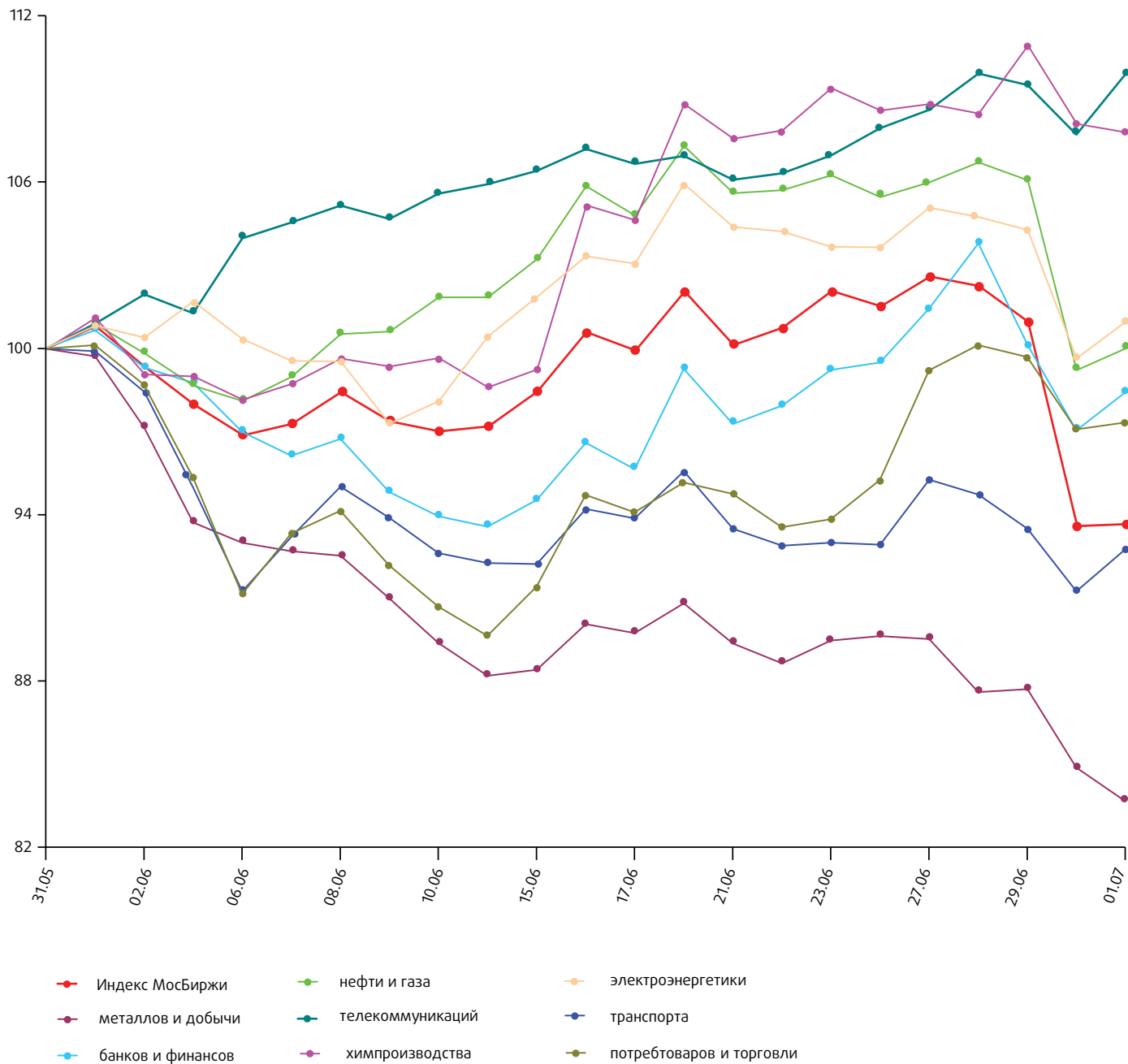
Зампредседателя правления «Газпрома» Фамил Садыгов так прокомментировал ситуацию: «Акционеры приняли решение, что в текущей ситуации дивиденды по итогам 2021 года выплачивать нецелесообразно. Приоритетами «Газпрома» в настоящее время являются реализация инвестиционной программы, включая газификацию регионов Российской Федерации, и подготовка к предстоящей зиме. И, безусловно, мы должны быть готовы выполнить обязательства по выплате налогов в повышенном размере».

Цены ОФЗ выросли в июне, отыгрывая снижение ставки ЦБ

Тенденция к ценовому росту рублевых облигаций сформировалась в первые же торговые дни месяца в ожидании дальнейшего снижения ключевой ставки ЦБ РФ, в том числе на заседании 10 июня. Также в качестве фактора поддержки спроса на ОФЗ эксперты отмечают намерения российских властей стимулировать девальютизацию экономики и финансового сектора. В частности, обсуждается введение отрицательных ставок по валютным депозитам для юрлиц. Такая политика приведет к повышению спроса на рублевые инструменты. При этом Минфин РФ в этом году планирует погашение обращающихся ОФЗ на 1 трлн рублей и не намерен размещать новый госдолг.

Понижение инвесторами прогнозов по инфляции и ключевой ставке подерживало укрепление рубля, а также снижение потребительской активности. По оперативным данным эквайринга банков, в мае потребители продол-

Рисунок. Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ



жили сокращать расходы. Снижение импорта не транслируется в рост цен на аналогичные товары, а проявляется в сокращении потребления. Учитывая статистику по замедлению инфляции и сжатию спроса, Банк России может более активно снижать ключевую ставку в этом году. Опубликованные новые данные Росстата по динамике потребительских цен подтвердили прохождение пика в марте-апреле и разворот вниз в мае. Инфляция в мае замедлилась до 17,1% в годовом выражении против 17,8% в апреле.

Вместе с тем ситуация на мировых долговых рынках была далека от идеальной на фоне ожиданий ужесточения денежно-кредитной политики мировыми центробанками, в том числе Федеральным резервом США, для сдерживания инфляционных процессов. Доходность 10-летних гособлигаций США 6 июня превысила отметку в 3% годовых впервые с 18 мая. Кроме того, Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) снизила прогноз роста мировой экономики в 2022 году до 3% по сравнению с предыдущей оценкой в 4,5%. В 2023 году, как ожидается, объем глобального ВВП увеличится на 2,75%.

Центральным событием для рынка 10 июня стало плановое заседание Банка России, на котором ключевая ставка была снижена на 150 базисных пунктов — с 11% до 9,5% годовых. Таким образом, ключевая ставка вернулась на уровень, где она находилась до конца февраля, когда в ответ на действия России на Украине были введены жесткие санкции. Снятие со ставки 1,5 процентного пункта из экстренно прибавленных 28 февраля 11,5 процентного пункта и возвращение денежно-кредитной политики на привычную «однозначную» территорию ЦБ ознаменовал некоторым ужесточением сигнала, который в целом остал-

ся «голубиным». На итогах заседания котировки госбумаг умеренно подросли, однако к концу дня инвесторы предпочли частично зафиксировать прибыль.

После трехдневных выходных дней кривая доходности госбумаг 14 июня выросла в среднем на 3 базисных пункта; при этом доходность 10-летнего бенчмарка составила 9,16% годовых. Такая реакция рынка стала следствием некоторого ужесточения риторики регулятора относительно дальнейшей денежно-кредитной политики — теперь ЦБ не «допускает возможность снижения» ставки, а будет «принимать решения с учетом будущих данных по инфляции». Таким образом, инвесторы заняли выжидательную позицию, продолжая внимательно следить за данными по инфляции.

Новые данные по недельной инфляции оказались позитивными для рынка госбумаг, так как говорили о существовании потенциала дальнейшего снижения ставок. Так, за неделю с 4 по 10 июня 2022 года Росстат зафиксировал ускорение дефляции до 0,14% после 0,01% неделей ранее. В годовом выражении инфляция на 10 июня замедлилась до 16,69% с 17,02% неделей ранее. Эти данные вызвали активизацию покупателей на рынке ОФЗ, что транслировалось в снижение кривой доходности госбумаг на 8–10 базисных пунктов; доходность 10-летнего бенчмарка вплотную подошла к отметке 9% годовых.

ФРС США на заседании в середине июня повысила ставку сразу на 75 базисных пунктов, до 1,5–1,75% годовых, что совпало с ожиданиями многих экспертов. При этом американский ЦБ намерен поднимать ставку быстрее, чем планировал ранее: медианный прогноз руководителей Федерального резерва предполагает, что к концу текущего года ставка будет составлять 3,4% годовых против мартовского прогноза в 1,9% годовых.

Кривая доходности ОФЗ в начале третьей декады месяца сместилась под отметку 9% годовых. В преддверии выхода новых данных по инфляции доходности ОФЗ продолжили снижение. Доходность индекса гособлигаций RGBI 22 июня опустилась до 8,95% годовых. Данные по инфляции продемонстрировали снижение потребительских цен третью неделю подряд. Так, на неделе с 11 по 17 июня цены снизились на 0,12%, а в годовом выражении инфляция замедлилась до 16,42% (-0,27%). Началась сезонная дефляция на продукты питания, которая усилена снижением спроса и укреплением рубля.

Главным драйвером роста рынка рублевых облигаций в конце месяца выступили ожидания дальнейшего снижения ключевой ставки ЦБ РФ на фоне наблюдаемой в последние недели дефляции. Кроме того, рост профицита ликвидности позволяет банкам более активно снижать ставки по депозитам, что повышает сравнительную привлекательность ОФЗ для инвесторов. □