

Вызовы и трансформации

9 июня 2021 года в Санкт-Петербурге состоялась ежегодная конференция НАУФОР для управляющих компаний и специализированных депозитариев «Рынок коллективных инвестиций-2021». Конференция прошла в смешанном формате: как очно, так и онлайн. В рамках конференции была проведена сессия «Перспективы развития рынка коллективных инвестиций».

Фотографии **Сергей Ермохин**

Участники: Алексей Антонюк (генеральный директор АО «Газпромбанк - Управление активами»); Роман Горюнов (президент Ассоциации «НП РТС»); Евгений Зайцев (генеральный директор АО «Сбер Управление активами»); Андрей Звездочкин (генеральный директор ООО «АТОН»); Владимир Кириллов (генеральный директор АО «ТКБ Инвестмент Партнерс»); Ирина Кривошеева (председатель правления, генеральный директор УК «Альфа-Капитал»); Роман Серов (генеральный директор ООО «РСХБ Управление активами»); Кирилл Пронин (директор департамента ИФП Банка России).

Модератор: Алексей Тимофеев (президент НАУФОР).

Алексей Тимофеев. Добрый день, уважаемые участники. Надо ли говорить о том, как мы рады вас видеть здесь, в формате живого общения, по которому все соскучились. Как приятно собираться для того, чтобы обсуждать проблемы, волнующие ту или иную индустрию или весь финансовый рынок, улыбаясь друг другу, прикасаясь друг к другу. Этого же не хватало, согласитесь. И вот мы здесь, в этом зале. Нас на самом деле больше. Есть ограничения, которые не позволили нам пригласить в зал всех, кто хотел. Но ведется онлайн-трансляция, так что нас на самом деле больше. И пусть те, кто видит нас в Ютубе или на Фейсбуке, завидуют присутствующим здесь — тем, кто может друг другу улыбаться, прикасаться друг к другу.

Мы здесь собрались для того, чтобы обсудить в очередной раз (и нет чудеснее места для этого, чем Санкт-Петербург) индустрию коллективных инвестиций. Чем она живет, что в ней происходит, что (как мы прогнозируем) будет дальше. Не буду тратить время на представление: буду давать слово моим спикерам одному за другим и представлять их в этот момент. Но сначала скажу очень коротко, что думаю сам по поводу происходящего в индустрии коллективного инвестирования.

Мы здесь собрались для того, чтобы обсудить в очередной раз (и нет чудеснее места для этого, чем Санкт-Петербург) индустрию коллективных инвестиций. Чем она живет, что в ней происходит, что (как мы прогнозируем) будет дальше. Не буду тратить время на представление: буду давать слово моим спикерам одному за другим и представлять их в этот момент. Но сначала скажу очень коротко, что думаю сам по поводу происходящего в индустрии коллективного инвестирования.



На первый взгляд, индустрия проигрывает брокерам в борьбе за интерес со стороны розничных инвесторов. Так ли это на самом деле, мы обсудим. Разница в количестве реальных инвесторов, работающих с брокерами, и пайщиков паевых инвестиционных фондов кратна в пользу брокеров. Это означает, что интерес к индустрии у розничных инвесторов только зарождается. А уж такого феноменального результата, который продемонстрировала индустрия биржевых фондов в течение 2020 года, когда количество пайщиков увеличилось с 70 тысяч на начало года до 1 млн 350 на конец года, индустрия финансового рынка не помнит ни в одном из своих сегментов.

Так вот, как мне кажется, интерес со стороны розничных инвесторов к финансовому рынку постепенно смещается (может быть, 2021 год даст нам дополнительные доказательства этого) в пользу индустрии коллективных инвестиций. Я думаю, что и регулятор, и индустрия должны сделать все, чтобы именно так и произошло. Потому что во многих отношениях инвестиции в паевые инвестиционные фонды гораздо более предпочтительны для розничных инвесторов, чем инвестиции в ценные бумаги напрямую. И чем меньшими средствами человек располагает, тем более справедливо это утверждение.

Я думаю, что здесь любые усилия по развитию индустрии не будут лишними.

И сейчас в нашей общей с Центральным банком повестке дня наличествует сразу несколько, на мой взгляд, сильных мер, которые гораздо больше позволят обратить внимание розничных инвесторов именно на индустрию коллективных инвестиций: на ИИС (в том числе ИИС-3 типа), на ПИФы. Главным бенефициаром этих мер, как я думаю, будет именно индустрия коллективных инвестиций.

Мы опять обсуждаем возможность разрешить вносить в паевые инвестиционные фонды валюту; мы думаем об освобождении от подоходного налога дохода, выплачиваемого по паям паевых инвестиционных фондов; мы думаем об отмене валютной переоценки налога

на доходы. Все это, на мой взгляд, очень здорово бы помогло интересам розничных инвесторов и должно быть сделано в ближайшее время.

Логично, что следующим выступающим будет Кирилл Пронин из Банка России, он поделится своими оценками происходящего в индустрии и расскажет о повестке регулятора.

Есть специальный вопрос, который я бы хотел адресовать Кириллу, это довольно свежая тема. Появилось предложение Центрального банка обсудить целесообразность совмещения деятельности по управлению паевыми инвестиционными фондами и деятельности по добровольному страхованию жизни. Индустрия коллективных инвестиций, насколько могу судить, отнеслась к этой инициативе с осторожностью. Но пусть они сами об этом скажут, когда у них появится такая возможность. Кирилл, прошу.

Кирилл Пронин. Алексей, большое спасибо. Коллеги, всем доброе утро! Начать я бы хотел с краткого анализа того, как мы прожили эти полтора года. Это были полтора сложных года в условиях ограничений, и, тем не менее, мы видим рост рынка, что, конечно, не может не радовать.

Много было сказано про хорошие макроэкономические условия. Но я думаю, что есть еще один очень важный фактор, который позволил рынку расти (и брокериджу, и ПИФам, и доверительно-му управлению), — это инфраструктура, электронные каналы продаж. Порядка 70–80% новых договоров заключается уже именно в онлайн. Это очень здорово, и, мне кажется, это один из ключевых факторов для развития рынка, для прихода розничных инвесторов.

В период пандемии регулятор вместе с саморегулируемыми организациями очень здорово поработали на тот предмет, чтобы несколько снизить регуляторную нагрузку. Это для нас был серьезный очень вызов: посмотреть, где регулятор может сделать шаг навстречу и найти баланс между, скажем так, надзорными потребностями и той нагрузкой, которую

способна выдержать индустрия в этот период. В плане регуляторных послаблений мы пошли навстречу в сборе отчетности, в контактных проверках. Важно, что часть этих послаблений мы сочли возможным имплементировать в дальнейшее регулирование. С 1 октября этого года вступят в силу изменения в порядок предоставления отчетности управляющими и спецдепами, произошли изменения в периодичности сбора отчетности. Надеюсь, коллеги, что вам это позволит несколько снизить трудозатраты.

Еще один важный момент. Мы пересмотрели критерии категоризации профучастников (деление на крупные, средние и малые компании) и тем самым дали дополнительные возможности тем компаниям, которые сегодня считаются малыми и средними. Некоторые компании сместились на ступеньку вниз, и жизнь стала для них чуть-чуть проще.

Но, конечно же, на повестке и у индустрии, и у регулятора стоит достаточно большой пул инициатив. Мы уже не один раз говорили о том, что очень важно развивать индустрию и инструменты именно коллективного инвестирования. Неквалифицированным инвесторам действительно важно, приходя на рынок, иметь возможность приобретать инструменты с умеренным уровнем риска, с хорошей диверсификацией. И, конечно, инструменты коллективных инвестиций должны быть у них в портфеле в первую очередь.

Если говорить про статистику рынка, про фондированность счетов, то здесь у меня чуть меньше оптимизма. Я смотрел статистику продаж инвестиционных паев розничным инвесторам: свыше 80% инвесторов приобретают паи на суммы до 10 тысяч рублей. То есть, приходит совсем розничный инвестор. Наверное, в ближайшем будущем мы все-таки увидим увеличение объема вложений именно в инструменты коллективных инвестиций, в биржевые фонды. Биржевые фонды бодро стартуют. Правда, база была низкая, и мы очень надеемся, что в

этом году их рост также будет достаточно ощутимым.

Если говорить про долю ПИФов в портфелях на брокерском обслуживании, то она у неквали инвесторов по-прежнему пока еще не очень большая — в районе 5% от стоимости портфеля.

Что в этой связи мне кажется важным. Хочу сказать про несколько моментов, которые сегодня стоят в повестке.

Во-первых, нужно завершить имплементацию тех изменений, которые прошли в 156-й закон и вступили в силу практически полтора года назад. В этом полугодии мы издадим акт о новых требованиях к правилам доверительного управления для фондов для неквалифицированных инвесторов. С нового года он вступит в силу, и у рынка будет возможность создавать фонды, в рамках которых можно будет и выплачивать промежуточный доход, и оплачивать паи в натуре.

Следующий момент — законопроект по отмене транзитных счетов. Мне кажется, это тоже довольно важный шаг. Мы обсуждали эту инициативу достаточно долго. К сожалению, не было возможности продвинуть эту инициативу в рамках больших изменений в 156-й закон. Но сейчас и регулятор готов, и нашли хороший механизм, как это имплементировать в закон. Законопроект уже внесен в Думу, мы очень надеемся, что он получит развитие в осеннюю сессию.

Было много вопросов на стадии проработки, но у нас есть глубокое убеждение, что, не приняв законопроект об отмене транзитных счетов, мы не сможем двигаться к той целевой модели, на которую рассчитывает рынок, — к модели выдачи паев в режиме T0. Соответственно, будем двигаться шаг за шагом. Сейчас нужно решить вопрос с транзитными счетами, дальше начнем создавать комфортную модель для того, чтобы можно было выдавать паи внутри дня.

Еще один достаточно чувствительный момент — налогообложение паев. К сожалению, конфигурация, которая складывается сегодня, по сути, не позволяет

управляющим компаниям напрямую продавать ПИФы так, чтобы клиенты получали налоговый вычет по ИИС. Все продажи идут либо через брокеридж, либо через счета доверительного управления, что влечет за собой, как мы видим в ряде случаев, концентрацию на отдельные фонды внутри стратегий доверительного управления. У нас это вызывает вопросы. Но, с другой стороны, здесь есть мотивация управляющих компаний продавать ПИФы через ДУ ИИС с целью предоставления клиенту налогового вычета.

Мы поддерживаем инициативу рынка о том, чтобы статус ИИС распространялся на счета непосредственно в реестре владельцев паев (где учитываются паи «физиков»). Насколько я знаю, законопроект находится в достаточно высокой стадии готовности. Очень надеюсь, что он также сможет продвигаться в осеннюю сессию.

Также регулятор планирует несколько поправить 4129 указание в части дополнения списка индексов. Мы думаем над тем, чтобы ввести туда критерии для индексов так, чтобы каждый раз не вносить изменения в это указание, это даст всем нам больше гибкости.

О чем еще важно сказать? Мы планируем во II полугодии внести изменения в регулирование стандартных стратегий индивидуального доверительного управления. Есть ряд вопросов, которые, нам кажется, нужно отработать совместно с индустрией. В ряде случаев мы смотрим на стандартные стратегии как на продукт, который конкурирует с ПИФами. И есть позиции, по которым точно хотелось бы видеть изменения: это подходы к определению доходности, к определению стоимости активов для учета, требования к инвестдекларации, к раскрытию информации и ряд других.

Регулятор в ближайшее время будет готов на площадке одной из саморегулируемых организаций провести обсуждение этого вопроса, наши предложения находятся в финальной стадии. Уверен, что получится хорошая, продуктивная дискуссия на этот счет.

О чем еще хотелось бы сказать. Есть тема, очень чувствительная для рынка коллективных инвестиций (но не только для него) — это тема фидуциарной ответственности. Выскажу личное мнение: мне кажется, что инструмент очень неплохой. Да, в определенной степени он, наверное, создал ограничения для НПФ. Но мы видим, как изменилось качество портфелей, нам нравится, что портфели стали очень качественными, НПФ показывают неплохую доходность. Мы бы хотели разумно гармонизировать подход в отношении тех инструментов, которые так или иначе связаны с управлением клиентскими портфелями. Я сейчас говорю даже не только об управлении фондами или доверительном управлении. Мне кажется, что принципы фидуциарной ответственности в равной степени должны работать еще и в сфере инвестиционного консультирования, здесь тоже есть ответственность перед клиентом. Инвестконсультирование бывает разным. Есть инвестконсультирование, в формате которого клиент, получив инвестиционную рекомендацию, принимает решение сам; а есть стратегии автоследования, робоэдвайзинг. Нужно подумать на предмет того, как здесь должна работать фидуциарная ответственность. Только ли таким образом, что инвестсоветник отвечает исключительно за соответствие рекомендованного инструмента инвестиционному профилю клиента, или все-таки, если клиент не принимает активного участия в исполнении рекомендаций, то ответственность должна быть несколько шире. Такую дискуссию тоже с рынком планируем провести.

Сейчас тему фидуциарной ответственности регулятор достаточно глубоко прорабатывает. Думаю, что в этом полугодии выйдем на открытое обсуждение наших предложений. От НАУФОР мы получили взгляд на то, как должна применяться фидуциарная ответственность. Безусловно, мы все это примем к сведению и, еще раз говорю, выйдем на открытое обсуждение.

Финализируя свое выступление, остановлюсь на теме совмещения лицензии по доверительному управлению и лицензии страховой компании. Да, такая инициатива есть.

Совмещение лицензий в рамках одного юридического лица позволит страховым организациям создавать продукты так называемого долевого страхования. Пока базовая модель предполагает, что страховая организация, получившая лицензию на доверительное управление, в полной мере будет соблюдать все те регуляторные требования, которые сегодня существуют для управляющих. В этом и заключается смысл: чтобы не было регуляторного арбитража. В свою очередь, предполагается, что и управляющие компании при наличии желания/возможности также смогут обратиться за получением лицензии страховой организации. Вот пока концепция выглядит так. Уверен, что еще будет обсуждение, что наши коллеги из департамента страхового рынка проведут дискуссию, в том числе с саморегулируемыми организациями, с НАУФОР.

Алексей, у меня, наверное, пока все. Если будут вопросы, я с большим удовольствием буду на них отвечать. **Алексей Тимофеев.** Конференция обещает быть интереснее, чем я думал.

Фидуциарная ответственность. Я хочу быть правильно понятым, мы не против фидуциарной ответственности как таковой. Если речь идет о той форме ответственности, которая предложена в законе о негосударственных пенсионных фондах, если речь об административной фидуциарной ответственности. Более того, мы согласны с тем, что в трех или четырех случаях, когда фидуциарная ответственность должна быть предусмотрена, она описана в законе абсолютно по-разному: в случае с инвестиционными фондами — одним образом, в случае с индивидуальным доверительным управлением — иначе, в случае с коллективными инвестициями — третьим образом.

Это неправильно, конечно. И административная — на мой взгляд, является

худшей из форм фидуциарной ответственности, в случае негосударственных пенсионных фондов.

Конечно, нужно добиваться унификации фидуциарной ответственности во всех этих четырех случаях, но ни в коем случае не распространять на них административную фидуциарную ответственность, работающую в случае с негосударственными пенсионными фондами. Я сейчас очень коротко об этом скажу. Потому что там это было сделано, на мой взгляд, неправильно, но в какой-то степени оправдывается ситуацией, которая сложилась в индустрии негосударственных пенсионных фондов. В индустрии паевых инвестиционных фондов — высококонкурентной, где борьба за доходность является ключевым элементом конкуренции, это будет исключительно вредно, это оправдать никак невозможно.

И, может быть, проблема негосударственных пенсионных фондов, почти не инвестирующих в акции, — не только в этом, но и в этом тоже. Если существует риск оправдывать каждое свое инвестиционное решение перед Центральным банком, а также риск того, что придется возмещать упущенную выгоду (которая, с точки зрения Центрального банка, могла негосударственным пенсионным фондом быть получена), то это не стимулирует стремление обеспечить своим клиентам большую доходность.

Кирилл, подхватишь тему?

Кирилл Пронин. Мне, конечно же, есть, что возразить, какие аргументы привести, в том числе с примерами. Но дискуссия будет тем интереснее, чем мы все к ней лучше подготовимся. Как только будут готовы проекты предложений Банка России, мы проведем хороший «круглый стол» и предложим на нем несколько вариантов видения того, как тот или иной сегмент (коллективное доверительное управление, индивидуальное ДУ, инвестконсультирование) должен регулироваться в плане фидуциарной ответственности.

На самом деле элементы фидуциарной ответственности, конечно же,

присутствуют и сегодня. Как Алексей правильно сказал, есть требования к возмещению реального ущерба, есть требования к управлению конфликтом интересов и возмещению реального ущерба при неисполнении этих требований. Это тоже элемент фидуциарной ответственности. Но еще раз всех призываю подготовиться к этой дискуссии, мы ее обязательно проведем. Спасибо. **Ирина Кривошеева.** Извините, можно еще на две копейки вставить про фидуциарную ответственность?

Все-таки хочется подчеркнуть, что — да, наверное, все участники готовы к экспертной оценке Центрального банка. К тому, что нас будут всячески ругать и порицать за все неправильное, что мы делаем. Но вот Алексей упомянул те дополнительные расходы, которые должна будет нести индустрия управляющих в случае имплементации такого же режима фидуциарной ответственности, как по НПФам... В составе структуры активов компании «Альфа-Капитал» входит 4 тысячи инструментов, идет много тысяч сделок в день (у некоторых коллег, может быть, больше). Если придется в отношении 50 тысяч сделок подшивать бумажки в папку или сохранять данные на серверах... то это даже хуже, чем проект XBRL. Дай Бог, чтобы Центральный банк (простите меня, регуляторы) действительно увидел пользу от проекта XBRL, над которым участники рынка мучатся последние три года, чтобы он смог создать хранилище данных и вообще никогда больше у нас не запрашивать никакую дополнительную отчетность.

То же самое с фидуциарной ответственностью.

Я прошу прощения, но меня очень резануло мнение, что НПФы «процветают». На самом деле они вот так и теряли возможности, шаг за шагом, после введения фидуциарной ответственности их осталось еще меньше. Индустрия ПИФов последние 10 лет вела себя очень корректно, не было никаких репутационных нюансов, и все это связано с очень жестким регулированием: по

составу и структуре активов, по наличию специализированного депозитария, по наличию аудиторов, по наличию дополнительных зон ответственности. Поэтому мы будем очень рады принять участие в дискуссии в плане не столько регуляторно-контрольном (эта зона находится в ведении регулятора), сколько именно операционном — по исполнению и администрированию этой темы. **Кирилл Пронин.** Вот не могу промолчать. Конечно же, мы за дискуссию. Но, мне кажется, все согласны с тем, что надо найти хороший, разумный баланс между тем, чтобы соблюдались интересы инвесторов (в корреспонденции с фидуциарными обязанностями участников рынка), и в то же время, чтобы не создавалась суперизбыточная операционная нагрузка. В этом наша задача.

Но сложно спорить с тем, что фидуциарные обязанности должны быть, они должны работать во всех тех случаях, когда есть, по сути, продажа доверия и управление портфелями. Наверное, их имплементация может отличаться в зависимости от того, какой вид деятельности мы рассматриваем. Так что давайте поработаем. **Алексей Тимофеев.** Я думаю, слушатели не совсем понимают, о чем идет речь, а мы увлеклись. Кстати, знаете, чем еще интересна наша дискуссия: некоторые вопросы, прежде чем они будут публично предложены Центральным банком к обсуждению, уже проходят через довольно интенсивные консультации, и мы довольно энергично спорим по многим такого рода вопросам.

Мы абсолютно за фидуциарную ответственность как за гражданско-правовую ответственность. Административная фидуциарная ответственность, реализованная в негосударственных пенсионных фондах, предполагает, что Центральный банк принимает решение о том, чтобы негосударственный пенсионный фонд возместил убытки, которые возникли, если, по мнению Центрального банка, инвестиционное решение было неоптимальным. Обжаловать это решение



можно в комиссии, которая в самом Центральном банке и создается.

Иными словами, мы согласны, что в том случае, если управляющий управляет недобросовестно, а инвестиционный советник дает советы недобросовестно, то они должны возмещать связанные с этим убытки. Если инвесторы считают, что для этого есть основания, то отправляются в суд и спорят об этом, добиваясь возмещения таких убытков.

Ирина, спасибо за реплику. Я бы хотела, чтобы ты высказалась вообще о своем видении происходящего в индустрии. Можем ли мы рассчитывать на то, что 2021 год будет годом перелома в отношении розничных инвесторов к индустрии

коллективных инвестиций? Увидим ли мы новые объемы, новых пайщиков? Что ты думаешь о совмещении деятельности? Придется ли Группе «Альфа» задуматься о совмещении деятельности управляющей компании с деятельностью по добровольному страхованию жизни? **Ирина Кривошеева.** Спасибо, Алексей. Мы с большим уважением относимся к тому, что происходит в брокерском сообществе. Показатели роста количества клиентов (мы все видели последние данные — 12,7 млн счетов клиентов) вызывают искреннее уважение. Но все больше участников рынка, экспертов пытаются смотреть не только на количественные показатели, но и на качествен-

ные. Уже прозвучали данные по нулевым счетам. Но меня больше поразила статистика по концентрации: на 4% счетов приходится больше 92% активов.

Еще один показатель: количество счетов. Активных брокерских счетов — порядка 2,5–3 млн. Соответственно, в индустрии коллективных инвестиций и доверительного управления, по экспертной оценке, сейчас имеется порядка 2 млн клиентов. При этом у управляющих нулевые счета в принципе невозможны, потому что доверительное управление — это управление активами, и то же самое в паевых инвестиционных фондах.

То есть можно сказать, что индустрии развиваются сопоставимо. При этом

средний счет у брокеров в целом выше: там есть докупки, есть более активные вторичные продажи. В целом, на российском рынке сейчас соотношение по активам между брокерами и индустрией коллективных инвестиций составляет где-то 1:5, тогда как в мире, наверное, это 1:1. То есть, российская индустрия коллективного управления имеет потенциал роста в 4–5 раз. Это должно соответствовать, в общем-то, и потребностям клиентов. Потому что, если смотреть на любые данные, любые исследования, то видно, что потребность клиента либо самостоятельно торговать, либо все-таки довериться профессионалам — базово сопоставимы. Может быть, 50 на 50. А дальше уже идет тема того, как активно себя ведут участники рынка.

Но если посмотреть с другой стороны, на состав и структуру активов, то мы видим, что брокерская индустрия ведёт себя чуть более агрессивно. Сейчас, по последним данным, более 50% в структуре активов на брокерских счетах розничных инвесторов составляют акции (преимущественно, иностранные акции). А в портфелях управляющих компаний доля акций — порядка 15%. Можно сказать, что это две поведенческие концепции — более агрессивный подход и более умеренно-консервативный, чуть более краткосрочное поведение и чуть более долгосрочное. Эти стратегии на российском рынке тоже становятся более очевидными.

В то же время есть тема, над которой стоит задуматься: средний возраст клиентов. Очевидно, что брокеры работают с более молодой аудиторией. У клиента индустрии управления активами средний возраст, по разным данным, в районе 45–50 лет. Брокерское сообщество научилось работать с молодой аудиторией, с новыми инвесторами. Неважно, за счет чего — элементов геймификации или более простого языка донесения преимуществ работы с инструментами фондового рынка. Тем не менее, этот перекос сейчас на нашем рынке точно

есть. Хотя весь международный опыт говорит о том, что для новичков продуктом первого выбора, скорее, должен быть инвестиционный фонд в том или ином виде. Потому что все-таки это диверсифицированный продукт, он дает возможность более плавного вхождения в рынок, меньшие риски. Вот над чем должна работать наша индустрия.

В этом плане мне понравилось выступление Дэйва Портного, который сказал, что — да, я активно торгую, но при этом значительная часть моих сбережений находится в паевых инвестиционных фондах. В том же «Робин Гуде» средний брокерский счет клиента — 240 долларов, при этом средняя американская семья имеет 150 тысяч долларов инвестиций в 4 паевых инвестиционных фонда.

Мне хотелось бы, чтобы наша индустрия более четко говорила клиенту: если хочется экшена, то, пожалуйста, вот тебе брокерский счет. Но следует знать, что нужны накопления на безбедную старость, на личные цели. Такой подход, более умеренно-консервативный, обеспечивает управляющая компания. Мы видим, что на долгом горизонте такое поведение является оправданным.

В плане второго вопроса, по совмещению. Регулятор в последние годы очень много делает для развития индустрии коллективных инвестиций. В ближайшее время будут реализованы несколько важных инициатив: формат T0; в следующем году — возможность формирования фондов с выплатой дивидендов через купон; инициатива по созданию ИИС-3 типа; развитие рынка биржевых фондов. Здесь скорее возникают внутренние опасения, в состоянии ли сама наша компания успеть все это быстро реализовать, потому что это очень серьезные технические изменения.

Алексей Тимофеев. Даже, может быть, улучшать ничего не нужно. Приостановка регулятивной активности будет сама по себе очень позитивным шагом.

Ирина Кривошеева. И особенно это важно в контексте ИИС: очень хотелось

бы, чтобы все-таки сейчас не менялись правила игры ни по первому, ни по второму типу ИИС. Ведь системное доверие к новому инструменту только появилось.

Но добавление нового элемента — ИИС-3 типа — нам кажется стратегически очень важным именно в контексте того, что управляющие компании должны быть с клиентами на долгий период. Нужен 10-летний срок инвестирования, возможность получения льготы на входе и на выходе, возможность формирования стратегий, исходящих из целей самого клиента. Мы очень ждем появления ИИС-3 типа, для того чтобы сформировать целевые стратегии инвестирования. Я уверена, что такие варианты предложит большинство игроков, потому что на десятилетнем горизонте можно создать очень интересные продукты.

Ну, и в завершение хотела коротко прокомментировать тему ДСЖ, добровольного страхования жизни. Я не знаю, все ли видели новую концепцию Центрального банка, которая говорит, что а почему бы страховщикам жизни не начать получать лицензии управляющих компаний и не начать создавать фонды (непонятно, правда, открытые или закрытые) под, условно, продукты инвестиционного страхования жизни.

Нам кажется, что эта тема требует очень детального обсуждения. Почему нужно, чтобы был и швец, и жнец, и на дуде игрец? Зачем страховым компаниям нужно получать эти лицензии вместо того, чтобы гармонично взаимодействовать с управляющими компаниями, которые уже имеют нужные навыки, ресурсы и так далее? Не лучше ли страховщикам делать страховую составляющую, а управляющим компаниям — управлять паевыми инвестиционными фондами. Зачем смешивать эти два вида деятельности? Для меня это пока неочевидно.

Особенно если помнить про негативный шлейф, в том числе в пиапространстве, связанный с продуктами индивидуального страхования жизни,

с количеством мисселинга именно по этому продукту. Особенно в сравнении с вылизанной индустрией паевых инвестиционных фондов, честь которой мы так активно блюли последние десять лет. Ведь клиенты не особенно понимают ни что такое ДСЖ, ни что такое СЖ. К ним придет какой-то маленький страховщик, который начнет предлагать коллективные инвестиции. А потом вдруг окажется, что с этим маленьким фондом что-то произошло, начнут говорить/писать, что, оказывается, и в паевых инвестиционных фондах тоже бывает всякое. И зачем это?

Мы будем разговаривать со страховым сообществом. Будем именно как участник рынка убеждать страховое сообщество, что им нет смысла создавать собственные команды (дорогостоящие команды, если они хорошие) портфельных управляющих, аналитиков, создавать риск-менеджмент всех процессов, вкладываться в инфраструктуру для того, чтобы рассчитывать стоимость пая, размещать информацию и так далее. Просто нет смысла все это делать, ведь у них есть возможность выбора управляющих компаний в качестве партнеров.

Я уверена, что в нашей группе (мы уже провели первоначальное обсуждение) именно такой позиции будем придерживаться. Убеждена, это поддержат и наши общие акционеры.

Кирилл Пронин. Алексей, можно несколько комментариев по последней теме? Знаете, это очень непростой вопрос. Любая страховая компания будет исходить из экономической целесообразности. Если ей более выгодно работать с независимой управляющей компанией, она будет работать с ней. Но если она видит в таком варианте издержки (операционные, финансовые), то будет стремиться реализовать возможность УК внутри своего юридического лица.

С другой стороны, чем отличается эта ситуация от текущей, когда сегодня любая страховая компания, по идее, может в своей группе создать в рамках отдельного юридического лица бизнес

по управлению активами? Мне кажется, вообще ничем. Просто это для страховой компании дороже в плане капитала, комплаенса и прочих подобных аспектов, потому что нужно поддерживать лицензии в рамках одного юридического лица издержки позволит снизить.

С другой стороны, я помню, что есть запрос у брокеров, у управляющих на то, чтобы получить функцию по проведению платежей в своей экосистеме: чтобы не только оказывать услуги по брокерскому обслуживанию, по управлению активами, но еще и проводить платежи, вести электронные кошельки. Но ведь и здесь тогда можно на ситуацию посмотреть с обратной стороны: а зачем вам это, ведь есть банки, есть НКО, которые эти сервисы оказывают. И я уверен, что в ответ услышу, что это позволит снизить издержки на эквайринг, что какие-то операционные вопросы будут решены более комфортно, в том числе для клиента, для бизнеса профучастников.

Мне кажется, это одного поля ягоды. К вопросу совмещения надо подходить достаточно объективно, взвешенно. Возможность совмещать виды деятельности — это возможность создавать новый продукт с минимальными издержками. Главное, чтобы здесь не возникала тема регуляторного арбитража, чтобы не нарушались права клиентов, регулировался конфликт интересов. Мы же исходим из того, что при совмещении страховые компании должны будут выполнять тот же самый объем регуляторных требований.

Евгений Зайцев. Можно в эту же дискуссию добавить вопрос?

Алексей Тимофеев. Я хочу представить Евгения Зайцева, который представляет УК Сбера.

Женя, можно начать с темы, которую мы сейчас обсуждаем, но потом я хочу, чтобы ты рассказал, как вы справляетесь с конкуренцией со стороны брокерских продуктов. И есть специальный для вас вопрос, про объем биржевых фондов в активах доверительного управления, —

чтобы ты прокомментировал, с чем это связано.

Евгений Зайцев. Спасибо большое. Я хотел бы задать вопрос Кириллу в рамках завершения дискуссии. Мы искали какие-то best practice в плане слияния лицензий, но особо интересной информации не нашли. Хотели бы разобраться поглубже, особенно в плане мирового опыта. С удовольствием примем участие в дальнейшей дискуссии по этому вопросу.

Кирилл Пронин. Более детальное обсуждение темы долевого страхования будет организовано коллегами из департамента страхового рынка, ДСР. Мы, безусловно, тоже будем активными участниками этого процесса. Но, тем не менее, мне кажется, что в Европе вполне себе работают инструменты unit-linked. Другое дело, что (если я правильно помню), это работает с баланса самой страховой компании, а не в рамках разных лицензий.

Евгений Зайцев. Мы в стадии изучения этой инициативы. Хорошо, если есть такой мировой опыт, мы внимательно его посмотрим и, как я уже сказал, активно присоединимся к дискуссии.

Возвращаюсь к вопросу, который задал Алексей, то есть как мы себе видим ситуацию, связанную с конкуренцией между продуктами управляющих компаний для частных инвесторов и такими же продуктами брокеров. Если посмотреть на весь мировой тренд развития рынка ценных бумаг и частных инвестиций, то он, в общем-то, подсказывает следующее: в любом случае активный вход на этот рынок происходил всегда через брокерские счета. Естественно, после того как этот рынок стал более доступным для частных инвесторов, в том числе за счет цифровизации, за счет создания налоговых стимулов.

Но если посмотреть на структуру выручки основных американских брокерских домов, типа «Чарльз Шваб», то мы увидим, что стандартные комиссии за брокерское обслуживание перестали существенно влиять на выручку, а во многих случаях эти комиссии вообще сведены до нуля.

Ярчайший пример — события 2018–2019 года на американском брокерском рынке, когда тот же самый «Чарльз Шваб» просто поставил нулевые комиссии и начал покупать коллег с брокерской моно моделью бизнеса. Потому что к этому времени сам «Шваб» все сделал для того, чтобы у него появилась возможность торговать на брокерских счетах продуктами, которые производятся на платформе эссет-менеджмента. По этому пути пошли многие брокерские дома. Конкуренция достаточно высокая, и она привела к тому, что основные потоки комиссионного вознаграждения перемещаются в сторону продуктов с добавленной стоимостью. В первую очередь это услуги, связанные с инвестиционным консультированием на брокерских платформах, в основе которых лежат инструменты доверительного управления.

Мне кажется, что этот тренд мы наблюдаем и у нас, в Российской Федерации. Но убежден, что пятикратная разница в размере комиссии, которую мы видим сейчас, должна схлопнуться в ближайшее время за счет более тесного сотрудничества управляющих компаний и брокерских компаний.

Наша компания вкладывает в это много сил. Вся история, связанная с развитием рынка биржевых паевых инвестиционных фондов и продуктов нашей управляющей компании, направлена как раз в эту сторону. Буквально вчера мы запустили на Московской бирже торги новым классом биржевых паевых инвестиционных фондов, это так называемые «умные фонды». Это как раз про синергию между брокером и управляющей компанией.

В основе концепции «умного фонда» лежит идея ребалансировать счета частных инвесторов непосредственно за счет паев БПИФа как ценной бумаги на счете конкретного клиента. Мы ушли немножко в другую парадигму: вся ребалансировка осуществляется в этом продукте на стадии ребалансировки самого индекса. В этом, собственно говоря, состоит отличие от текущего многообразия монобиржевых паевых инвестиционных фондов. Для

инвестора это замечательная история: фактически он получает услугу доверительного управления по цене пая биржевого паевого инвестиционного фонда. Транзакционные издержки, в том числе налоговые, при этом меньше: потому что на счете клиента, в общем-то, лежит одна ценная бумага, и он с этой ценной бумагой может жить всю жизнь. Этот замечательный, с нашей точки зрения, продукт появился как раз на стыке сотрудничества брокера и управляющей компании.

Инвестиционное консультирование, которое мы дополнительно будем продвигать опять-таки в рамках взаимного сотрудничества — также мировой тренд. Это может быть цифровой вариант, это может быть вариант, более сконцентрированный на каждом клиенте, но, тем не менее, это тот путь, который, я думаю, приведет к тому, что от конкуренции мы перейдем к более тесному сотрудничеству.

Кстати говоря, полагаю, что в недалекой перспективе и брокерские комиссии за торговлю биржевыми паевыми инвестиционными фондами на брокерской платформе тоже будут стремиться к нулю.

Что касается вопроса о том, что на наших счетах доверительного управления очень много наших же фондов. У нас в свое время была дискуссия на эту тему с Центральным банком. И, как мне кажется, мы поняли друг друга. Это элементы того самого доверительного управления средствами массового частного инвестора, которое невозможно сделать просто со счетов доверительного управления, поскольку это влечет достаточно большую операционную нагрузку.

Мы приветствуем любые формы коллективного управления, считаем, что это оптимальный продукт для построения любых вариаций на тему управления средствами массового инвестора. Отсюда такое большое количество паевых фондов и биржевых фондов на счетах наших клиентов. Это сознательный выбор, он дает возможность диверсифицировать активы, упростить операционную составляющую и снизить издержки для наших клиентов.

Алексей Тимофеев. Я-то думаю, что чем дальше, тем больше таких решений мы будем видеть. И с этим нужно согласиться, на мой взгляд. Потому что на самом деле это аналогия той схемы, которая работает за рубежом. Робоэдвайзер за рубежом всегда или почти всегда корреспондирует с ЕТФом, ряд ЕТФов создается под те стратегии, которые предлагает робоэдвайзер. Таким образом, западная связка «робоэдвайзер + ЕТФ» превращается в нашей юрисдикции в связку «доверительное управление + биржевой фонд».

Какие-то претензии, связанные с комиссиями в этом случае, наверное, могут быть справедливыми. Но чем больше будет развиваться конкуренция в этой области, тем меньше такое структурирование будет вызывать возражений и с точки зрения издержек тоже. Прав ли я в вашем случае, Евгений?

Евгений Зайцев. Биржевой паевой инвестиционный фонд (либо паевой инвестиционный фонд) на счете доверительного управления (либо на ИИС) — конструкция, которая добавляет ценность этому продукту. И когда мы ведем дискуссию относительно выделения пая ПИФа в отдельную налоговую юрисдикцию, это как раз история, которая приведет нас к совершенно другому клиентскому пути, в том числе по продуктам доверительного управления.

Это замечательная инициатива. Насколько понимаю, Центральный банк ее разделяет. И нам бы очень хотелось приблизить момент возможности уже на практике переконфигурировать наши продукты. Я имею в виду не только продукты Сбера как доверительного управляющего, но продукты всего рынка. Это очень существенный шаг.

И, конечно, не могу не коснуться истории, связанной с возможностью торговли на отечественной бирже ЕТФами западных компаний. Естественно, если есть спрос, то надо его удовлетворять. Но надо понимать состояние, в котором наша индустрия биржевых паевых инвестиционных фондов



находится в текущий момент, и учитывать ту ликвидность, которую мы можем получить с нашего локального рынка.

Считаю очень важным, чтобы на определенной стадии развития нашего рынка были предприняты определенные шаги, которые бы стимулировали приобретение российскими инвесторами именно продуктов российских локальных игроков.

Мы бы с удовольствием производили не просто локальные продукты доверительного управления (в виде биржевых паевых инвестиционных фондов, монофондов, «умных фондов» — не столь сейчас важно, каких именно продуктов), если могли на нашем рынке получить весь объем инструментов для того,

чтобы диверсифицировать эти портфели в плане ликвидности и возможности ребалансировок. Поэтому нам все равно придется формировать фонды, включая туда западные инструменты западных эмитентов. Но самое главное — этот продукт должен быть произведен локальным игроком. И тогда он вполне, с моей точки зрения, имеет право на дополнительные, в том числе налоговые, преференции.

Алексей Тимофеев. Я полностью разделяю эту точку зрения. Знаю, что у индустрии по-прежнему разные мнения по этому поводу. Тем не менее, нам нужны более убедительные доказательства для инвестиций российских розничных ин-

весторов в российские биржевые фонды. Вот в этом, как мне кажется, должно быть направление регулятивной политики. Очень логично, что следующим выступающим будет Андрей Звездочкин из «АТОНа», — человек, который отвечает и за брокерский бизнес, и за коллективные инвестиции. Особенно в связи с тем, что «АТОН» недавно создал целое семейство биржевых фондов.

Андрей, почему вы так поступили? Наверное, вы решили, что это продукт, который будет востребован, что за ним будущее? И что именно нужно сделать для того, чтобы это было сделано «АТОНом» не зря? чтобы ваши биржевые фонды, да и все российские биржевые

фонды, чувствовали себя не менее конкурентными, чем зарубежные ЕТФы?

Андрей Звездочкин. Алексей, спасибо. Коллеги, добрый день!

На российском рынке в последние годы происходят удивительные события, многое сложно было предсказать еще несколько лет назад. Индустрия биржевых паевых инвестиционных фондов — как раз то место, где фантастические вещи развиваются на наших глазах.

В 2018 году появились первые фонды. В этом году операции с биржевыми паевыми инвестиционными фондами сделали уже 1 млн 400 тысяч человек. Это количество сопоставимо с общим количеством людей, торгующих акциями. Сейчас на рынке 79 фондов, 17 компаний являются провайдером биржевых паевых инвестиционных фондов. Фонды дают инвесторам возможность получить аллокацию на 50 стран, в них заведены активы на сумму больше 120 млрд рублей. И это на рынке, который появился в 2018 году.

Я должен выразить отдельное уважение тем компаниям, которые были первыми на этом рынке: это Сбербанк, «Альфа-Капитал». Они увидели перспективы и, собственно, толкнули рынок в то состояние, в котором он находится сейчас.

Наша собственная история того, как мы оказались на этом рынке, особенная. Наши партнеры из «Альфа-Капитал» попросили нас выступить маркетмейкером по их первому биржевому фонду. Только согласившись, мы поняли, насколько сложная задача стоит перед маркетмейкером: это огромные инвестиции в технологии, это весьма ресурсоемкая по организации деятельность, это необходимость обеспечить минимальные издержки для того, чтобы люди могли в этих продуктах в любой момент войти и выйти. Этот первый шаг нам запомнился, скажем так.

Но, сделав несколько шагов в плане маркетмейкинга, мы построили весьма продвинутую платформу и стали партнерами по ликвидности для большого количества управляющих компаний и фондов. Мы сейчас поддерживаем в плане ликвидности

примерно 64% всех фондов. В среднем каждый день проходит 31 тысяча сделок с биржевыми фондами. По ликвидности количество сделок по БПИФам сейчас превышает количество сделок по наиболее ликвидным российским акциям. Повторюсь, рынок возник в 2018 году. Только за один день, 31 мая, мы сделали 147 тысяч транзакций, когда западные рынки были закрыты. Мы обеспечиваем ликвидность в любых ситуациях — открыты ли рынки, закрыты ли рынки. 147 тысяч транзакций.

Мы ожидаем, что в ближайшее время появится еще больше новых продуктов, и это не может не радовать. Чтобы понять, каковы перспективы российского рынка, достаточно посмотреть на иностранные рынки, там в биржевых фондах — без малого 9 трлн долларов активов. Это критерий, который явно показывает, где может оказаться российский рынок и в каком направлении он будет развиваться.

Мы говорим сегодня на конференции, что в России преобладают брокерские услуги. Но вот появился совсем свежий рынок, и уже 1 млн 400 тысяч инвесторов сделали операции с биржевыми фондами. Это достойно отдельного осмысления. Продукты только появились, и сразу огромное количество людей начало в них инвестировать.

Вероятно, ключевое для развития рынка управления активами — это доверие. Получается, что к БПИФам доверие появляется быстрее. Может быть, потому что там индексы понятные, структура инвестирования понятная, сравнительно с активно управляемыми стратегиями. Может быть, ответ в этом. То, что в индустрии происходит, делает индустрию более устойчивой, прозрачной, возникает то самое доверие, которое приводит на рынок новых клиентов, новых инвесторов. Потому что из нашей статистики очевидно, что клиенты, которые инвестируют через продукты управления активами, получают лучшие результаты, нежели при самостоятельной торговле.

В конечном итоге, пройдя весь путь компании, которая поддерживает ликвид-

ность по биржевым фондам, мы пришли к пониманию, что нужно сделать следующий шаг. В апреле мы анонсировали и запустили линейку из 17 биржевых фондов. Мы верим в то, что для российского рынка и для российских инвесторов очень важный аспект — диверсификация, причем диверсификация не только в российские активы, но и глобальная.

Мы живем немного в особенной ситуации. С 2008 года рынки растут. Была короткая пауза в 2020 году, когда рынки обвалились в пропасть, но в целом мы живем в ситуации, когда с 2008 года рынки растут и показывают прекрасную доходность для инвесторов. Это приводит на фондовый рынок новых клиентов, особенно с учетом низких ставок. Но так было не всегда. В XXI веке рынки корректировались, и не один раз, коррекция была крайне болезненной, крайне глубокой. Готовность к такого рода потрясениям на рынке — это прежде всего портфель, диверсифицированный портфель из разных классов активов. Это основное правило: структура портфеля определяет в итоге его финансовый результат.

Сейчас мы фактически дали ритейловым клиентам возможность построить за небольшие деньги диверсифицированный портфель, в который могут войти разные классы активов, в разных географических аллокациях. Это очень важно. Это сильно поможет клиентам не потерять, получить максимум от своих инвестиций с разумным риском. Мы в это верим, поэтому сделали этот шаг, и полагаем, что это важно для рынка в целом. Я надеюсь, что рынок будет расти и развиваться.

Что касается доступа ЕТФ. Есть правило: не ремонтируйте то, что работает. Но в данном случае речь идет не о ремонте, а о развитии рынка. Могу лишь согласиться с тем, что уже было сказано: давая людям новые возможности, не забывать о российских участниках рынка, которые проинвестировали ресурсы (интеллектуальные, финансовые) в создание российского рынка биржевых паевых инвестиционных фондов. Спасибо.

Алексей Тимофеев. Андрей, спасибо. Я разделяю ту точку зрения, что интерес к биржевым фондам — это интерес не только к пассивному управлению, но к коллективному инвестированию в целом. Просто по аналогии с биржевыми фондами мы увидели, что те недостатки, которые мешают людям инвестировать в открытые фонды, будь они убраны, наверное, спровоцируют не меньший (а может быть, больший) интерес к открытым фондам, чем сегодня к биржевым фондам. Давайте уберем препятствия и проверим эту гипотезу.

Следующим выступающим, это тоже очень логично, я вижу Романа Горюнова. Вот что я думаю относительно того, что делает Роман. Я думаю, что локализация рынка иностранных финансовых инструментов является одним из главнейших достижений российского финансового рынка последних лет. Люди пошли на финансовый рынок и с большим удовольствием стали приобретать иностранные финансовые инструменты. Думаю, что большинство из них пошло на финансовый рынок ровно потому, что им были предложены разнообразные, в том числе иностранные финансовые инструменты.

Мне кажется, локализация рынка иностранных финансовых инструментов доказывает, что огромное значение для развития рынка имеет разнообразие финансовых инструментов. 215 российских акций и 350 облигаций, торгуемых на организованном рынке — далеко не достаточно для того, чтобы люди на этот рынок обращали внимание. Естественно поэтому, что российский рынок оказался бенефициаром локализации рынка иностранного. Чем больше возможностей по диверсификации своих рисков российские розничные инвесторы имеют, тем с большей охотой они приобретают и отечественные ценные бумаги. Мы, наверное, на втором сессии об этом поговорим. Мы видим увеличение объемов инвестиций и в российские ценные бумаги тоже. Не только иностранные ценные бумаги являются бенефициаром этих изменений, российский рынок тоже.

Второе, что хотел бы сказать: российский рынок отнюдь не пользуется интересом со стороны эмитентов иностранных финансовых инструментов. Если бы мы шли по пути допуска на российский организованный рынок только спонсируемых финансовых инструментов, то, наверное, не создали такого глубокого и разнообразного рынка, который есть сейчас. Но в этом смысле мы непоследовательны, потому что в отношении ETFов по-прежнему связываем допуск их на российский рынок с мнением их администратора.

Роман является одним из наиболее, наверное, сильных апологетов упрощения допуска иностранных ETF на российский рынок. Кому, как не ему, на этот счет высказаться.

Роман Горюнов. Спасибо. Но можно я начну не с этого, а с общего взгляда на то, что происходит в мире.

На мой взгляд, мир поменялся. Поменялся он за счет упрощения технологий доступа на рынок для огромного числа частных инвесторов во всем мире. Это не только российский тренд, это мировой тренд. «Робин Гуд» в некоторые дни открывает по миллиону счетов в день на американском рынке, хотя мы всегда считали, что там уже торгуют все, кто хотел.

Впервые, наверное, за всю историю мирового фондового рынка (говоря про рынок акций, в первую очередь) поведение рынка стали определять частные инвесторы. Раньше всегда считалось, что ритейл — ничего не понимающее сообщество, вот профессионалы знают правильную цену, а ритейл ничего не понимает. Но за последние несколько лет (а может, месяцев) за счет упрощения доступа и прихода миллионов даже маленьких счетов выяснилось, что рынок идет туда, куда думает ритейл. Причем инвестиции носят интуитивный, спонтанный характер, а инвестиционные идеи упрощаются.

Условно говоря, в прошлом году наступила пандемия, авиакомпании перестали летать, — их акции будут падать, все пользуются программой Zoom — его акции надо покупать. Прикол в том, что

это работает: авиакомпании действительно падают, а Zoom растет, вне зависимости от их финансовых показателей.

В этой связи плохая новость адресована индустрии активного инвестирования, потому что в этих условиях обыгрывать индекс становится очень сложно. Думаю, ни один профессиональный управляющий не мог представить, что Tesla за полтора года может вырасти в 10 раз, это противоречит всем фундаментальным и каким угодно показателям. Но цены на рынке сейчас не определяются тем, как чувствует себя компания, они определяются тем, что люди думают об этой компании.

Причем действует еще один фактор, опять же не только в России, а по всему миру: омоложение инвесторов и приход на рынок поколения геймеров, которые относят к инвестированию как к некоторой форме игры. Они с детства привыкли в гаджетах покупать всякие виртуальные активы, зарабатывать, для них это является образом жизни. И к инвестициям они стали относиться, как к продолжению обычной их поведенческой модели, которая вырабатывается с детства. Люди покупают компании, в которые верят, фактически деньгами начинают голосовать за те или иные компании. Они покупают, потому что им нравится компания, и они своими деньгами ее поддерживают. Это не имеет никакого отношения к текущим финансовым показателям компании, ее бизнес-планам и прочему. И это тоже стало фактором поведения рынка, который обычно, стандартному управляющему/аналитику очень сложно оценить. Именно поэтому сейчас огромным спросом в мире стала пользоваться market data поведения частных инвесторов. То есть поведение частных инвесторов само по себе становится для анализа ценностью, не менее важной, чем финансовые показатели компании.

Это изменение поведения рынка оказывает огромное давление на активных управляющих. В этой связи введение фидуциарной ответственности в том виде, в котором Алексей ее озвучил, на мой



взгляд, если не похоронит эту индустрию в России, то, по крайней мере, сделает ей очень больно, потому что просто убьет предпринимательский посыл управляющего, его способность брать риск.

Очевидно, что инвестиции — это взятие риска, ведь никто не знает, что будет с рынком. И если принятие инвестиционного решения, принятие риска вдруг станет таким, что управляющий за него будет отвечать (риск же может реализоваться, и управляющий в этой ситуации стопроцентно огребет, извините за выражение), то все перестанут рисковать. На мой взгляд, это оставит мало шансов для развития индустрии активного управления, особенно в нынешней ситуации.

Но хорошая новость заключается в том, что индустрия пассивного управления в этих условиях будет развиваться и множиться. Пассивные управляющие обыгрывают активных в результате того поведения рынка, которое сейчас имеет место. Естественно, это мультиплицирует спрос на пассивное управление. Дальше индустрия просто растет, потому что в пассивное управление приходит огромное количество денег.

Мы видим, что это происходит и в мире, и в России. Так и будет продолжаться: индустрия пассивного управления будет активно развиваться. Но индустрию активного управления я бы предложил защищать и стимулировать, а не ограничивать.

Теперь немножко про российский рынок. За полтора года на российский рынок внезапно пришла конкуренция, пришла в виде Санкт-Петербургской биржи, которая на текущий момент по объемам торгов занимает существенную долю всего российского рынка акций. Команда Санкт-Петербургской биржи при этом всегда считает себя партнером профучастников рынка. Мы стараемся максимально создавать для них условия, развивать продукты и сервисы, которые нужны участникам рынка. В этой связи я бы предложил подумать, чего же вам хотелось бы от инфраструктуры биржевого рынка: опций, которых сейчас нет, но можно было бы сделать. Мы в этой части всегда открыты к изменениям.

Что мы уже сделали и что собираемся сделать? Я покажу один слайд, который все это опишет. На графике мы видим поведение акций компании «Virgin Galactic» в понедельник, 24 мая после того, как в субботу успешно запустилась ракета. Мировой рынок открылся на Санкт-Петербургской бирже, первые цены на «Virgin Galactic» появились на нашей площадке в 7 часов утра. Более того, к моменту открытия американского рынка, к 16:30, объем торгов на Санкт-Петербургской бирже был, в принципе, равен объему премаркета NASDAQ. Весь объем питерской биржи в этот день составлял 15% от объема NASDAQ.

Это показывает, что именно мы как российская юрисдикция сделали. Мы создали премаркет, который сейчас по объемам конкурирует с премаркетом основного рынка, мы получили центр ценообразования в период времени, когда другие площадки или просто не работают, или значительно менее ликвидны, чем мы. Помимо того, что мы дали российским инвесторам возможность торговать и на этом зарабатывать, мы вдобавок создали центр притяжения для международных инвесторов. Потому что наше предложение — уникальное, другого в мире сейчас нет.

Помимо всего прочего, 80% оборота на нашей площадке — это локальный оборот внутри российской инфраструктуры, внутри российского рынка. Несмотря на наличие на международных площадках возможности бест экзекьюшен, если там цены лучше, все равно 80% сделок проходят внутри нашей биржи. То есть фактически мы на текущий момент удвоили объем российского рынка, удвоили доходы всей индустрии российского рынка акций. Удвоили! Инвесторы получили возможность дополнительно зарабатывать деньги и после этого вкладывать их в различные инструменты. Инвесторы не выбирают по опции «российский/нероссийский», они выбирают конкретные компании. Им, в общем, без разницы, российская компания или не российская. Если они видят интерес

в «Газпроме», то покупают «Газпром», если завтра интересна Tesla, то покупают Tesla. Последние два месяца мы видим достаточно серьезный переток объемов в российские бумаги просто потому, что там идут дивидендные выплаты. Американский рынок перестал расти, российский рынок растет, и объемы сделок перетекают в российские бумаги.

Это я все к вопросу об ETFax. Мое глубокое убеждение заключается в том, что допуск в Россию ETFов увеличит объемы нашей индустрии еще процентов на 30, во-первых. Люди заработают больше денег, во-вторых. И, в-третьих, они более активно будут покупать локальные инструменты, в том числе локальные биржевые ПИФы.

Соответственно, задача всех сидящих здесь — сделать продукты, которые будут интересны инвесторам. А не пытаться заработать дополнительную маржу, в 10 раз накрутив цену и считая, что инвесторы купят какую-то бумагу в 10 раз дороже просто потому, что ее нельзя купить напрямую.

По нашей оценке, ETF — одна из самых важных причин того, почему до сих пор люди выходят посредством прямого доступа на международную биржевую инфраструктуру. Объем ETF сейчас больше, чем объем базового актива. Мы просто не даем российским инвесторам возможность торговать половиной мирового рынка. Естественно, за этой половиной рынка они идут туда, где ее можно купить. Так что давайте уже договоримся в этой части, закончим дискуссию и получим выигрыш со всех сторон.

Теперь пару слов о том, что мы хотим предложить в части развития индустрии БПИФов. Во-первых, мы в ближайшее время намерены начать создавать линейку индексов для БПИФов. У нас есть уникальная market data, я уже это показал: работающие с 7 часов утра индексы по широчайшему кругу инструментов. Поэтому уже можно к нам приходиться с идеями и запросами.

Во-вторых, мы запустили торговлю международными евробондами, ма-

ленькими лотами. Там присутствует достаточно серьезная необходимость инвестиций в листинг, в раскрытие информации, но мы готовы в этой части (тоже по запросам участников) добавлять бумаги и расширять линейку.

На этом выступление закончу, чтобы не слишком сильно занимать время. **Ирина Кривошеева.** Еще раз хочу озвучить позицию компании «Альфа-Капитал»: мы не против иностранных провайдеров, мы за российских провайдеров, давайте услышим разницу. Мы понимаем, что сейчас есть регуляторный арбитраж. Но, послушайте, одной индустрии три года, а второй почти 35 лет. Давайте выпустим на один ринг трехлетнего детеныша и 35-летнего мужика и скажем: ой, какая неожиданность, трехлетний не смог конкурировать.

У ETFов и масштабируемость, и операционные издержки совершенно другие. У них другие регуляторные требования. Им не нужно делать КИДы, не нужно раскрывать информацию в том формате, в каком это делает российская управляющая компания, им не нужно каждые 15 секунд обновлять стоимость чистых активов, им не нужны аудиторы, не нужны биржи, им не нужно хранить бумаги исключительно в одном НРД, если речь идет об иностранных ценных бумагах. Им еще много чего не нужно, а нам нужно. Так давайте добиваться равноправия. Тогда пусть и российской индустрии не нужно будет всего этого делать.

Обратите внимание, почему Андрей Звездочкин говорил о маркетинге и уполномоченных лицах? В мире порядка 300 ETF производили корпоративные действия — слияния, объединения. Это в порядке вещей. А что произойдет, если объединится один БПИФ с другим? У нас вот 1 млн 400 клиентов инвестировало в биржевые фонды, они куда должны будут пойти после такой сделки слияния? Российские граждане должны будут пойти в американский суд, видимо. Поскольку в российском законодательстве этот вопрос не решен.

Роман Горюнов. Во-первых, с этим я абсолютно согласен. Во-вторых, мы за пять лет развития питерской биржи приобрели в части корпоративных действий огромный опыт. В прошлом августе мы в один день провели сплит двух акций (Tesla и Apple), с российскими бумагами такого представить себе нельзя. Теперь значительную этого опыта часть просто надо внедрить в российское законодательство. Этого нельзя было сделать раньше, потому что спроса не было.

Давайте не бояться двигаться в другой мир, он реально существует. Никогда регулирование БПИФов не поменяют, если не показать на конкретном примере, как это работает. Надо показывать на примерах, тогда все становится ясно сразу.

Ирина Кривошеева. А почему американский регулятор не заботится о китайских управляющих компаниях, объясни мне? Было ли такое, чтобы американский регулятор поддерживал китайцев, запустил их на американский рынок, говорил: «Дорогие китайцы, вы только придите, мы вам все сделаем, американские же компании пусть в сторонке курят бамбук»? Или давайте представим себе, как китайский Центральный банк мечтает запустить американские ПИФы на китайскую землю, чтобы их купил уже просто каждый китаец. Ведь от этого конкурентоспособность китайских управляющих компаний вырастет прямо до небес.

Алексей Тимофеев. У меня нет сил превратить этих спикеров, мне очень интересно, думаю, что и вам тоже. Я очень рассчитываю на продолжение этой дискуссии, но пусть в ней также поучаствует Алексей Антонюк, например.

Алексей, поддержи дискуссию. **Алексей Антонюк.** Добрый день, уважаемые коллеги! Рад всех видеть в офлайн-формате. По поводу дискуссии по спонсируемому либо не спонсируемому доступу иностранных ETF на российский рынок. Мы сейчас видели две крайние позиции. Каждая из них подкреплена достаточно сильными аргументами и выглядит разумно. Думаю, что брокеры

и управляющие компании в этом плане между собой никогда не договорятся. Поэтому, наверное, придется третьей стороне в лице регулятора выступить неким третейским судьей этого спора. Это все, что я могу сказать, со своей стороны.

Теперь что касается возможности для страховых компаний идти в коллективные инвестиции и, что меня особенно порадовало, возможности для управляющих компаний идти в страховые продукты. Как я понимаю, предполагается, что это встречные движения. Честно скажу, у меня сначала был скепсис в отношении этой идеи. А потом, поразмыслив, я решил, что это дает новые возможности, причем индустрии коллективных инвестиций тоже.

Но мне интересно, а как страховщики к этому относятся? Они тоже испытывают некое недоверие, побаиваются и так далее? Или они, наоборот, положительно настроены? Мне кажется, нужно выстроить процесс так, чтобы это движение было равноценным. Чтобы не было пострадавшей стороны, чтобы и страховщики, и индустрия управляющих компаний в плане возможностей, которые перед ними открываются, находились в равных позициях.

С учетом высокой профессиональной экспертизы, которая есть в индустрии управляющих компаний, с учетом трек рекорда по инвестиционным продуктам, технологий и процессов, которые у нее имеются, нам точно не нужно бояться этих возможностей. Мы как отрасль можем стать и бенефициарами этих решений, предложить достаточно хорошие и качественные продукты. Но, безусловно, вопрос требует детальной проработки.

Теперь что касается вопросов включения паев ПИФов в реестр на ИИС. Честно скажу, в ритейле доверительное управление выглядит странно. Все-таки правильнее, когда массовые продукты реализуются через инструмент коллективных инвестиций, то есть через паевые инвестиционные фонды. Это правильнее с точки зрения диверсификации, потому что диверсификация большого ПИФа

и диверсификация ИИС с его средним чеком — все-таки вещи несопоставимые. Это правильно с точки зрения транзакционных издержек, это правильно и с точки зрения, я бы сказал даже, ответственности и защиты интересов пайщика. Не забывайте, что в коллективных инвестициях существует институт независимого специализированного депозитария, а в доверительном управлении его нет.

Поэтому наше мнение какое? Как только станет возможно открывать ИИС для инвестиций в паевые инвестиционные фонды, в реестре, то, скорее всего, продукт ИИС ДУ в его нынешнем розничном значении мы будем сворачивать, потому что он просто теряет смысл.

Да, безусловно, у формата доверительного управления и формата инвестиций в паевую фонд есть небольшие различия — в плане требований к составу структуры портфелей, концентрации и так далее. Но (по крайней мере, по нашей компании) большая часть стандартных стратегий ИИС ДУ — это, по сути, репликация тех же стратегий, которые реализуются в паевых инвестиционных фондах. В принципе, они управляются с одинаковыми подходами. Единственная разница состоит в том, что (в силу разной специфики доверительного управления и ПИФов) состав портфелей несколько отличается. Ну, и в плане транзакционных издержек управлять фондами существенно более выгодно и эффективно, чем осуществлять доверительное управление.

Теперь касательно конкуренции с другими продуктами, о которой говорил Алексей. Если взять конкуренцию в онлайн, то мы на нее смотрим с точки зрения потребностей клиентов. И в данном случае получается, что конкуренция с брокерами — мнимая. Потому что клиент, который хочет торговать сам, точно не является клиентом открытых паевых инвестиционных фондов. Собственно говоря, для таких клиентов наша индустрия и создает биржевые фонды. А здесь опять-таки нет конкуренции, потому что брокеры БПИФы создавать не могут.

Что касается конкуренции в офлайне, то здесь совершенно другая ситуация. Дело в том, что в офлайне ОПИФы (мы сейчас рассматриваем именно их, поскольку это основной продукт индустрии коллективных инвестиций в офлайне) конкурируют только с депозитами и со страховыми продуктами. И ни с какими другими продуктами. Но опять-таки каждый этот продукт (депозиты, страхование) имеет своего клиента, имеет свои преимущества и недостатки.

И, честно говоря, я считаю, что ПИФы находятся здесь в достаточно выигрышном положении. Потому что линейка паевых фондов практически любой управляющей компании содержит в себе разные продукты — и облигации, и акции, и базовые коммодитиз, и драгоценные металлы и так далее. У всех УК продукты разные, но у всех линейка достаточно широкая и включает в себя разные классы активов.

В этой ситуации коллективные инвестиции находятся в абсолютно выигрышном состоянии сравнительно с вкладами, потому что всегда будут ПИФы, которые будут обыгрывать вклады, и всегда будут ПИФы, которые будут им проигрывать. То есть инвестор имеет возможность выбрать тот продукт, который, по его мнению, заработает ему больше, чем депозит. Это, напомним, если говорить о конкуренции в формате офлайна.

Несколько слов хотелось бы сказать о маркетплейсах, здесь складывается достаточно интересная ситуация, интересно, как она будет развиваться дальше.

На рынке, на мой взгляд, сейчас выстраиваются (или уже выстроились) две конкурирующих модели онлайн-дистрибуции через маркетплейс. Первая модель — когда у крупного участника рынка есть собственная инфраструктура, собственная экосистема. Условно говоря, это то, что создали ВТБ, «Тинькофф», БКС, Сбер и так далее. Вторая модель — это то, что пытаются создать другие участники (витрина продуктов ДУ и так далее). У крупных игроков есть своя онлайн-дистрибуция. Клиентам, которые приходят через эту онлайн-дистрибуцию,

другие маркетплейсы становятся не нужны. Крупные игроки имеют возможность привлекать через свои онлайн-каналы достаточно большое количество клиентов, открывать им брокерские счета и продавать на них через свои онлайн-платформы различные инвестиционные продукты. Маркетплейсы, которые существуют вне этих экосистем, берут достаточно большие комиссии, но при этом поток клиентов, приходящих через эти маркетплейсы, несопоставим с потоком, который идет через экосистемы онлайн-дистрибуции крупных игроков (таких, как Сбер, «Тинькофф», ВТБ, БКС и других).

Мне кажется, что первая модель, скорее всего, побеждает. Но какова будет эволюция этой системы, пока для меня лично не очень понятно. Судя по всему, вторая модель либо будет видоизменяться, либо, скорее всего, просто естественным образом закончится.

Алексей Тимофеев. Спасибо большое.

Владимира Кириллова я бы хотел пригласить к выступлению следующим. Владимир, каковы тенденции на рынке коллективных инвестиций? Ты в прессе поддержал идею совмещения деятельности страховщиков и управляющих. Было бы полезно, если бы ты высказался подробнее на этот счет тоже.

Владимир Кириллов. Спасибо за предложенное слово. Начну с ответа на последний вопрос. Почему я считаю, что объединение лицензий — это нормально? Мы работаем со страховыми компаниями многие годы и знаем, что, в отличие от пенсионных фондов, у страховщиков есть собственные очень сильные портфельные управляющие. Страховые компании всегда были в этом смысле конкурентами УК. И большинство из них всегда говорили: «Мы все сами сделаем, мы все сами».

Страховой рынок был очень сложным, на нем очень мало чего можно было делать до тех пор, пока ЦБ всерьез не занялся его расчисткой, когда вместо схематоза там появились нормальные активы. Когда начали приводить все это

в порядок, когда появились интересные активы, то появились потребности в нормальном, качественном управлении.

Но давайте не забывать, что рисковое страхование очень короткое. Портфели там достаточно сложны в управлении, требования по ликвидности очень высокие. Делать в этом формате долгосрочные портфели очень сложно, у страховых компаний только сейчас начинают возникать потребности добавления в портфели акций, например. В основном портфели состоят из инструментов фиксированной доходности.

Страхование жизни — другая история. Конечно, отсутствие unit linked очень сильно сдерживает возможности страховщиков по созданию продуктов. Здесь вопрос в том, кто несет ответственность перед конечным покупателем полиса, в том числе, по unit linked. На Западе клиент сам выбирает из широкого списка паевых фондов, что купить. И сам несет ответственность за принятые инвестиционные решения.

Сейчас, как уже сказано, у страховщиков появляются новые потребности, в том числе в более квалифицированных управляющих. Но они все равно будут либо сами управлять активами клиентов, либо самостоятельно делать ключевые фонды, условно говоря, по портфелям с фиксированной доходностью. А вот там, где требуются специфические вещи, они все сами уже не смогут делать, и это нормальная тенденция во всем мире. К управлению сателлитными портфелями, где у СК нет экспертизы (будь то недвижимость, еврофонды, акции второго, третьего эшелона, что-то такое) они будут привлекать нормальных квалифицированных управляющих. Каким образом это будет реализовано, не так важно. В любом случае это даст сильный толчок рынку.

Хотя надо смотреть, конечно, на детали. В этом смысле гораздо более остро стоит вопрос либо уже полного объединения, либо полного разделения на брокеров и управляющих. Потому что сегодня существует микс лицензий. Брокер



имеет лицензию ДУ, управляющий может иметь лицензию на работу с ПИФом, но брокер при этом не может иметь лицензию для работы с ПИФом. Кроме того, здесь много путаницы — в плане наличия, например, тех же китайских стен. Как бы брокер у себя ни выстраивал эти китайские стены, остается масса возможностей для злоупотреблений.

Поэтому следовало бы либо уж совсем объединять все эти виды деятельности в рамках лицензии финансового посредника и говорить клиенту, что главное — конечный результат. Либо полностью отделять брокерский бизнес от качественного доверительного управления. Вот в целом мое отношение к

этой истории, поэтому я рассматриваю объединение лицензий как возможность, а не как угрозу.

Хотел бы поговорить о другом. Вот Алексей попросил описать общую картину рынка. Можем аплодировать тому, что происходит: растет количество счетов, количество клиентов. Но я считаю, что государственные органы посылают потенциальным инвесторам недостаточно сообщений по поводу того, куда они должны идти. Хотелось бы, чтобы инвесторам чаще говорилось: друзья, в России прекрасная индустрия коллективных инвестиций, приходите туда, это правильная для вас история, а чуть-чуть инвестиций можете дополнительно делать еще на

брокеридже. Потому что рынки не только растут, но и падают. Когда они упадут, насколько сильным будет это падение, сколько клиентов на нем обожжется — большой вопрос. Но дискуссионный. Может, и пусть инвесторы ошибутся на брокерских счетах, потом, на падении будет проще их приманить в индустрию коллективных инвестиций.

Может быть и так, да. Но большинству людей нужно грамотное, квалифицированное управление их средствами.

Оно нужно даже большинству сидящих здесь в зале.

Наверное, брокерские счета есть у всех вас. Но хватает ли вам времени грамотно и качественно ими управлять, а

не просто покупать хайповые идеи, потому что вы слышали, что растет Tesla, Virgin Atlantic или что-то еще, куда все бегут? У меня есть большие сомнения в том, что вы, являясь квалифицированными и профессиональными менеджерами, имеете при этом возможность пристально анализировать компании. Нереально это. Лучше отдавать свои активы в доверительное управление.

Я бы еще хотел поговорить об этике и социальной ответственности нашей индустрии перед клиентами. Вот тема, которая меня занимает в последние годы все больше и больше. Потому что мы зачастую становимся похожи на фабрики по производству продуктов. Очень технологичные, очень квалифицированные и очень бездушные фабрики, которые просто штампуют все большее и большее количество продуктов. Меня беспокоит, что главную роль здесь играет Центральный банк, а не мы как индустрия. Спасибо регулятору за это, потому что без него было бы совсем плохо.

В прошлом году случилась беспрецедентная история: был полностью остановлен рынок структурных продуктов. Это было для нашей компании очень больно. Мы приложили к становлению рынка структурных продуктов огромное количество усилий. Мы запускали структурные ИСЖ в большинстве страховых компаний, которые сегодня продают эти продукты на рынке. И нас ужасало то, что происходит там. Потому что вначале банки учились работать со структурными продуктами, а потом почувствовали власть денег, началась гонка за комиссиями, страховые компании поплелись за банками, и начался просто абсурд. Вы знаете эти ужасные случаи, когда создавались продукты, в которых вероятность получения хоть какого-то дохода изначально могла быть не более 5–10%. Началась вакханалия структурных продуктов, предлагаемых через доверительное управление, напрямую через брокерский сервис, создавались все более сложные продукты.

Потом Центральный банк, наконец, занялся этим рынком и навел там порядок. Причем сам рынок оказался не способен это сделать. Все эти проскользы по счетам клиентов, подрезы, двойные скрипты — кто это писал, как не индустрия? Регулятор увидел это и ужаснулся. Я не снимаю ответственности ни с кого, но ведь дискуссий об этике и нормах поведения внутри индустрии не велось и не ведется. НАУФОР приложила огромные усилия к тому, чтобы уйти от полного запрета любых структурных продуктов. В итоге все стороны договорились, уже внесены соответствующие изменения в законодательство, но дискуссии об этике все еще нет. А это значит, что мы столкнемся с теми же самыми ситуациями в недалеком будущем вновь. У нас есть закон об инсайде, закон о конфликте интересов, но мы не подтягиваем себя как индустрию для того, чтобы соответствовать этим новым требованиям.

И мы не вырабатываем их изнутри, из себя. Не мы являемся драйверами этого процесса, а Центральный банк. Как своего рода родительская фигура, которая нам указывает, что делать, а мы в коротких штанишках ругаемся, капризничаем и так далее. То есть на уровне производства и зарабатывания денег мы уже нормально освоились, но на следующий уровень, чтобы увидеть реальную ценность, которую создаем для клиентов, не поднимаемся.

Помните, многие годы на рынке существовало 100 тысяч частных инвесторов? А ведь сейчас на рынок пришли миллионы. Это же с ними мы ездим в метро, встречаемся в магазинах, отдыхаем где-то вместе. Как мы им в глаза-то будем смотреть?

Алексей Тимофеев. Володя, мысль ясна. Если ты сомневаешься...

Владимир Кириллов. Мне кажется, что здесь и НАУФОР должна делать больше, и другие саморегулируемые организации в сотрудничестве с Национальной ассоциацией. Мы должны выступать драйверами этого процесса. Мы должны принять этическую хартию на эту тему, должны обязать всех своих сотрудников подпи-

сывать эту хартию при приеме на работу, чтобы люди понимали, в чем ценность. Этого я на сегодняшний день не вижу. Вот это меня беспокоит очень сильно.

Алексей Тимофеев. Я соглашусь с твоей идеей. Спасибо тебе большое за твое мнение. Это в значительной степени правда. Мы эту ситуацию стараемся исправить. Например, что касается НАУФОР. Мы ведем колоссальную работу в области инвестиционного профилирования, — но это не касается индустрии коллективных инвестиций, это касается индивидуально-доверительного управления и инвестиционного консультирования. Мы ведем очень большую работу по выстраиванию корректного инвестиционного профилирования. Это исключительно важно для того, чтобы люди получали адекватные советы и аллокацию активов в портфелях.

Меня беспокоит другое: ИСЖ предлагается до сих пор. Инвестиционная индустрия прекратила предложения спорных продуктов, но ИСЖ до сих пор предлагается. Мы обсуждаем совмещение нашей деятельности с деятельностью индустрии, которая до сих пор предлагает структурные продукты, несмотря на прямые на этот счет возражения со стороны Центрального банка. Страховщикам нужно реинкарнировать ИСЖ, они продолжают делать то, что делали до сих пор. Я, честно говоря, опасаюсь, что, если ситуация повторится, то будет ассоциироваться с паевыми инвестиционными фондами. Ни одна управляющая компания, я уверен, не возьмется заниматься страхованием жизни, а вот страховщиков, которые придут за получением лицензии управляющей компании паевых инвестиционных фондов, будет немало. Поэтому я немножко беспокоюсь о том, что более дисциплинированная, выстроенная, высококонкурентная и добросовестная индустрия окажется под влиянием индустрии, которая... многое из того, что ты говорил о структурных продуктах, как мне показалось, было адресовано игрокам, предлагающим ИСЖ.

Но, конечно, ты прав: роль самой индустрии в обеспечении добросовестно-

сти очень важна. И я как руководитель саморегулируемой организации считаю себя исключительно ответственным за то, чтобы этой работой заниматься.

Роман, тебе осталось не очень много времени. Зная твой талант быть лаконичным, я именно тебе доверился как последнему выступающему.

Роман Серов. Алексей, спасибо, что я последний. С одной стороны, это удобно: в принципе, многое уже было сказано. Согласен со спикерами, с Ириной полностью согласен, поддерживаю ее позицию и готов поддерживать. С другой стороны, что-то все же надо сказать по каждой теме.

Может быть, кратко скажу о ДСЖ: тема достаточно непростая, действительно новая. В долевом накопительном инвестиционном страховании жизни есть все — и ИСЖ, и ИСЖ, и долевое инвестирование (потому что инвестор становится дольщиком, становится пайщиком). Соответственно, инвестор берет эти риски. Только ли квалифицированный инвестор может их брать — или неквалифицированный тоже? Если мы в целом боремся за то, чтобы неквалифицированные инвесторы оберегались, особенно от непонятных иностранных продуктов, то этот продукт для них очень опасен. Если продукт предназначен исключительно для квалифицированных инвесторов, то здесь вопрос в деталях. И всегда дело в деталях.

Этот продукт возник не от хорошей жизни, а в силу низких ставок. В эпоху низких или вообще отрицательных ставок (в еврозоне) гарантировать капитал или минимальный прирост очень сложно. Пускать в этот продукт инвесторов, нацеленных на сбережение — для страховой компании способ получить определенную маржинальность и, собственно говоря, выжить. Мы тоже работаем со страховыми компаниями (не с одной страховой компанией), у нас есть экспертиза в структурных нотах. Мы знаем, что, как правило, это долгосрочные ноты и, как правило, на базе американских

акций с разными другими компонентами в корзинах.

Что на самом деле очень сильно печалило в ИСЖ? Что именно инвестиционной части в этом продукте было очень мало. И возможную прибыль инвестора можно было заранее оценивать с печалькой. Я не говорю сейчас про качество и вероятность выплаты, говорю про очевидность того, что она будет мизерной.

И вот здесь, мне кажется, регулятору все карты в руки. Большой опыт работы с ИСЖ поможет запустить новый продукт таким образом, чтобы он не повторил уже случившиеся отрицательные моменты. В письме Банка России я прочитал, что этот продукт будет доступным инструментом долгосрочных инвестиций в национальные проекты, нацеленные на то, чтобы жизнь людей стала лучше, вот такие слова фигурировали. С точки зрения долгосрочности это реально замечательный продукт, и здесь наша индустрия имеет большую экспертизу. Как Ирина справедливо заметила, индустрия коллективных инвестиций вылизана, отрегулирована, у нее хороший публичный трек.

Вопрос консолидации лицензий — сложный вопрос. Все большие страховые компании, как правило, входят в финансовые группы, в составе которых есть и своя управляющая компания (причем не одна), и страховая компания (тоже не одна). В международной практике под управлением самих страховых компаний находится процента три активов таких фондов, две третьих — под управлением эссет-менеджмента самой этой финансовой группы; и только одна треть активов ДСЖ управляется внешними эссет-менеджерами. Поэтому, в целом, внутри, например, своего банковского холдинга я не вижу потребности в консолидации. Зачем объединять компании, зачем объединять лицензии, когда есть профессионалы в управлении и есть профессионалы в страховании. Мы управляли рискованной частью, готовы управлять ею дальше (в данном случае инвестировать

в mutual funds, в паевые фонды) — и, в общем, исполнять это добросовестно.

Но если этот инструмент будет 10-летним, а не как сейчас (сейчас ИСЖ ушло с инвестиционной перспективы трех лет в перспективу пяти-семи-девяти лет), то ключевым моментом, наверное, становится следующее. Если инвестор становится пайщиком и страховую выплату (которая на самом деле особенно ничего не стоит — составляет от 0,2 до 1% портфеля) тратит на паи, то он берет этот риск на себя.

Поясню примером. Один наш клиент купил в Дубае в американской страховой компании страховую полис, там страховая часть выплаты составила бы по факту 5-10 тысяч долларов. При этом он все равно не смог бы ее получить (подписывал не глядя), поскольку живет в России, а ему нужно очень грамотно скончаться на территории именно тех стран, которые прописаны в полисе. Но даже если бы это удалось, то в целом — никакие деньги. Нам пришлось его спасать и возвращать в формат ДУ.

Инвестиционная часть страхования составляется примерно так: клиент получает большой лист с названиями разных фондов, в которых он ничего не понимает. Клиент тычет пальцем — вот этот, вот этот, вот этот, — потом сам придумывает, в каких долях эти фонды будут присутствовать в его портфеле. Навыки профессионального управления отсутствуют, знание продуктов — тоже отсутствует. Но он сам выбрал эти продукты. Дальше, если он не доносит деньги ежегодно, то должен закрыть позицию, а выкупная сумма большая. Есть еще одна проблема. Если за 10 лет с долгосрочным инвестором что-то произошло и нужно вернуть ему деньги, то возникает вопрос размера комиссии.

Теперь, если можно, быстро резюмирую свою позицию по ETF. Полностью согласен с Ириной: абсолютно нет ничего страшного в протекционизме, в каждой стране есть такая практика. Безусловно, ETF хороший инструмент.

Но если инвестор не разбирается в этом инструменте, то у него есть риск пропустить. А кто поможет инвестору разобраться? Если нет ни спонсированного листинга, ни уполномоченного лица, то совсем все плохо. Но даже если таковые есть, все равно возникают проблемы. Если иностранный ETF банкротится, то куда ехать инвестору? В пандемию невозможно пересечь границу, для судебного процесса у него нет денег. Если, не дай бог, будут наложены геополитические санкции, то даже уполномоченное лицо абсолютно никак не спасет. Ну, и наконец, я знаю, как комплаенс иностранных банков относится к ритейлу. Иностранцам в принципе не нужны русские «физики» как пайщики ETF.

Поэтому, конечно, инструмент хороший. Но нужно, прежде всего, думать о сохранении лица нашей индустрии. А также защищать отечественных инвесторов.

Можно добавить маленькую изюминку? В целом, иностранных ETFов на русские активы очень мало, практически нет. С этой стороны нет особенной конкуренции для тех игроков, кто делает ETFы на российские инструменты. У компании «РСХБ Управление активами», например, есть БПИФы на ESG-активы (саму тему ESG сейчас не буду поднимать). В составе активов этих фондов есть и еврооблигации, и акции. Наша комиссия абсолютно сопоставима с комиссиями иностранных ETFов, которые работают на emerging markets. Нам конкуренция с ETFами на отечественном рынке не страшна — ни по комиссии, ни по экспертизе в русских активах, да и налоги мы здесь не платим, а иностранцы будут платить. Так что пусть заходят, пожалуйста.

Но вот по другим видам инвестиций (и с учетом того, что российские инвесторы предпочитают преимущественно иностранные активы) проблемы есть, их нужно грамотно решать.

Хотелось бы пожелать нашему рынку, чтобы на нем было больше институцио-

нальных инвесторов, а не только «физики» инвестировали по 1 тысяче рублей через мобильное приложение брокерской компании. Сегодня для институциональных инвесторов существуют ограничения на рынке коллективных инвестиций. Эндаументы не могут купить БПИФ, НПФы не могут купить БПИФ на средства пенсионных накоплений и не хотят покупать БПИФ на средства пенсионных резервов. Если бы можно было снять часть этих ограничений, то, мне кажется, индустрия БПИФов очень серьезно расцвела.

Поэтому я за БПИФы, и за все, о чем сказала Ирина.

Алексей Тимофеев. НАУФОР в ближайшее время презентует исследование о том, как мы оцениваем происходящее на фондовом рынке в целом, не только в индустрии коллективных инвестиций. И там есть, как мне кажется, набор системных в соотношении друг друга мер, которые описывают, что значит патернализм в отношении национальной индустрии, какого рода круг инструментов нам нужен на финансовом рынке. Описывают достаточно системно и комплексно.

Я понял, что дискуссия об ETF абсолютно беспредметна, пока мы не спросим Кирилла. С каких пор планируется упрощение доступа ETF на российский рынок?

Кирилл Пронин. Мы сейчас ведем дискуссию (в том числе внутреннюю) относительно условий для неспонсируемого допуска ETF. Очень надеюсь, что в ближайшее время новый акт появится. Регулятор, в первую очередь, должен думать о качестве тех ETF, которые придут на отечественный рынок: о тех юрисдикциях, откуда они придут, о тех торговых площадках, где они обращаются. Эти инструменты должны быть для наших инвесторов прозрачны информационно, это значит, что фонды должны раскрывать информацию. Важен еще ряд критериев, которые мы сейчас, я надеюсь, финализируем. Затем акт появится

в формате повторной оценки регулирующего воздействия. Сейчас пока не буду до конца приоткрывать завесу, но уверен, что мы найдем хороший баланс между тем, чтобы обеспечить появление качественных ETFов и уменьшить тот арбитраж, о котором говорят коллеги. Мне кажется, в этом состоит наша задача.

И, конечно, еще раз хочу обратить внимание, что отечественный инвестор должен получить хорошие продукты, а не всю линейку подряд, независимо от структуры активов, качества управляющего, качества регуляторной базы конкретной юрисдикции. В то же время, если придут ETFы из ведущих юрисдикций, где присутствует достаточно сильное регулирование, то, мне кажется, сложно говорить о том, что там управляющий несет меньшую регуляторную нагрузку. С нашей стороны, конечно же, мы зафиксируем разумный объем требований в акте по допуску. Уверен, что баланс найдем.

Алексей Тимофеев. Огромное спасибо. То, что я слышу, звучит справедливо и верно, с этим трудно не согласиться.

Уважаемые коллеги, на этом я хотел бы завершить нашу сессию. Завершить в надежде на то, что рынок, который мы обсуждали, ждет хороший год. Что можно рассчитывать на существенное изменение и в объемах, и в предпочтениях со стороны розничного инвестора в отношении к рынку коллективных инвестиций. Как полагаю, и то, что намерены сделать мы (кое о чем мы здесь уже говорили), сделает это еще более вероятным, а развитие индустрии еще более успешным.

Спасибо вам за ваше внимание. Спасибо также и от имени моих спикеров. Спасибо большое всем. ■