

# Умная линейка

9 июня 2021 года в Санкт-Петербурге состоялась ежегодная конференция НАУФОР для управляющих компаний и специализированных депозитариев «Рынок коллективных инвестиций-2021». В рамках конференции была проведена сессия «Продуктовая линейка рынка коллективных инвестиций».

Фотографии Сергей Ермохин

Участники: Илья Корнев (начальник управления продуктов, маркетинга и технологий УК «Открытие»); Валерий Красинский (заместитель директора департамента - начальник управления регулирования департамента инвестиционных финансовых посредников Банка России); Кирилл Пестов (управляющий директор департамента развития бизнеса ПАО «Московская Биржа»); Владимир Соловьев (генеральный директор УК «БКС»); Екатерина Черных (генеральный директор УК «Сбер фонды недвижимости»); Николай Швайковский (заместитель генерального директора УК «Альфа-Капитал»).

Модератор: Илья Ванин (вице-президент НАУФОР).

**Илья Ванин.** Коллеги, добрый день всем! Еще раз хочется сказать, что очень приятно встречаться не удаленно, а лицом к лицу. В связи с этим сегодняш-

няя дискуссия виделась в формате скорее диалога. Презентации отвлекли бы нас от радости живого общения, поэтому будем сегодня общаться в живом диалоге.

Нам предстоит обсудить продуктовую линейку рынка коллективных инвестиций. Думаю, что отчасти мы более углубленно и подробно поговорим на темы, которые были подняты на первой панели. Касательно продуктов рынка коллективных инвестиций будем обсуждать две достаточно большие темы. Как уже было отмечено в ходе первой сессии, очень актуальна тема БПИФов, и мы поговорим о них подробнее. И, конечно, актуальны закрытые паевые фонды, тоже рассмотрим этот продукт подробнее, обсудим его перспективы.

Но, прежде чем перейти к этим двум темам, хотелось бы подсветить то, что уже так или иначе



подсвечивалось на первой панели. Я хотел, может быть, даже усилить сказанное там. Вспомнить высказывание Эльвиры Сахипзадовны Набиуллиной, которая (на разных площадках) не так давно озвучивала, что развитие коллективных инвестиций — это стратегическая цель Банка России, что продукты нашей отрасли являются хорошими и правильными для начинающих инвесторов. Эту тему также поддержал Минфин в лице Алексея Моисеева, выступившего на Петербургском международном экономическом форуме.

На мой взгляд, индустрии надо подумать, готовы ли мы поддержать этот вектор, который сейчас задает Банк

России. Причем я хотел бы обратить внимание на следующее обстоятельство. Какое-то время индустрия страдала от того, что имело место более углубленное регулирование нашей отрасли. Но теперь мы вполне заслуженно можем получить от этого определенный бонус, поскольку нас не коснулись проблемы, связанные с мисселингом и запретом продаж сложных финансовых инструментов. Повторю, вектор Банка России как раз таков, что продукты КИ подходят для начинающих инвесторов.

И я попросил бы представителей рынка оценить этот посыл. Высказаться на тему, насколько мы

как отрасль готовы отработать этот посыл, принять новых инвесторов. Все ли наши продукты удовлетворяют этим требованиям — или требуется их доработка для того, чтобы в процессе конкуренции с брокерскими счетами склонить выбор клиентов в нашу пользу. Просил бы начать Николая Швайковского.

Николай, как ты оцениваешь такой посыл, насколько мы готовы к его реализации, что требуется для его поддержки? Прошу тебя.

**Николай Швайковский.** Добрый день всем! Спасибо большое НАУФОР за возможность выступить и высказать нашу позицию.

Слова Эльвиры Сахипзадовны, сказанные в отношении нашей индустрии, мы восприняли с воодушевлением. Здесь цели совпадают: мы тоже за развитие инструментов коллективных инвестиций. Спасибо Банку России и за этот политический посыл, и за посыл на уровне профильных департаментов, с которыми все эти годы однозначно была хорошая обратная связь. Мы все время говорим о том, что многое предстоит сделать. Но ведь и делалось, и уже сделано многое. И многое в процессе делания.

Что касается соотношения брокерских услуг и услуг доверительного управления коллективного инвестирования — тут, действительно, перекося очевиден. На предыдущей панели приводились определенные цифры. Чтобы вы понимали, о чем идет речь: Ирина Кривошеева говорила, что 100 млн американцев владеют, как минимум, одним паем взаимного фонда ETF. В среднем примерно половина американских семей владеет паями не менее четырех фондов.

Но это лишь верхушка айсберга.

Мы все время говорим про розничных инвесторов, ведем битву за их счета. Но вообще-то инструментами коллективных инвестиций могут пользоваться также институциональные инвесторы, а на этой поляне нас как бы нет вообще. Точнее, институционалы в РФ (по ряду объективных и субъективных причин, в том числе регуляторных, хотя здесь многое успело поменяться) не пользуются продуктами коллективных инвестиций. Здесь тоже можно было бы ожидать подвигек.

Наша компания неоднократно говорила о том, что именно можно было бы изменить для улучшения ситуации. В общем виде это можно разделить на предложения, касающиеся регулирования внутри индустрии коллективных инвестиций, и предложения по общему стимулированию розничных инвесторов (налоговые предложения, долгосрочные

индивидуальные инвестиционные счета, типа ИИС-3).

**Илья Ванин.** Может быть, позже удастся поподробнее подсветить те моменты, которые регулятору имело бы смысл дополнительно продумать для того, чтобы индустрия смоглакратно увеличить количество новых клиентов, не неся дополнительные издержки. Есть проблема, связанная, например, с депозитом нотаприуса, другие частные проблемы. Если начинающий инвестор будет входить на фондовый рынок через продукты коллективных инвестиций, нужно еще раз вместе подумать о таких деталях. Может быть, не основополагающих, но полезных для развития рынка. Спасибо, Николай.

Екатерина, просил бы вас тоже дать оценку посылу со стороны регуляторов. Может быть, в разрезе закрытых розничных фондов.

**Екатерина Черных.** Я согласна с Николаем: последние три года наладилось очень творческое взаимопонимание с профильным департаментом Банка России. Сделано много полезных изменений: правда, эти изменения касались в первую очередь не розничных фондов. Для развития розничных фондов не хватает возможности автопродлонгации. Потому что собирать качественные активы на короткий срок сложно, 10 лет проходят очень быстро, а по истечении срока действия фонда проводить собрание с участием тысяч клиентов, живущих на всей территории страны — вещь крайне трудозатратная и непростая. Мы с ней справляемся, пока речь идет, условно говоря, о нескольких тысячах клиентов. Но посмотрите, какое количество клиентов сконцентрировано в ПИФах, в БПИФах. Представьте себе общее собрание, в котором участвуют миллионы владельцев: мне кажется, ни один спецрегистратор не поймет, как с этим справляться.

Но именно крупные фонды позволяют сделать две важные вещи, очень

нужные для розничного неквалифицированного инвестора. Во-первых, чем больше фонд, чем больше срок его жизни и история выплат дохода, тем выше ликвидность этого фонда. Когда фонд маленький, то далеко не все клиенты хотят продавать его паи. Может быть, большинство согласно сидеть в этих бумагах все 10 лет. Но если у фонда уже десятки тысяч клиентов, то кому-то неминуемо приходится продавать свой пай. Поэтому начинается нормальное вторичное обращение этих активов на бирже.

У нас есть пример фонда, который живет на рынке с 2016 года: ликвидность там моментальная, не побоюсь сказать. В этом году мы проводили (впервые в истории рынка) собрание пайщиков этого фонда, абсолютно успешно продлили срок действия фонда еще на 10 лет, «за» проголосовало достаточно большое количество пайщиков. Некоторое количество пайщиков проголосовало «против», на продажу их паев имелось всего две недели. Но за счет того, что фонд работал качественно, весь объем был продан за два дня, причем 95% — существующим пайщикам. Новые клиенты даже не смогли зайти, пришлось возвращать им деньги, потому что, понятно, у пайщиков преимущественное право выкупа. Такая ликвидность возможна почему? Потому что фонд существует пять лет, каждый квартал платит доход, причем доход — 14% годовых. Правды ради надо сказать, что теперь таких продуктов мы уже не сможем делать: в 2016 году для этого фонда достаточно дешево купили недвижимость. Понятно, что все довольны, и никто уходит из этой истории не хочет.

Сегодня мы можем делать фонды с десятой доходностью. Спрос на такие фонды тоже достаточно велик, но для клиента (особенно для клиента неквалифицированного) очень важен вопрос возможности выхода из пая.

Ликвидность появляется на объеме. А когда количество пайщиков — десятки тысяч, тем более свыше 100 тысяч, то я не представляю, как проводить общее собрание. Конечно, нужна автопродлонгация. Я выношу мозг регулятору этим вопросом уже, по-моему, шестой год. Надеюсь, мы наконец найдем понимание.

**Илья Ванин.** Екатерина, мы чуть позже к ЗПИФам вернемся. Я сейчас хотел услышать про оценку вектора Банка России на приход новых клиентов через продукты коллективных инвестиций. Задам уточняющий вопрос: ЗПИФ — тоже является подходящим продуктом для прихода массового клиента?

**Екатерина Черных.** Конечно. Объем мирового рынка инвестиционной недвижимости — 60 трлн долларов, объем мирового рынка акций — 70 трлн долларов. Это сопоставимо. Смотрим на объем американских трастов — это 1 трлн долларов, смотрим на объем ежедневных торгов — 10 млрд долларов. Эти бумаги каждый день торгуются на бирже, люди их покупают, продают. Это продукт для привлечения. И, на мой взгляд, он достаточно качественный, потому что позволяет людям сохранить капитал в качественной коммерческой недвижимости. Ни один другой биржевой продукт такой возможности не дает.

Российский гражданин, покупая пай ЗПИФа, формально становится владельцем недвижимости, недвижимость является общей долевой собственностью пайщиков фонда. Средний чек в нашем фонде, например, составляет 4 млн рублей, а стоимость среднего актива находится в диапазоне 8–10 млрд рублей, причем у объекта прекрасные арендаторы. Кто на 4 млн рублей может купить без ипотеки хотя бы квартиру в Москве? С такими деньгами у человека нет возможности проинвестировать в недвижимость как в защитный актив от инфляции, такой актив очень популярен во всем мире.

У наших фондов есть конкурент. Считаю, что Банку России надо обратить на него внимание. В прошлом году в Москве 70 тысяч людей купили вторую-третью квартиру, такие данные дает Росреестр. Это инвестиционная квартира, не первая. 70 тысяч людей со средним чеком 15 млн. Этим деньги прошли мимо нашего рынка. Почему мы это позволили, я не понимаю.

**Илья Ванин.** Екатерина, спасибо. Как я понял, закрытые фонды все-таки больше ориентированы на квалифицированных инвесторов. Наверное, индустрии придется здесь проделать более продолжительный путь, чем, например, в отношении открытых или биржевых фондов. Потому что исторически закрытые фонды ассоциируются все-таки не с розничными инвесторами.

**Екатерина Черных.** Давайте еще раз попросим Банк России выделять в аналитических отчетах закрытые фонды, в которых, допустим, состоит больше 20 пайщиков. Отдельно показывать, сколько этих фондов, какое там количество клиентов, какие управляющие компании ими занимаются. Выделим массовые ЗПИФы хотя бы в сегменте аналитики.

**Илья Ванин.** Да, может быть, что эти формы инвестирования — не только для своего круга. Спасибо.

Илья, хотел бы дать слово тебе. Ты представляешь компанию, входящую в холдинг вместе с крупным брокером. Какова внутри вашего холдинга расстановка приоритетов между продуктами коллективных инвестиций и брокерскими продуктами?

**Илья Корнев.** Коллеги, добрый день! Благодарен за возможность принять участие в дискуссии. Илья, спасибо за вопрос. Действительно интересная тема, которая сейчас внутри группы очень актуальна.

Мы, конечно же, поддерживаем (присоединяюсь к словам Николая) позицию регулятора. Продукты рынка коллективных инвестиций действи-

тельно наиболее подходят массовому инвестору, — не только начинающему, а в принципе, массовому инвестору. От представителя управляющей компании такая позиция вполне ожидаема.

Но у нас в группе есть мощный брокер. И я буду сейчас излагать консолидированную позицию: мы готовились к этому выступлению вместе с командой брокера. Так вот, наша консолидированная позиция состоит в том, что продукты рынка коллективных инвестиций (в частности, доступные на бирже БПИФы) — это один из наиболее подходящих массовому инвестору инструментов. В этой логике группа «Открытие» планирует развивать и продуктовую матрицу управляющей компании, и линейку брокерских продуктов.

Что касается развития линейки продуктов, ориентированной на массового клиента. Мы внесли ряд изменений в линейку открытых фондов, упростили матрицу продуктов так, чтобы клиент мог выбирать подходящую стратегию максимально просто. Не пошли по пути предложения большого количества различных стратегий, в том числе отраслевых. Уже внесли эти изменения в ядро нашего продукта и транслируем в цифровых интерфейсах наших партнеров и агентов. Это что касалось линейки ОПИФов.

Что касается БПИФов. Мы запустили в сентябре прошлого года первый фонд, довольны обратной связью и планируем запуск ряда новых продуктов. Это будут продукты нашей общей фабрики «Открытие Инвестиции», включающей продукты управляющей компании и брокера.

Мои коллеги в группе считают биржевые ПИФы очень хорошей альтернативой различным формам автоследования. В частности, БПИФ имеет преимущества перед автоследованием в виде подконтрольности, прозрачности и внушительного трек-рекорда. В

этом году предложим рынку ряд новых продуктов в нашей линейке биржевых фондов.

**Илья Ванин.** Илья, спасибо большое.

Владимир, хочу обратиться к вам за комментарием. Вы давно работаете на рынке коллективных инвестиций. Оцените ситуацию: способен ли сейчас наш рынок сделать качественный скачок в плане привлечения начинающего инвестора? И как в вашей группе (в состав которой входит крупный брокер) расставлены приоритеты в отношении брокерских продуктов и продуктов коллективных инвестиций?

**Владимир Соловьев.** Коллеги, добрый день! Очень рад всех вас видеть очно: это самая радостная часть конференции, если говорить не о содержании.

Начну отвечать со второго вопроса. Действительно, Группа «БКС» исторически была известна в основном очень мощным брокерским бизнесом, и, в целом, роль управляющей компании долгое время там была вторична. Но сейчас роль УК в группе растет. Частично за счет предложения новых продуктов, частично за счет регуляторных изменений. Это мы видим и по приросту количества клиентов. Например, в этом году база клиентов приросла на 50%, чего не было вообще никогда. И также очень быстро растут объемы инвестиций.

Что касается общих тенденций в рамках группы, то я не могу сказать, что мы видим переток клиентов из одной категории в другую, у нас все это достаточно сегментировано. Обычный клиент, который приходит на брокерское обслуживание, там в основном остается. Может быть, он пользуется отдельными продуктами управляющей компании или другими продуктами бизнесов, которые входят в нашу группу, но в целом это пока что достаточно сегментировано. Хотя, конечно, было бы интересно видеть, что клиент придерживается принципа портфельного инвестирования: какая-

то часть долгосрочных сбережений вложена в продукты управляющей компании, какая-то часть на брокере и так далее.

Что касается продуктового наполнения, то я хотел бы обратить внимание уважаемого собрания на такой факт. За последние два года мы увидели продуктовую революцию в том плане, что гораздо большее количество фондов сейчас запускается в форме БПИФов, а не ОПИФов. Вот, например, в 2020 году было запущено 10 новых ОПИФов и 20 новых БПИФов, в 2021 году тенденция сохраняется. И, в целом, в группе БКС количество БПИФов составляет уже примерно одну треть от количества ОПИФов (может быть, чуть меньше).

Но при этом, если мы посмотрим по продажам, по привлечению средств, то увидим картину, что все-таки ОПИФы не только привлекают большую долю рынка, чем БПИФы, но их относительная динамика привлечения тоже ускоряется относительно БПИФов. Например, в 2020 году в БПИФы была привлечена примерно треть от привлечения в ОПИФы, в 2021 году это доля еще уменьшится. То есть ОПИФы продолжают привлекать деньги, причем продолжают привлекать их более быстро.

С другой стороны, у «БКС», например, всего один БПИФ, мы его запустили три месяца назад. И этот один БПИФ дал нам треть привлечения новых клиентов от объема всех новых клиентов 2021 года. То есть БПИФы отлично справляются с ролью привлечения новых клиентов, но пока еще не очень хорошо справляются с привлечением ресурсов. Наш средний чек по клиенту БПИФа — 10 тысяч рублей, по ОПИФу он значительно выше, там сотни тысяч рублей.

Поэтому, конечно, БПИФ — сектор очень многообещающий. Но нужно постараться, чтобы произошел качественный скачок от количества клиентов биржевых фондов к фондированию

счетов этих клиентов. В целом это вытекает из той логики, что в основном БПИФы привлекают клиентов через электронные каналы, через мобильные приложения. Это перекликается с тем, что на биржевой рынок приходит очень большое количество новых инвесторов, открывается много новых брокерских счетов, но очень много счетов не зафондировано. То есть такая же тенденция — очень легко привлечь клиента, но нелегко привлечь клиента с деньгами. Наверное, все.

**Илья Ванин.** Владимир, спасибо большое.

Сейчас я хотел бы передать слово Валерию Красинскому.

Во-первых, мы сейчас услышали, что отрасль в целом готова к выходу на рынок через продукты коллективных инвестиций. Но я знаю, что Банк России также готовит ряд инициатив, которые направлены на развитие этих продуктов. И хотел бы попросить чуть подробнее озвучить, какие это инициативы, когда нам их ждать — в общем, что Банк России готов дать индустрии?

**Валерий Красинский.** Спасибо, Илья. Добрый день, уважаемые коллеги! Я заранее прошу прощения за возможные некоторые пересечения с тем, что на предыдущей сессии говорил Кирилл Валерьевич: понятно, что повестка у регулятора, в целом, единая.

Начну с такого (может быть, звучащего как банальность, но, тем не менее, правдивого) утверждения, что для нас одним из важнейших приоритетов является развитие именно ПИФов. Это несколько раз подчеркивалось в недавних выступлениях руководства Банка России. Это стало приоритетом не в текущем году: все последние годы мы смотрим на этот рынок как на оптимальную точку входа для неквалифицированных розничных инвесторов, у которых небольшой средний чек и отсутствует достаточная финансовая грамотность для самостоятельного инвестирования.



Собственно, подтверждением является наша работа по изменению федерального законодательства. В 2019 году были приняты, как вы знаете, комплексные изменения в закон об инвестиционных фондах: два пакета, которые, с нашей точки зрения, существенно снизили регуляторную нагрузку на управляющие компании, в том числе. Были отменены различные необязательные уведомления, отменен обязательный аудит паевых инвестиционных фондов. Кроме этого, изменения заложили фундамент для новых инвестиционных механизмов, основные из них (если мы говорим про розничные фонды) — это выплата текущего дохода по паям и возможность оплаты

паев розничных ПИФов имуществом, помимо денежных средств. В этом году ведется большая работа по подготовке четырех актов, которые заменят типовые правила доверительного управления на требования к таким правилам (где, собственно, планируется реализовать названные механизмы — выплату текущего дохода и оплату паев имуществом). Эти акты должны вступить в силу с 1 февраля 2022 года, отложенным образом вступают в силу соответствующие изменения в закон.

Мы рассчитываем, что эти четыре акта позволят не только запустить соответствующие механизмы, но, в целом, в определенных моментах сделают до-

верительное управление более гибким. Это касается как закрытых фондов, так и открытых розничных биржевых фондов. Это первый стрим.

Второй стрим. В течение прошлого года мы (совместно с НАУФОР, с участниками рынка) работали над концепцией законопроекта, который касается сокращения процедуры выдачи паев. В этом году уже сделали текст. Два ключевых аспекта этого законопроекта: во-первых, отмена транзитных счетов (что позволит снизить и операционные, и транзакционные издержки, снизить срок). Во-вторых, будет установлен предельный срок выдачи паев: один рабочий день.

Мы полагаем, что это позволит управляющим компаниям и существенно улучшить клиентской сервис, и повысить конкурентоспособность ПИФов в условиях ускоренной цифровизации финансового рынка, которую мы сегодня наблюдаем. Наверное, в целевой модели мы вообще должны идти к тому, чтобы приобретение пая (и других продуктов) через брокера можно было осуществить в течение очень короткого времени, в несколько кликов. Первым этапом пути к этой цели мы видим вот этот проект, который убирает избыточный, с нашей точки зрения, механизм и позволяет выдавать паи в день получения всех документов до конца дня, но не позднее следующего рабочего дня.

Законопроект уже внесен в Думу. Не знаю, удастся ли пройти первое чтение в эту сессию. Но надеемся, что в следующую сессию он пойдет отнюдь не быстрыми темпами и, в идеале, будет принят в этом году. Тогда есть некоторый шанс запустить новую модель уже с 1 февраля 2022 года, сразу включив эти механизмы в требования к правилам, которые заменят типовые правила.

Отдельная важная инициатива, про которую уже упоминалось, — возможность управляющим компаниям самостоятельно открывать и вести ИИСы. По этому поводу тоже есть консенсус с рынком, мы готовим соответствующую конструкцию, как это могло бы выглядеть. Потом будем обсуждать ее с Министерством финансов, которое является профильным ведомством по налоговым историям. Это позволит, как мы надеемся, отказаться от тех конструкций, которые мы видим сейчас. В частности, от реализации продуктово-оболочек через индивидуальное ДУ, когда это конструируется не столько для доверительного управления, а в большей степени для того, чтобы приобрести паи с получением налоговой льготы по ИИС.

И я бы отметил две уже реализованные инициативы, которые вступают в силу в этом году.

С 1 апреля вступили в силу требования по управлению конфликтом интересов. Для нас это важная веха. Крайне важно и для регулятора, и для клиентов, чтобы управляющие компании учитывали возникающие конфликты интересов и надлежащим образом управляли ими при оказании услуг по доверительному управлению.

Вторая история (вступает в силу с 1 октября) — это требования по раскрытию информации, где мы опять же пересмотрели регулирование 2005 года (приказ ФСФР 05-23/пз-н), постарались отказаться от избыточной регуляторной нагрузки, отменить обязательные уведомления о раскрытии информации, убрать раскрытие ненужных сообщений. Но при этом вводится важнейший элемент (который сейчас не только на рынке коллективных инвестиций, но и на других рынках активно обсуждается и внедряется) — КИДы. В западной практике они существуют уже достаточно давно, но в России только начинают появляться. Мы рассчитываем, что КИД будет основным документом в новой системе раскрытия информации. Понятно, что не каждый розничный инвестор читает правила доверительного управления: несмотря на стандартизацию, это достаточно непростой юридический документ. Поэтому мы рассчитываем, что введение КИДов существенным образом повысит для инвесторов прозрачность, информированность и осознанность при принятии инвестиционных решений. Как при входе в продукт, так и при выходе из него.

Вот, наверное, самое существенное об инициативах.

**Илья Ванин.** Валерий, спасибо большое.

Я попробую подвести итог, отвечая на вопрос, который поставил вначале. Скажу, что по всем оценкам мы в целом готовы к тому шагу, которого от нас

ждет Центральный банк. Отрасль коллективных инвестиций готова работать с начинающим, совсем неквалифицированным инвестором. Естественно, ожидая, что Банк России тоже будет делать шаги в этом направлении.

Спасибо, коллеги. Мне казалось важным, чтобы все высказались по этому поводу. Теперь можем перейти к более детальному обсуждению тех продуктов, которые у нас сегодня были заявлены как основные.

Начать хотелось бы с биржевых фондов. Эта тема уже поднималась. Но в силу того, что продукт стремительно развивается, мы от него не уйдем. В рамках сегодняшней дискуссии имеет смысл рассмотреть факторы, которые могли бы повысить его конкурентоспособность. Поговорим не только про достижения, но, может быть, и про сложности, связанные с администрированием, с созданием данного продукта. Попробуем разобрать эту тему в более практическом смысле.

Хотел бы предоставить слово Кириллу Пестову, представителю Московской биржи.

**Кирилл Пестов.** Илья, большое спасибо.

Я хочу органично продолжить предыдущую тему, переходя к поставленному вопросу. Здесь уже говорили о том, что соотношение объема средств в брокерских продуктах против продуктов индустрии коллективных инвестиций сейчас составляет где-то 5:1. Но ситуация меняется, вы все это прекрасно видите. Это происходит по нескольким причинам.

Во-первых, мы на бирже оцениваем, что активный рост именно количества брокерских счетов в ближайшие годы уже не будет демонстрировать прежней быстрой динамики. Рынок уже подошел к уровню, когда платежеспособный спрос, который хотел реализоваться именно на фондовом рынке, в значительной степени на этот рынок уже пришел. Безусловно, еще остаются люди, которые не имеют брокерских

счетов, не совершали операций с различными финансовыми активами. Но динамика будет уже не такой мощной, как мы наблюдали последние годы, когда количество счетов увеличилось кратно. Сейчас мы подошли к планке 13 млн брокерских счетов, но динамика будет замедляться.

В то же время что мы наблюдаем в плане продуктов рынка коллективных инвестиций? Здесь локомотивом притока активов являются сейчас ETF и БПИФы. Просто в качестве иллюстрации скажу, что с 2019 года стоимость чистых активов ETF+БПИФ увеличилась на текущий момент в пять раз. Если по состоянию на 2019 год это было порядка 40 млрд рублей, то сейчас уже 200 млрд рублей. Это динамика за счет низкой базы, она будет сохраняться какое-то время. Таким образом, естественным путем диспропорция 5:1 будет выправляться именно в пользу продуктов рынка коллективных инвестиций.

Скажу еще по количеству людей, вовлеченных в биржевые продукты (ETF, БПИФ). Если, условно, пару лет назад количество людей, совершавших сделки с этими инструментами, исчислялось десятками тысяч, то на текущий момент опыт покупки либо ETF, либо БПИФа имеют уже почти 1,7 млн человек.

Динамика стремительная, это не просто человек один раз купил и держит. Мы смотрим статистику количества активных клиентов, совершающих сделки с БПИФами и ETFами. Примерно с конца первого квартала текущего года каждый месяц совершают сделки с этими продуктами более 1 млн клиентов. Мы видим колоссальный скачок спроса, колоссальный рост интереса.

Индустрия, на наш взгляд, сделала все для того, чтобы этот спрос поддержать.

Смотрите, что происходит: если раньше мы считали новые инструменты единицами, то сейчас на Московской бирже

в пайплайне десятки и десятки новых фондов. Если за весь прошлый год было запущено 23 ETFа/БПИФа совокупно, то с начала этого года, за четыре месяца (согласно статистике по конец апреля) уже запущено 24 продукта. И, как я сказал, в пайплайне еще десятки.

Что это означает для конечного клиента? Это означает существенное расширение линейки в плане различных инвестиционных стратегий. Как говорил Евгений Зайцев, фактически мы пришли к тому, что доверительное управление сейчас заворачивается в различные БПИФы и продается уже как конкретная стратегия. Это современный ответ на вопрос, как можно в цифровом виде быстро, эффективно и, самое главное, дешево (и для клиента, и для управляющей компании) продавать соответствующий продукт.

Мне кажется, при таком подходе есть все шансы на то, что обывателю, не искушенному в финансах, будет намного проще покупатель готовую стратегию, в которую он верит, чем самому собирать портфель из отдельных акций, облигаций, товарных активов.

Кроме этого, развиваются и фонды денежного рынка. Сейчас их не так много, но у людей есть спрос на размещение коротких денег в ликвидный актив и получение фактически текущей ставки на эти активы. Со стороны биржи мы этот интерес поддерживаем. Не так давно запустили маркетинговую программу именно для фондов денежного рынка: участвовать могут любой брокер, любая управляющая компания со своим продуктом. Условия таковы, что брокер фактически обнуляет для конечного клиента свою комиссию на фонд денежного рынка (для того, чтобы конечному клиенту было дешевле приобретать и доходность была интереснее), а биржа, со своей стороны, возвращает брокеру всю биржевую комиссию. Таким образом мы стимулируем спрос на этот класс активов.

Что еще? На предыдущей панели мы уже затронули тему биржевой инфраструктуры и доступности торгов. В прошлом году Московская биржа удлинила время торгов для ETFов и БПИФов: теперь мы видим рост активности и там. ETF и БПИФы дают 1,5% объема торгов в вечернюю сессию. Доля ETF и БПИФ относительно общего объема торгов тоже существенно выросла. Если, скажем, на начало 2019 года эта доля составляла 0,3%, то в последние месяцы мы подошли вплотную к отметке 2% (доля оборота ETF и БПИФ в общем объеме торгов).

Немного в сторону. Сейчас доля утренней сессии от общего объема торгов на валютном срочном рынке составляет порядка 10%, но при этом доля «физиков» в эти утренние часы существенно выше. Так, их доля на срочном рынке утром составляет 60% против 45% в дневную сессию, а на валютном рынке «физики» утром дают 30% против 13% в дневные торги. Поэтому мы ожидаем, что с запуском утренних торгов для биржевых фондов на них тоже будет дополнительный спрос именно со стороны физлиц.

Эта статистика иллюстрирует, каким Московской бирже видится потенциал роста. Я считаю, что мы только еще в начале пути: база низкая, есть куда расти, и есть много новых интересных продуктов, за что большое спасибо участникам рынка.

**Илья Ванин.** Кирилл, спасибо большое.

Дальше хотел бы передать слово Илье Корневу и попросить чуть подробнее прокомментировать запуск вашего биржевого фонда, оценить интерес клиентов к нему, поскольку он запустился недавно, но уже есть первые итоги. И попросил бы также оценить в практическом плане, действительно ли уже отлажен весь механизм или компания сталкивалась с трудностями при запуске, при администрировании? Прошу про это рассказать.

**Илья Корнев.** Илья, спасибо за вопрос. Действительно, УК «Открытие» запустила в конце сентября прошлого года первый биржевой фонд, БПИФ «Всепогодный». И столкнулась с достаточно большим количеством трудностей. Это был непростой путь, но он позволяет гордиться нашим фондом, учитывая результаты, которые он показывает.

Хотелось дать инвесторам интересную стратегию. Мы выбрали стратегию некоего вечного портфеля. Фонд включает в себя пять категорий активов: акции США, облигации США, недвижимость США, золото и акции развивающихся стран. Акции в данном случае являются основными драйверами роста; облигации призваны обеспечить стабильную положительную доходность; золото выступает защитным инструментом.

Фондов, предлагающих клиенту так называемый «вечный портфель», сейчас на рынке немного. Доходность нашего фонда с момента первой сделки (в сентябре прошлого года) в несколько раз опережает доходность конкурирующего фонда при сопоставимом уровне просадки. В целом показатели фонда опережают те цифры, которые мы закладывали в экономику продукта на стадии разработки. Соответственно, мы им довольны и планируем расширение линейки. Правила одного фонда сейчас находятся на регистрации, в третьем-четвертом квартале произойдет еще несколько запусков.

Сейчас немного скажу про линейку, потом про барьеры. Мы начнем с запуска простых базовых стратегий. Называем их «ванильными» БПИФами, поскольку считаем, что такие стратегии покрывают потребности большей части аудитории. Но мы видим, что другие участники рынка запускают в этом году очень интересные продукты. Есть и активные стратегии, и различные уникальные

истории, нестандартные в индексном инвестировании. Так что после запуска базовой линейки мы будем изучать спрос среди наших клиентов на более сложные БПИФы.

Что касается администрирования и инфраструктуры. На первой сессии представители ведущих управляющих компаний уже говорили, что при запуске БПИФа нужно сделать достаточно много операционных инфраструктурных вещей. В целом, когда запускаем такой продукт, на него сразу расходуются много ресурсов. Хотелось бы, что стоимость этой инфраструктуры постепенно оптимизировалась. Возможно, этому будет способствовать и конкуренция в некоторых сегментах инфраструктуры, в частности, на рынке маркетмейкинга.

Еще один интересный кейс при запуске этого продукта — попадание на полки брокеров. Мы думали, что запустим классный продукт, дальше свяжемся с коллегами, расскажем, какой вэлью принесет продукт их аудитории, и все на этом. Но в реальности все оказалось достаточно непростым. В каких-то компаниях брокер считает, что предлагаемый продукт конкурирует с продуктом их управляющей компании, в других компаниях возникают дополнительные условия. В общем, непростой процесс. Сейчас идет очевидный рост количества БПИФов, их на российском рынке 79 и еще десятки в пайплайне. Учитывая это, индустрии предстоит выработать практики размещения БПИФов на полках брокеров. Сейчас это достаточно хаотичный процесс from case to case.

В целом можно резюмировать, что индустрии предстоит удовлетворить спрос миллионов клиентов, которые пришли на этот рынок, не разочаровать их. БПИФ — очень подходящий инструмент, и мы видим возможность органично его укладывать в линейку брокерских продуктов. У клиента в портфеле могут быть продукты коллективного инве-

стирования, ориентированные на более долгий срок инвестирования, при этом более рисковую, более короткую часть он может направлять на реализацию собственных инвестиционных идей или работать с валютой. В целом, вот так. **Илья Ванин.** Илья, спасибо. Ты сказал, что за счет возрастающей конкуренции постепенно часть барьеров будет сниматься. Но можно ли оценить, какие из барьеров носят административный характер, или возникают со стороны биржи, или из-за регуляторных требований? Снятие каких барьеров могло бы сократить путь выхода фонда на рынок? Или можно просто подождать, пока конкуренция приведет к тому, что этот путь станет легче?

**Илья Корнев.** В плане административной процедуры дать конкретные рецепты достаточно сложно. Это, наверное, все-таки вопрос практики. Просто хотелось бы, чтобы мы как индустрия быстрее учились и стандартизировали то, что делаем. Думаю, что решение технических проблем — вопрос времени и практики, которая выведет нас на более качественный и стандартизированный процесс. Сейчас процессы еще только устанавливаются.

**Илья Ванин.** Спасибо, Илья.

Владимир, хотел бы вас тоже попросить прокомментировать ваш продукт и также, может быть, сказать пару слов про барьеры, которые, может быть, стояли, и которые стоило бы дополнительно проработать для того, чтобы сделать выход на рынок более удобным для новых участников.

**Владимир Соловьев.** Я вначале хотел бы поделиться подходом к созданию БПИФов. Когда перед нами встала такая задача, мы думали, как их дифференцировать от ОПИФов, в чем должна быть разница. И пришли к выводу, что, наверное, самым правильным будет их дифференцировать по стилю управления. ОПИФы, естественно, активно управляемы, там требуются ресурсы управляющих и аналитиков.

Относительно БПИФов кажется более правильным (чтобы оправдать их более низкие для клиента комиссии), что они должны быть более, условно говоря, простыми, в каких-то случаях совсем plain vanilla.

Вот мы, например, стали анализировать, где на рынке есть продуктовый гэп. Выяснили, что нет продукта, который дал бы частным инвесторам доступ к высокодоходным облигациям. Можно составить портфель из высокодоходных облигаций самостоятельно, но придется очень много времени потратить на анализ эмитентов, потому что они недаром называются высокодоходными: там, конечно, есть риски. Используя нашу аналитическую команду, которая может выбрать наилучшие облигации для такого индекса, и во взаимодействии с Московской биржей мы составили такой индекс и ему следуем.

Но это совершенно не значит, что все биржевые фонды должны быть пассивными, это совершенно не так.

Меня сейчас очень порадовала информация от коллег с Московской биржи, что у них в пайплайне десятки новых биржевых фондов. Большое количество разнообразных и дешевых (для клиента) биржевых фондов позволяет их использовать в комплексных стратегиях, причем как активно управляемых человеком, так и в робоэдвайзинге. Мы, например, уже сейчас используем биржевые фонды уважаемых коллег для включения в стратегии. Условно говоря, иногда дешевле включить в стратегию для клиента чужой существующий БПИФ, чем делать свой. В этом плане, конечно, большой набор фондов очень хорош. При этом с ростом числа БПИФов мы увидим расцвет стратегий робоэдвайзери.

Мы сейчас знаем, что такие примеры на нашем рынке уже работают, но все-таки пока, конечно, еще не носят массового характера. Отчасти это связано с тем, что не все клиенты готовы доверять

свои деньги роботу. Люди 20-25-30 лет уже привыкли жить в телефонах, они доверяют цифровому миру. Клиентам 40-50 лет обычно хочется поговорить с живым человеком. Поэтому нельзя говорить, что волна робоэдвайзери захватит весь рынок, но я уверен, что доля этого сегмента будет постепенно повышаться.

А в плане препятствий обобщать сложно. При запуске первого биржевого фонда всегда тяжело. Но по мере того, как этот путь проходишь, все становится понятным на 95%, и следующие фонды уже запускаются гораздо быстрее. Поэтому я не стал бы акцентировать на препятствиях. Все, что нам мешало (присоединюсь к Илье) мы уже по большей части решили.

**Илья Ванин.** Мне кажется, это как раз очень неплохой вывод для нас всех и для регулятора, может быть, в том числе. Проблем нет, значит, была проделана неплохая подготовительная работа. Владимир, спасибо.

Дальше хотел бы дать слово Николаю. Николай, хотел попросить тебя сделать акцент вот на чем. Наверное, мы все уже в достаточной степени погоревали над тем, что российским фондам предстоит конкуренция с ETFами. Но это факт уже, по сути дела, состоявшийся. Я бы хотел, чтобы ты попробовал оценить, есть ли у наших БПИФов конкурентные преимущества. Попробуй оценить предстоящую конкуренцию с точки зрения конкурентных преимуществ наших фондов.

Есть же мнение, что выход ETF на российский рынок может подстегнуть развитие всей отрасли. Может, это так и есть? Расскажи.

**Николай Швайковский.** Спасибо за вопрос. Прежде всего комментарий к выступлению Ильи. Не смог удержаться от ностальгической улыбки при упоминании полка брокеров. Мы в компании «Альфа-Капитал» эту историю прошли еще два года назад. Начальный энтузиазм быстро затух, потому что мы поняли: брокеры точно не будут вставать

в очередь за нашими биржевыми фондами, и по озвученным причинам, и по многим другим. И даже case to case там не работает.

Но ровно в тот момент, когда мы забили на эту историю, запросив аналитику у Московской биржи, с удивлением увидели, что в этих инструментах появился free float, что какие-то инвесторы (о которых мы ничего не знаем в силу анонимности торгов) покупают наши биржевые фонды. Запустилось сарафанное радио, начал работать общий фон, касающийся БПИФов. И теперь, периодически запрашивая сведения, мы понимаем, что доля «рыночных», как мы их условно называем, инвесторов растет, они покупают. Нам самим интересно, что это за люди такие. Информацию о них адресно получить мы не можем, и это, может быть, правильно. Но мы стали этот вопрос отдельно изучать, потому что он помогает понимать, а что, собственно, интересует инвесторов, и строить свои дальнейшие стратегии развития биржевых фондов.

Несколько слов про сами биржевые фонды. Валерий сказал очень правильную и важную вещь. Существенная составляющая успеха биржевых фондов — это возможность приобретения/продажи в режиме онлайн. Это очень важный фактор. Есть такие параметры, как процесс формирования расчетной стоимости пая, срок попадания пая на счет инвестора и традиционный канал дистрибуции. Инвесторов, которые стали приходить на рынок в последние годы, ни существующая скорость, ни процедура формирования цены не устраивала, им нужен был режим онлайн. По крайней мере, существенной части таких инвесторов. И биржевые фонды смогли этот запрос удовлетворить. Потому что цена видна в стакане. Деньги перевел, паи купил, и вот они уже на счете в три клика. Это очевидное преимущество для инвестора.

Еще одна причина — конкуренция комиссионных вознаграждений. Комиссии невысокие, они продолжают снижаться, и сейчас говорить о размере комиссии более процента уже вроде и не солидно.

**Кирилл Пестов.** Извини, хочу дополнить: средняя комиссия сейчас составляет где-то 0,9; 0,89 для ETF, 0,92 для БПИФ. По фондам акций чуть выше, по фондам денежного рынка и облигаций существенно ниже, просто последние чуть меньше по объему, поэтому их доля меньше.

**Николай Швайковский.** Совершенно верно. Говоря о ETF, надо понимать, что с чем мы сравниваем. Если мы берем для рассмотрения топовый ETF американского рынка на американские акции, то это все равно что сравнивать расход бензина у разных автомобилей. У электромобиля, скажем, расход бензина — нулевой. В ETFax, давайте говорить начистоту, люди по-другому деньги зарабатывают. Они зарабатывают на операциях с базовыми активами фондов, а не на комиссионном вознаграждении за управление фондом. Они делают то, чего мы (по ряду объективных причин) делать не можем.

А если взять данные по средневзвешенным комиссиям (по рынкам, по классам активов), то нельзя говорить, что существует кратная разница в комиссионном вознаграждении между российскими биржевыми фондами и ETF на аналогичные классы активов. Они вполне сопоставимы.

История с допуском ETF на отечественный рынок стала для нас неприятным сюрпризом. Я еще раз час назад пробежался по сайтам иностранных бирж, Лондонской и Франкфуртской. И, несмотря на обилие иностранных имен (американских в том числе), увидел, что все эти фонды прошли процедуру редоминиляции в Европе и перевыпущены в рамках европейского законодательства. Если кто-то покажет, где еще

существует [такая процедура выпуска иностранных эмитентов на локальный рынок, как та, что предлагается внедрить в РФ], буду страшно признателен.

Что касается нашего будущего. Мы, с одной стороны, смирились с фактом появления законодательной возможности для допуска иностранных ETF. С другой стороны, продолжаем вести с регулятором диалог (спасибо регулятору за возможность ведения этого диалога), касающийся требований к допуску иностранных ETF. Диалог еще не окончен, нормативный акт еще в процессе разработки. Но уже примерно понятно, каким он будет. Там действительно будут дополнительные критерии допуска, вполне разумные, которые арбитраж между биржевыми фондами и ETF если не ликвидируют, то, по крайней мере, минимизируют.

Что касается будущего наших биржевых фондов, то уже звучало предложение сделать возможным выплату всех доходов вместе.

**Илья Ванин.** Наряду с возможным освобождением этих доходов от НДФЛ, это однозначно будет сильное конкурентное преимущество.

**Николай Швайковский.** Да, это было бы вообще прекрасно, потому что сейчас, понятно, все равно будет налогообложение с выплачиваемого дохода.

Применительно к БПИФу история с выплатой дохода чуть проще. Но, как мы понимаем, там не будет проблем со счетами физических лиц, потому что это будут либо брокерские счета, либо счета ДУ, и будет понятно, куда выплачивать. А с открытыми фондами действительно пока остается вопрос, куда управляющий должен будет выплачивать средства. Сейчас человек, когда гасит пай, указывает реквизиты счета. А в отсутствие реквизитов счета реализуется старая история с возвратом денежных средств. В случае невозможности их передачи на счет, управляющий должен открывать депозит нотариусу.

Вот эту парадигму, конечно, хотелось бы поменять к моменту выхода нормативного акта ЦБ и появления возможности выплаты дохода.

На мой взгляд, назрела необходимость отдельного регулирования требований к составу активов биржевых фондов или, по крайней мере, пересмотра этих требований применительно к фондам индексным. Потому что сейчас перечень индексов, по которым управляющий может брать лимит концентрации новых эмитентов, не очень широк. Если мы это положение не поменяем, то будем в явном виде уступать приходящим на российский рынок ETFам.

Конечно (но тут уже вопрос валютного законодательства), нужна возможность передача валюты в оплату паев, в том числе от уполномоченного лица управляющей компании при первичной выдаче паев. Потому что сейчас можно совершать операции с валютой только в рамках организованных торгов. Когда создается биржевой фонд с экспозицией на иностранный рынок и в валюте, то получается двойная конвертация. Мы делаем фонд в валюте, бумаги в валюте, но управляющая компания принимает в оплату рубли, потом рубли конвертирует в валюту, покупает базовый актив, ну и так далее. В конечном счете страдают инвесторы.

**Илья Ванин.** Поправьте, если не прав, но разве предстоящее изменение типовых правил не решит этот вопрос?

**Николай Швайковский.** Наверное, не решит, потому что это вопрос валютного регулирования. Резидент с резидентом могут совершать сделки только в национальной валюте, за исключением сделок на организованных торгах или прямо поименованных в законе операций (закрытый перечень). Хотелось бы иметь решение описанного вопроса. Это не то, чтобы мешает запускать такие фонды, это, скорее, несет дополнительные издержки.

Вообще, если погрузиться в процедуру запуска биржевых фондов, то, как



говорится, гладко было на бумаге. Мы никогда не сможем в полной мере конкурировать с иностранными ETF просто потому, что наша юрисдикция у иностранных контрагентов вызывает скептическую улыбку на лице. Энтузиазм улетучивается ровно в момент первого общения с иностранным индекс-провайдером, который, честно глядя тебе в глаза, называет, например, 40 тысяч долларов как стоимость индекса. Хотя ты точно знаешь, что это стоит 10 тысяч. А услышав возражения, он говорит: ну, не хотите и не надо. Потому что они не понимают емкости нашего рынка, не понимают, сколько, собственно, на нас заработают. Обычная покупка индекса

включает фиксированный платеж и платеж с СЧА фонда. Но так как они не знают, каков в нашем случае объем СЧА, то перезакладываются на стоимости фиксированного платежа, чтобы отбить свои издержки. И общаться крайне тяжело.

Еще меньше энтузиазма остается после первого общения с валютным контролем банка после проведения первого платежа куда-нибудь за рубеж: это еще одна новая реальность, после реальности междепозитарного перевода из иностранного депозитария в российские бумаги (и понимания его стоимости).

Вот Андрей Михайлович Звездочкин на предыдущей панели рассказывал

об опыте маркетмейкерства компании «Атон». Вообще им памятник можно за это поставить. Когда «Атон» запускал наши фонды, то в ночи накануне в компании «Альфа-Капитал» еще не знали, будут ли у нас котировки по этим бумагам на следующий день. Нас биржа предупредила, что, когда мы будем звонить в колокольчик (в знак начала торгов), то уже должны стоять котировки. Так полагается. А мы не знали, будут ли у нас котировки или нет, потому что паи выпускали в режиме переписки в ватсапе. В таком вот режиме происходила координация. Да, мы справились. Но, тем не менее, мы несем постоянные издержки: на маркетмейкеров,

на лицензии, провайдерам за индекс, Московской бирже за расчет СЧА. Все это — фиксированные издержки, они не зависят от размера фонда. И мы не сможем утоптать, пардон, комиссионное вознаграждение таким образом, чтобы быть стопроцентно конкурентными сравнительно с западными ETFами — огромными многомиллиардными фондами.

**Илья Ванин.** Наверное, тут конкуренция не только по комиссиям.

**Николай Швайковский.** Конечно, не только по комиссиям. У западных фондов автоматизация инфраструктуры шла 30 лет против наших трех лет. Вряд ли они по ватсапу переписываются.

**Илья Ванин.** Больше оптимизма, ведь наш рынок за три года прошел такой путь! От ватсапа до готовой инфраструктуры.

**Николай Швайковский.** Я как раз хотел перейти к оптимистическим тезисам, да. Но 80 биржевых фондов, уже выведенных на биржу, позволяют думать, что у нас хороший старт и светлое будущее. Вот я предполагал, что 100 биржевых фондов на нашем рынке будет к лету. А Кирилл меня поправил, сказал: «Да ладно, 100 фондов будет через месяц».

**Илья Ванин.** К лету.

**Николай Швайковский.** К концу лета. И в чем мы точно сможем конкурировать, в чем уже конкурируем — это в нишевых историях. Наверняка эти идеи рождаются после проведения опросов инвесторов, в ходе диалога с целевыми группами инвесторов. В этом плане интересно анализировать последние фонды, которые Сбербанк запустил. Но это уже мы перешли от фондов широкого рынка, индексных фондов — к точечным историям. Это будет развиваться. Это точно наше преимущество, и будем его развивать.

Мы не знаем, какие именно фонды ETF к нам придут и сколько их будет, можно только предполагать. Но пока можно эту тему до их прихода отложить,

а там уже, как говорится, по факту жить с этим.

**Илья Ванин.** Да, Николай, спасибо большое.

Хотел бы попросить Валерия, но не столько, наверное, прокомментировать, потому что сейчас сильно углубиться, наверное, уже не хватит времени. Но попробовать в двух словах оценить, когда мы могли бы рассчитывать на появление изменений, в первую очередь по составу и структуре активов БПИФов. Я понимаю, что план законодательной деятельности в целом сверстан, но с учетом услышанного, с учетом потребностей и ожиданий индустрии... когда будет возможность переходить хотя бы к первым этапам нашей повестки по БПИФам?

**Валерий Красинский.** Мы для себя развитие регулирования БПИФов выделили в отдельный трек еще в прошлом году. Не в последнюю очередь, из-за дискуссии по допуску ETF, она достаточно жаркая, ее отголоски мы на первой сессии слышали. Ну и в целом, достаточно стремительный рост отрасли подразумевает, что нужно этот рост поддерживать, чтобы он продолжился как минимум теми же темпами.

В целом у нас была достаточно содержательная встреча на площадке НАУФОР с основными игроками рынка БПИФ. Там мы попытались выработать основные стримы дальнейшего пересмотра регулирования. Это вопросы в первую очередь по структуре активов, по списку индексов. Здесь есть понимание, что точно можно включить дополнительные индексы в тот список, который есть в акте и который позволяет брать повышенный консультационный лимит до 20%. Но я бы призвал дополнительно поработать в том ключе, чтобы дополнить этот список индексов критериями, которые позволят не возвращаться к вопросу его обновления. Сейчас, если появляется новый индекс, который в целом соответствует нашему общему пред-

ставлению о прекрасном, то, чтобы разрешить его в качестве бенчмарка (при котором допустим повышенный консультационный лимит), нужно каждый раз пересматривать нормативный акт. Понятно, что, если мы найдем критерии, то процедура существенно упростится.

К срокам. Изменения по составу структуры будем стараться сделать в следующем году. Уже прошла половина 2021 года, плюс те стримы, которые я обозначил в первой части выступления, занимают основную часть ресурса регулятора, поэтому мы сейчас на них сконцентрированы. Я думаю, что изменения в 4129, о которых мы говорим, могут быть реализованы в следующем году.

Про доход по паям я сказал. Мы подготовим соответствующие акты в этом году и надеемся, что механизм заработает.

История каскадов действительно важная, мы ее тоже обсуждали. Насколько я знаю, коллеги сейчас проводят работу по выявлению конкретных препятствий: где они регуляторные, где административные, где операционные. Думаю, здесь мы найдем решения, но вопрос заключается в том, что именно потребуется менять в регуляторике. Нормативный акт — это одна история, тут вполне можно рассчитывать на следующий год. Проводить законодательные изменения несколько сложнее, понятно.

По поводу налогов. В части налогового стимулирования и освобождения доходов, возможно, имеет смысл идти путем предоставления управляющим компаниям права открывать и вести ИИС. Это сразу решает задачу в целом. Эта история тоже в работе. Тут нужны законодательные изменения, которые требуют согласования министерства финансов, поэтому здесь оценить сроки чуть сложнее. Но мы настроены двигать этот сюжет максимально быстро.

**Илья Ванин.** Да, спасибо. Прекрасно понимаю (как и коллеги), что все становится возможным постепенно.

Коллеги, сейчас время уже немножко поджимает. Но я думаю, что мы вполне успеем проговорить не менее важную тему, касающуюся развития отрасли закрытых паевых инвестиционных фондов. С удовольствием предоставляю слово Екатерине: думаю, она как никто другой сможет оценить текущие тенденции. Екатерина, прошу.

**Екатерина Черных.** Спасибо большое. Хочу сказать, что 2020 год оказался годом качественного скачка и для закрытых ПИФов. По итогам 2019 года на всю страну было всего 11 тысяч 400 клиентов ЗПИФов (при этом капитализация этих фондов составляла 85% рынка). А по итогам 2020 года в закрытых ПИФах — 66 тысяч клиентов. Клиентская база ЗПИФов никогда так не прирастала. «Эксперт РА» выпустил (тоже впервые) отчет по розничным закрытым фондам. И это хорошо, продукт заработал.

У нас есть ряд важных инициатив, которые будут существенным образом помогать развитию розничного рынка.

Во-первых, управляющим нужно иметь возможность переквалифицировать фонд, не закрывая его в течение срока жизни. Это очень важно. Схема такая: инициатор проекта строит объект на средства фонда для квалинвесторов (понятно, что фонд для неквалинвесторов в этой ситуации сделать невозможно из-за ряда ограничений). Дальше он сдает этот объект в аренду. А на следующей стадии сам через общее собрание переводит этот объект в неквалный фонд. И вот вам готовый продукт для продажи, он продается в розницу паями. Не надо продавать объект недвижимости, что-то менять в документации.

Это однозначно будет стимулировать развитие рынка.

Далее, было бы здорово, чтобы на российском рынке появились разные

классы паев. Кстати говоря, в законодательстве Болгарии по паевым фондам прописано следующее. В фонде недвижимости должен быть якорный пайщик, владеющий не менее чем 30% активов фонда, который и обеспечивает для розничных клиентов своего рода контроль за управлением и арбитраж в случае, если управляющая компания недостаточно опытна и не может обеспечить розничным инвесторам качественные активы.

Я не призываю вводить такую норму у нас. Но в целом вполне можно рассматривать возможность того, что у проекта есть инициатор и якорный пайщик. Он на протяжении всего действия фонда продолжает владеть активом (или частью актива), принимать участие в управлении этим активом, привлекать в фонд розничных инвесторов (которым интересно получить доход, а через пять лет, через семь лет продать эти паи). Схема такая. Владелец актива привлекает деньги, организует на них, условно, строительство нового объекта или улучшает существующий объект (что очень актуально по итогам 2020 года, если мы говорим об офисах и торговле). Далее он выплачивает пайщикам рентный доход, выкупает обратно паи, остается со своим активом и капиталом. Такая работа будет очень активно способствовать появлению новых розничных фондов.

Исторически фонды в Европе и Америке возникали так: владельцам недвижимости, имевшим большой портфель, нужно было привлечь дополнительный капитал для развития. Они переоформляли свое имущество как имущество акционерного общества и продавали акции на бирже; далее выполняли квалификационные требования, оставляя себе примерно 20–30% портфеля и гарантию управления этим фондом.

Доработка, о которой я говорю, позволит привлечь в фонды профессиональных участников рынка

недвижимости и дать их экспертизу для розничных клиентов. Основная проблема состоит в том, что пока российские фонды недвижимости — не очень розничные, не очень активные. Сделками такого рода в России в основном занимаются инвестбанкиры, которые в плане операционного управления недвижимостью далеки от темы. Компетенции участников рынка недвижимости для создания качественного продукта не хватает.

Поэтому наш традиционный список пожеланий к регулятору таков: переквалификация, разные классы паев, автопродлонгация.

Еще объединение фондов. Это в той же логике. Построили объект в рамках деятельности фонда для квалинвесторов, переквалифицировали фонд, присоединили его к розничному фонду. У управляющего должна быть гибкость: чтобы мы могли использовать ЗПИФы как инструмент создания инвестиционного продукта и массово выпускать в мир.

**Илья Ванин.** Спасибо.

**Екатерина Черных.** Валерию не дадим слово?

**Илья Ванин.** Обязательно дадим. Я единственно хотел подытожить, что перспектива качественного развития у российских ЗПИФов шире, чем у открытых и даже биржевых фондов.

Скажу еще, что у НАУФОР есть определенная договоренность с Банком России: ввиду того, что ресурсы этого года у Банка России задействованы, мы по некоторым направлениям должны взять инициативу на себя. Напомню, что в рамках НАУФОР создана рабочая группа, предстоит работа по написанию концепции и законопроекта. А Банк России, я надеюсь, нас уже на верхнем уровне, скажем так, подкорректирует.

Еще хотел попросить Кирилла рассказать об усилиях биржи в плане развития ПИФов. Мосбиржа, как и в случае с БПИФами, прилагает много усилий для



обеспечения доступности ЗПИФов. А потом предоставлю слово Валерию, чтобы он прокомментировал и подытожил наши предложения по развитию ЗПИФов.

**Екатерина Черных.** Давайте скажем Московской бирже большое спасибо. В конце прошлого года случился совершенно уникальный прорыв, и он стал возможным только благодаря тому, что биржа сделала возможной первичную эмиссию паев ЗПИФов через биржу, что прежде было невозможно. Все управляющие компании призываем присоединиться к этому опыту, а бирже — низкий поклон.

**Кирилл Пестов.** Екатерина, спасибо. Собственно говоря, все, кто заинте-

ресован в развитии продуктов ЗПИФ, продолжительное время обсуждали, как сделать доступный и дешевый канал для распространения этого продукта и повысить его ритейлизацию.

В конце прошлого года мы совершили первую техническую тестовую сделку по размещению паев ЗПИФ через инфраструктуру Московской биржи. Как это выглядит? Принимается решение о том, что будут размещаться паи какого-либо закрытого фонда. Далее управляющая компания договаривается с брокером-посредником, брокер-посредник через доступную инфраструктуру и технологии биржи начинает сбор биржевых

заявок. Причем заявки могут подавать не только клиенты этого брокера, а вообще любой человек, у которого открыт брокерский счет.

Почему это важно? Есть потенциальные 13 млн (почти) человек (владельцы брокерского счета), каждый из них может подать заявку на покупку ЗПИФа через Московскую биржу. После окончания сбора заявок деньги блокируются, то есть биржа обеспечивает их зафондированность. После чего идет выдача паев со стороны управляющей компании в пользу брокера. После того, как брокер оплатил и получил эти паи, он опять же биржевыми адресными сделками раздаёт их по всем заявкам.

Все. Это достаточно просто, эта технология понятна всем брокерам и обкатана на биржевых IPO/SPO.

Мы уже сделали два не технических, а фактических размещения. Спасибо коллегам из УК «Альфа-Капитал», они пользуются этим механизмом. По нашим оценкам, сейчас в России зарегистрировано порядка 70 фондов ЗПИФ недвижимости и около 40 управляющих компаний. В принципе, потенциал рынка очень велик. Поэтому призываю всех, кому это интересно, тоже попробовать воспользоваться биржевым механизмом. Это существенно расширяет возможности по привлечению в ваши инструменты широкого круга именно розничных клиентов.

**Илья Ванин.** Кирилл, спасибо большое. Хотел бы сказать еще одну вещь, которая как раз касается механизма биржевого обращения паев. Минимальная стоимость пая сейчас установлена на уровне 300 тысяч рублей. Это, конечно, определенная проблема, притом, что обращение дробной части паев невозможно. Что в таких обстоятельствах должен делать клиент, который приобрел, например, паи на 500 тысяч рублей, при том, что стоимость одного пая составляет 300 тысяч? Надо подумать (с учетом того, что закрытые фонды приобретают более розничный характер, в том числе, и через биржевое обращение), как можно это модернизировать. Наверное, вход в закрытые фонды не должен быть слишком дешевым, не может составлять 10–20 тысяч рублей. Но стоимость пая ЗПИФа должна уменьшиться для того, чтобы упростилось биржевое обращение.

**Кирилл Пестов.** Прокомментирую буквально парой слов. В соответствии с российским законодательством ЗПИФы фактически подпадают под тестирование. Это означает, что человек покупает продукт осознанно. Но почему человек, прошедший тестирование, может купить на 1 тысячу

рублей американскую акцию, а пай ЗПИФа не может? Предлагается использовать тот же подход. Давайте сделаем для паев ЗПИФа минимальный стандартный лот, — условно, номиналом 1 тысяча рублей. И вопрос решен. Таким образом мы создаем вторичную ликвидность.

Сейчас что получается? Человек купил пай ЗПИФа на бирже, а продать его не может: нет ликвидного стакана, потому что большой, крупный лот не всегда сможет поддерживать даже маркетмейкер. Когда будет много маленьких лотов, то рынок сформируется сам. И человек, который купил закрытый ПИФ, не будет вынужден сидеть в нем до конца, он в любой момент сможет его продать на ликвидном рынке. Это отвечает интересам инвестора. Инвестор осознанно, через тестирование, принимает решение инвестировать в закрытый ПИФ, а рынок ему дает ликвидный механизм входа и выхода в этот инструмент.

**Николай Швайковский.** Пару слов. Поддержу и Илью, и Кирилла. Вне контекста биржевого обращения сумма 300 тысяч рублей не вызывала особых вопросов, как-то с ней жили. Но когда началось биржевое обращение паев, то люди пришли к понимаю, что и на 300 тысяч рублей можно купить только один пай, и на 500 тысяч — тоже только один пай (для примера). Понятно, зачем вводилось это требование: боролись с мисселингом. Но, может быть, сейчас стоит предложить рынку дополнительные или альтернативные варианты критериев.

**Илья Ванин.** Давайте не будем совсем углубляться. Думаю, проблема понятна. Валерий Михайлович, думаю, ты услышал, что есть куда развивать отрасль. Я хотел бы, чтобы ты прокомментировал, к чему Банк России сейчас больше готов, к чему пока меньше. Можно не сильно углубляясь, но твое мнение нам крайне важно. Спасибо.

**Валерий Красинский.** Спасибо. Кратко постараюсь. По тем инициативам,

которые озвучивала Екатерина, у Банка России был диалог на площадке Московской биржи. Насколько я помню, там участвовал, в том числе, Чистюхин Владимир Викторович, поэтому отношение в принципе сформировано. Часть озвученных инициатив мы готовы поддержать. Но хотели бы увидеть конкретные механизмы: как эти инициативы должны реализовываться именно процедурно. При проведении всех этих переаквалификаций, объединений фондов и так далее необходимо обеспечить понятный баланс прав, — через общее собрание, очевидно.

Насколько помню, обсуждалось, что объединение фондов, переаквалификацию из квалного фонда в неквалный регулятор готов рассматривать. Но при условии, что будут предложены конкретные механизмы: как это делать и как защитить права пайщиков. У нас тоже есть свое представление об этом, но хочется, чтобы рынок провел детальную проработку.

С автопродлонгацией тоже вопросов нет, опять же при условии, что будет обеспечена возможность выхода из фонда тех пайщиков, кто с продлонгацией не согласен. Наверное, такой механизм прописать тоже возможно, надо просто это сделать.

История с переаквалификацией из неквалного фонда в квалный пока выглядит для нас несколько более неочевидно: и в плане ее необходимости для конкретных бизнес-ситуаций, и в плане возможности реализации в этот момент недобросовестных практик. Здесь нужно пока дополнительно думать.

История с разными классами паев в базовом варианте понятна. Но здесь нужно понимать, что это требует достаточно кардинальной перестройки регулирования существующей модели, в которой права по паям равные, и от этого строятся дальнейшие регуляторные требования. Здесь нужно опять же

понимать конкретику, с одной стороны — чего конкретно хочет рынок, а с другой стороны, насколько эта история востребована. Потому что под это дело надо серьезно поменять 156-й закон, поменять массу подзаконных нормативных актов, и если на выходе этим воспользуются, условно, полтора фонда... этот сюжет тоже, наверное, нужно дополнительно обсуждать с профсообществом.

Про пай стоимостью 300 тысяч — понятно, зачем это требование введено. Когда в 2016 году принимались новые требования по составу и структуре активов (*Прим. ред. — Указание Банка России от 5 сентября 2016 года № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов»*), то шел долгий диалог, особенно по поводу коммерческой недвижимости, насколько этот класс активов правильно предлагать для розничных инвесторов. В итоге нашли компромисс, часть этого компромисса — в том числе, повышенная стоимость пая. Которая подразумевает, в очень приближенном варианте, что человек приходит в фонд с серьезными намерениями.

Плюс надо не забывать, что все-таки ЗПИФ подразумевает участие пайщиков в корпоративном управлении (раньше это не обсуждалось). Важно понимать, насколько возможно обеспечить принятие на том же общем собрании важных решений (по поводу изменения инвестдекларации и так далее), если часть пайщиков рассматривает пай лишь как спекулятивную инвестицию: сегодня купил, завтра продал. Такому человеку участие в общем собрании ничего не дает, участвовать в нем (скорее всего) он не будет. А для фонда решения, принимаемые на собрании, могут быть жизненно важными. Эти вещи, наверное, тоже нужно пообсуждать. Не получат ли управляющие компании проблемы, когда появятся такие пайщики — залетные, что ли.

**Илья Ванин.** Молчуны?

**Валерий Красинский.** Молчуны — это полбеда. Такой пайщик может вообще не знать, что попал в список для участия в общем собрании. Если он завтра продаст пай, то зачем ему думать о том, надо ли увеличивать вознаграждение управляющей компании или менять инвестиционную декларацию. Ему это все не важно, он не готов к этому серьезно отнестись. Вот такие могут быть сложности. Но это экспромтом, что в голову пришло.

**Кирилл Пестов.** В любом случае, мне кажется, надо начать дискуссию и обсудить нюансы; проанализировать, чего больше будет: плюсов или минусов.

**Екатерина Черных.** Предлагаю провести обсуждение опять на площадке Московской биржи...

**Николай Швайковский.** Потому что биржа точно в этом заинтересована. Есть ведь и технический аспект: стоимость заявки не равна стоимости инструментов внутри заявки.

**Валерий Красинский.** Этот вопрос может быть более еще более комплексным. На бирже ведь есть достаточно дорогие акции, так что это вопрос именно лотов...

**Кирилл Пестов.** Естественно, если мы договоримся и поймем, что именно нужно, то технически подгоним нужную лотность.

Дробные сделки Московская биржа не делает, но у нас есть режим неполных лотов. Например, акции самой Московской биржи торгуются лотом по 10 штук. Если инвестор имеет две акции, то не может их поставить в основной стакан. Но есть режим неполных лотов, который решает проблему. Точно так же, я думаю, мы сможем придумать решение и для паев. Это все техника, главное — договориться по сути. Если мы увидим массовый спрос, то будем вкладываться в соответствующую инфраструктуру.

**Екатерина Черных.** Однозначно надо пробовать! Продукт всегда дает воз-

можность его попробовать, всегда имеет некий лимит риска. Скажем, когда человек делает заказ в интернете у незнакомого контрагента, то определяет для себя, что может рискнуть сделать заказ, условно, на 3 тысячи рублей или на 5 тысяч. Такую сумму он готов потерять. А к более крупной покупке он отнесется более внимательно: будет выбирать поставщика, смотреть отзывы покупателей и так далее. Здесь то же самое. Почему клиент не может попробовать купить ЗПИФ на 10 тысяч рублей? Это его лимит риска. Если продукт понравится, то он купит еще. Не понравится — останется с этим паем стоимостью 10 тысяч рублей (или продаст его и вернет деньги) и не будет сильно переживать. Попробовать инвестировать на 300 тысяч рублей — это другое. Квалифицированные клиенты могут себе такое позволить, а для части розничных клиентов 300 тысяч — все-таки достаточно серьезная сумма инвестиций.

**Илья Ванин.** Одним словом, с учетом развития инструмента, доступности его для розничных инвесторов (включая биржевые механизмы), над этим вопросом как минимум стоит подумать и дополнительно его обсудить.

Коллеги, на этом предлагаю нашу панель закрыть. Хочу поблагодарить всех участников. Интересно было послушать, что у кого происходит. Надеюсь, мы продолжим работу над теми инициативами, которые сегодня озвучили, уже в рабочем порядке. Спасибо всем, всего доброго. ■