

Рост сделок слияния и поглощения на российском рынке доверительного управления свидетельствует о его взрослении. Приобретаются как целые управляющие компании, так и отдельные инвестиционные фонды. Сейчас тон консолидации задают крупные, близкие к государству финансовые группы. От укрупнения и профес-сионализации бизнеса должны выиграть не только управляющие компании, но и их клиенты.

Слияния на доверии

консолидация

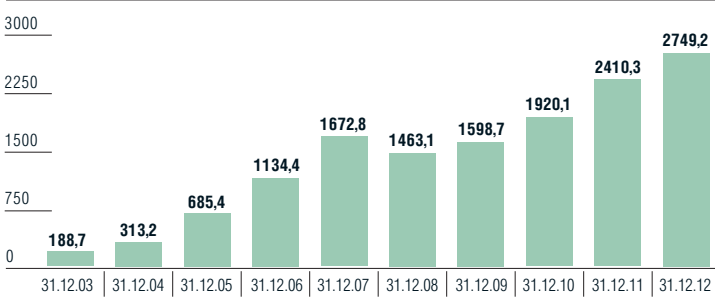
Без маржи нет победы

Активный процесс слияний и поглощений — признак взросления отрасли, считают представители управляющих компаний. «На этапе активного количественного роста происходит усиление конкуренции между компаниями, выдержать которую могут только сильные игроки», — отмечает гендиректор «Альфа-Капитала» Ирина Кривошеева. По словам гендиректора Доверительной инвестиционной компании Олега Мазурова, российский рынок доверительного управления слишком маленький, чтобы объема выручки хватило на всех его участников.

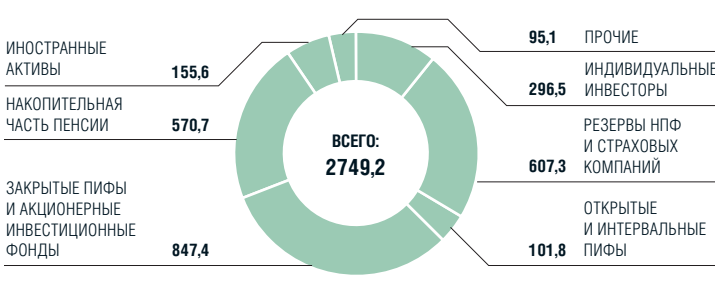
Усиливает конкуренцию между компаниями низкая маржинальность и высокая себестоимость ведения бизнеса. По словам гендиректора «ВТБ Капитал управление инвестициями» Владимира Потапова, из-за штата высокооплачиваемых портфельных управляющих и аналитиков, дорогостоящего программного обеспечения, систем риск-менеджмента бизнес доверительного управления долгое удовольствие. К тому же за последние четыре года ФСФР трижды повышала требования к объему собственных средств управляющих компаний. Так, с января 2009-го по июль 2011 года норматив был увеличен с 30 млн до 80 млн руб. В таких условиях компании вынуждены балансировать на грани убыточности. По итогам третьего квартала прошлого года из 44 компаний и групп с выручкой от услуг доверительного управления свыше 20 млн руб. почти две трети снизили прибыль или получили убыток от текущей деятельности.

Впрочем, небольшие компании могли бы существовать за счет ранее привлеченных средств. Однако разразившийся в 2007-2008 годах мировой финансовый кризис, а за ним долговой кризис 2010-2012 годов в Европе вызвали не только обесценение активов, но и массовое бегство инвесторов из ПИФов. С сентября 2008 года, когда обанкротился Lehman Brothers, по октябрь 2012 года инвесторы забрали из российских открытых фондов более 27 млрд руб., что втрое больше объема средств, привлеченных в 2007 году. При этом именно ПИФы являются одним из наиболее стабильных источников дохода управляющих, так как вознаграждение за управление ими взимается не только от полученного дохода, но и от стоимости чистых активов. «За последние три года подрос только рынок институциональных инвесторов, который отличается

КАК МЕНЯЛСЯ ОБЪЕМ РЫНКА ДОВЕРИТЕЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИИ (МЛРД РУБ.) ИСТОЧНИК: РАСЧЕТЫ "Ъ" ПО ДАННЫМ УПРАВЛЯЮЩИХ КОМПАНИЙ.



СТРУКТУРА РЫНКА ДОВЕРИТЕЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИИ НА 31.12.12 (МЛРД РУБ.) ИСТОЧНИК: РАСЧЕТЫ "Ъ" ПО ДАННЫМ УПРАВЛЯЮЩИХ КОМПАНИЙ.



низкой маржинальностью. Из-за этого управляющие компании стали существенно меньше зарабатывать», — отмечает генеральный директор «Сбербанк управление активами» Антон Рахманов.

Впрочем, продают свой бизнес не только небольшие, но даже крупные компании, входящие в глобальные группы. Наиболее яркими примерами таких сделок стала передача фондов «Пионер Инвестмент Менеджмент» под управление «ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс», а также покупка «Альфа-Капиталом» фондов «Ренессанс управление активами». В обоих случаях передача фондов состоялась в рамках решения материнских компаний (Pioneer Investments и Renaissance Group) прекратить свою деятельность в России. Если в случае с небольшими компаниями от продажи они в первую очередь стремятся выручить хоть какие-то деньги, то в случае с крупными компаниями для них наиболее важным является сохранение имиджа. «Для крупных компаний очень важно уйти из бизнеса с минимальными репутационными потерями. Передача фондов другой компании позволяет сократить их до минимума», — отметил гендиректор «ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс» Владимир Кириллов.

Кто на старенького?

Компании с лицензией, персоналом и с готовой линейкой фондов интересны в первую очередь новым игрокам, которые не хотят строить бизнес с нуля. К таким сделкам можно отнести завершившееся в прошлом году присоединение к Сбербанку группы «Тройка Диалог», в которую входила одноименная управляющая компания. «Фобанки, расширяя

свой бизнес за счет присоединения инвестиционных подразделений и услуг, оказали сильное влияние на M&A-активность в нашей индустрии», — считает Ирина Кривошеева.

Впрочем, готовые компании бывают интересны и уже существующим игрокам. «Для повышения эффективности бизнеса управляющие компании вынуждены диверсифицировать его, присутствуя во всех сегментах рынка», — отмечает Олег Мазуров. По словам Владимира Потапова, крупные финансовые группы в целях получения нового рынка услуг чаще всего не заходят в него с нуля, а покупают управляющую компанию с активами. Это позволяет сократить время, необходимое на развитие и усиление позиций игрока в интересующем его сегменте.

Крупнейшие управляющие компании по выручке от услуг доверительного управления (по итогам 2012 года)			
Место	Название	Выручка от услуг ДУ (млрд руб.)	Активы под управлением (млрд руб.)
1	Группа компаний «Капитал»	1073,8	211,0
2	«Лидер»	898,2	411,7
3	Компании «ВТБ Капитал управление инвестициями»	895,7	144,5
4	Группа УК ФК «Уралсиб»	888,7	80,6
5	Группа компаний «Регион»	738,7	106,7
6	«Сбербанк управление активами»	728,1	84,3
7	Группа компаний «Альфа-Капитал»	726,1	87,7
8	«ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс»	653,9	145,4
9	«Навигатор»	617,3	н.д.
10	«Газпромбанк — управление активами»	350,8	230,0
11	«РВМ Капитал»	304,6	27,5
12	«Райффайзен Капитал»	302,8	15,9
13	«Трансфингруп»	296,1	171,9
14	«Ингосстрах-Инвестиции»	285,9	26,4
15	«Партнер»	282,9	35,4
16	«ОФГ Инвест»	275,3	19,4
17	Группа компаний ТРИНФИКО	267,4	50,4
18	«Агана»	183,4	50,4
19	«Альянс Инвестиции»	176,9	26,5
20	«Эверест Эссет Менеджмент»	139,4	28,0

*Отношение выручки от ДУ к средней величине активов под управлением за год. н.д. — нет данных. Прочерк — показатель отсутствует или корректный расчет невозможен.

При покупке компании «Альбион Финанс», управляющей несколькими паевыми фондами недвижимости, перед группой «Велес Капитал» стояла задача «расширения линейки инвестиционных продуктов для клиентов с целью диверсификации вложений в условиях нестабильности на фондовых рынках», отмечает гендиректор ИК «Велес Капитал» Алексей Педовский. Поскольку недвижимость в восприятии россиян традиционно является одним из наиболее понятных и защищенных активов, то и было принято усилить это направление. По словам господина Педовского, группу интересовали не только фонды, «но и в большой степени та профессиональная, креативная и опытная команда, которая их создавала».

Приобретение управляющей компании с лицензией позволяет дополнительно решать и другие задачи, такие как необходимость дробления бизнеса. Это делается для того, чтобы риски одной его части не переносили на другие, отмечает господин Кириллов. По его словам, такого рода сделки были очень популярны до кризиса, когда в рамках одной группы создавалось несколько управляющих компаний.

Отдельные фонды покупают чаще всего крупными управляющими компаниями, имеющими собственную инфраструктуру. Это позволяет существенно расширить текущий бизнес компании. «ПИФы — это хороший актив для покупки: он прозрачен, маржинален, понятен», — говорит Ирина Кривошеева. По словам Олега Мазурова, в таких сделках управляющих в первую очередь интересу-

ет клиентская база, полученная напрямую или через нового агента. В частности, «Альфа-Капитал», которая одной из первых управляющих компаний заявила о приоритетности индивидуального доверительного управления, в начале года приобрела паевые фонды «Ренессанс управление активами», которые исторически ориентировались на состоятельных инвесторов. Согласно проведенному «Альфа-Капиталом» due diligence фондов, общее число клиентов фондов составляло около тысячи человек, а с учетом нулевых счетов — более трех тысяч. При этом средний счет клиента ПИФов «Ренессанса» составлял около 700 тыс. руб., тогда как, по оценке «Ъ», в фондах других компаний он редко превышает 200 тыс. руб. Таким образом, управляющая компания приобрела базу состоятельных клиентов, которым теперь можно предлагать дополнительные услуги в виде индивидуального доверительного управления. «Для тех компаний, которые хотя бы стратегически остаются в бизнесе, каждый пайщик на счету, тем более тот, который остался, даже несмотря на кризис 2008 года», — отмечает Владимир Кириллов. Такие клиенты не будут выходить из фондов при первом же ухудшении ситуации на рынке, а в случае возврата рынка быстрее всех могут нарастить свои инвестиции. Небольшие управляющие компании покупали ПИФы иногда просто потому, что цена таких покупок ниже стоимости регистрации нового фонда и стоимости привлечения сопоставимого объема активов.

Впрочем, покупка отдельных фондов несет в себе риск ухода части клиентов. Клиентская база, как правило, лояльна либо к управляющей компании, либо к конкретному портфельному менеджеру. Поэтому со сменой портфельного управляющего или компании пайщики могут принять решение о выходе из фонда. «Купить фонд просто, а вот удержать в нем клиентов — задача нетривиальная. Именно поэтому в основном покупаются управляющая компания или ее команда, что обходится дороже», — отмечает Антон Рахманов.

Поглощение со скидкой

Финансовый кризис резко снизил стоимость управляющих компаний. До 2008 года стоимость российских компаний оценивалась в 5-10% от стоимости чистых активов в управлении. Покупатели готовы были платить такие деньги, поскольку рассчитывали, что со временем инвестиции в паевые фонды примут массовый характер. (Окончание на стр. 18)

«Мы видим для себя четкие точки роста»

первые лица

«Альфа-Капитал» первой из крупных управляющих компаний после кризиса 2008 года сделала ставку на развитие услуг индивидуального доверительного управления. К настоящему времени их доля в общих активах под управлением компании превышает 63%. О нынешнем состоянии и перспективах развития рынка доверительного управления, об особенностях работы с состоятельными клиентами, о новых финансовых продуктах в интервью «Ъ-Доверительное управление» рассказывает генеральный директор «Альфа-Капитала» ИРИНА КРИВОШЕЕВА.

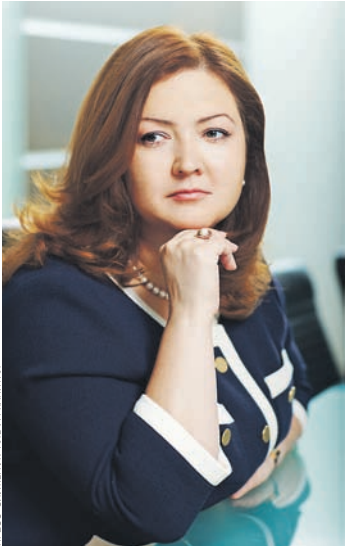
Эпоха перемен

— Как вы оцениваете ситуацию на рынке доверительного управления в России в настоящее время? Как на отрасли отразился финансовый кризис 2008 года?

— Сейчас отрасль управления активами переживает трансформацию. Кризис 2008 года стал переломной точкой, после которой индустрия качественно и необратимо изменилась. При этом на отечественный рынок отчасти распространяются и мировые тренды. Но только если на Западе начавшийся раньше процесс «редефиниции» индустрии связан прежде всего со смещением клиентских ожиданий в сторону консервативных продуктов, у нас произошла масштабная перестройка архитектуры рынка, целевых клиентских сегментов, продуктов и конкурентной среды. Практически в один день старые модели ведения бизнеса утратили свою актуальность.

Так, до кризиса отрасль демонстрировала 50–60-процентный рост в год. Компании проводили активную экспансию, универсальная продуктовая линейка с фокусом на агрессивную доходность, поддерживаемая яркими рекламными кампаниями, гарантировала приток средств от всех категорий инвесторов. Как показывала практика, такие истории недолговечны. После обрушившегося на рынок урагана стало понятно, что далеко не всем удается пережить бурю. Первые признаки восстановления отрасли появились в 2009-м. Еще через два года были сформированы новые правила игры, а к 2012-му отрасль полностью перестроилась.

Ярким индикатором прихода новой эры стало заметное расслоение между сильными и слабыми игроками. В сильных оказались не самые крупные или старые компании, а те, кто способен адаптироваться, гибко реагировать на окружающую среду и предлагать инновационные решения. Пожалуй, это ключевая характеристика компании в эпоху перемен». Рынок акций пере-



ИРИНА КРИВОШЕЕВА

стал быть исключительным драйвером и универсальным ответом на вопрос о заработках. Реальность потребовала качественно новых решений, сфокусированных на индивидуальных потребностях клиента и многофакторности среды.

— Какие основные параллели можно провести между отечественным и западными рынками?

— На заседаниях совета директоров мы пришли к выводу, что целесообразно сравнение общих показателей рынков доверительного управления в России и Европе (то есть даже не в США) с объемом банковских депозитов. Так вот объем депозитов в Европе сейчас составляет £10,9 трлн, а активы физических лиц в доверительном управлении — 88,7 трлн. Соотношение 1,25 к 1. У нас в стране совершенно иная картина. При объеме депозитов в 14 трлн руб. в доверительном управлении находится всего 0,2 трлн руб. Соотношение 64 к 1. То есть рынок доверительного управления составляет всего 1,5% от объема депозитов, уровень которых растет заметными темпами из года в год. Эта показательная статистика позволяет сделать важный вывод: рынок доверительного управления активами имеет огромный потенциал роста, преимущественно за счет сегмента состоятельных клиентов, предпочитающих сейчас размещать средства в банковские продукты.

А значит, перед нами открываются новые горизонты развития. Мы видим для себя четкие точки роста. Наша задача — сфокусироваться на работе с состоятельной аудиторией и создавать решения, удовлетворяющие отложенный спрос. О том, что идея начинает реализовываться, говорят последние исследования — сегмент индивидуального доверительного управления активами частных лиц уверенно опережает в росте любой другой сегмент рынка.

— Что помимо ставок по депозитам останавливает, отпугивает розничных клиентов от рынка доверительного управления, в том числе от паевых фондов?

— В недавнем исследовании фонда «Общественное мнение»

отмечается, что лишь 3% опрошенных рассматривают пай фондов как инструмент для инвестирования собственных сбережений. Основные сдерживающие факторы: непрозрачность сегмента, негативный ореол бренда, устарелость форм продвижения, негибкость законодательства. Если посмотреть на структуру всех существующих на рынке паевых фондов, то 50% из них приходится на фонды акций. А в них действуют старые ограничения, в частности, на возможность размещения в облигации, депозиты, использование коротких позиций при падении рынка. Чтобы восстановить доверие розничного клиента к отрасли, нужно принимать активные действия, в том числе в сфере совершенствования правовых стандартов функционирования ПИФов.

А с сегментом доверительного управления дела обстоят иначе. Компании предлагают гибкие, инновационные, понятные клиентам инвестиционные продукты. Делают акцент на обеспечении защиты вложений. Продукты со 100-процентной защитой капитала и возможностью участия в росте различных индексов понятны и востребованы.

— Какое влияние события на Кипре оказывают на российский рынок доверительного управления?

— Понятно, что произойдет перераспределение капиталов, особенно в части средств состоятельных клиентов. Да, с Кипра деньги перейдут в другие юрисдикции. Но даже не в этом главное изменение. Кипр показал, что не любые депозиты и далеко не в любом банке можно считать надежным способом сохранить свои средства. Представление инвесторов об абсолютной надежности инструмента оказалось ложным. Ведь события в Греции положение кипрских банков было крайне неустойчивым. Необходимо взвешенно оценивать риски. В этой связи спрос на профессиональную финансовую поддержку будет неуклонно увеличиваться.

— Российский рынок ДУ в этой ситуации больше потеряет или больше выиграет?

— Важно сделать так, чтобы он выиграл. При общении с клиентами мы чувствуем, как здесь и сейчас происходит переосмысление подхода к управлению личными финансами. Изменяется и восприятие клиентом управляющей компании. Наша роль эксперта и финансового партнера, содействующего достижению долгосрочных целей клиентов, приобрела завершённый вид. Терпение — путь к совершенству, как известно. Многие понимают, что единственный разумный выход в нынешней ситуации — это диверсификация активов. И она будет проходить и по инструментам, и по рынкам, и по странам. (Окончание на стр. 18)



review ДОВЕРИТЕЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Фонды валютного риска

инструменты

На фоне не самой лучшей конъюнктуры рынка коллективных инвестиций в прошлом году особым спросом у частных инвесторов пользовались паевые фонды с иностранными активами. Паи фондов БРИК или «золотых» ПИФов расходились как горячие пирожки. Однако, используя географическую диверсификацию, пайщикам не следует забывать о валютном риске, который в случае укрепления рубля может легко «съесть» весь доход.

Загранакции

Возможность диверсифицировать вложения паевых фондов за счет размещения средств в иностранных ценных бумагах управляющие компании пробыли со времен становления индустрии коллективных инвестиций. Формально почти у каждого фонда в инвестиционной декларации была прописана возможность приобретать такие бумаги. Однако реальная техническая возможность появилась лишь в 2008 году, когда были приняты все нормативные документы, позволяющие паевым фондам приобретать зарубежные акции, облигации и паи, а также депозитарные расписки. «Принятые ФСФР положения позволили включать в портфель иностранные ценные бумаги, что позволило расширить управляющим линейку предлагаемых клиентам продуктов», — отметил глава УК «Сбербанк управление активами» Антон Рахманов.

Однако из-за разразившегося в мире финансового кризиса управляющие компании не смогли сразу воспользоваться предоставленной возможностью. Первый фонд, специализирующийся на вложениях в иностранные активы, появился только в середине 2010 года. Управляющая компания Банка Москвы изменила инвестиционную декларацию фонда «Звездный бульвар — звезды фондового рынка», переориентировав его на ценные бумаги компаний стран БРИК. Уже к концу 2010 года на рынке работали три таких фонда, а в настоящее время их число превышает два десятка. По оценке «Б», стоимость чистых активов в таких фондах на конец прошлого года составляла чуть больше 1,3 млрд руб.

Инвесторы с интересом отнеслись к появившимся фондам и активно наращивали вложения в них. По данным Investfunds, из девяти крупнейших фондов (СЧА более 50 млн руб.), инвестиционная декларация которых ориентирована на акции иностранных компаний, только три зафиксировали по итогам 2012 года отток средств клиентов. В шесть оставшихся пайщики принесли более 550 млн руб. Стоит отметить, что, по оценке «Б», основной на данных Investfunds, чистый отток средств из открытых паевых фондов в 2012 году превысил 10 млрд руб. Большие потери рынок коллективных инвестиций фиксировал только в кризисные 2008-2009 годы, тогда клиенты вывели с рынка 16,5 млрд руб. и 11,7 млрд руб. соответственно.

Высокая популярность этих фондов связана с тем, что они позволяют клиентам минимизировать риски, связанные с ответственными фондовым рынком. В минувшем году российский фондовый рынок оказался в числе аутсайдеров среди рынков развитых и развивающихся стран. По итогам года индекс ММВБ вырос на символические 5%. В то же время ведущие азиатские индексы прибавили 10-22%, американские индикаторы выросли в пределах 10%. Лидерами роста стали ведущие европейские индексы, поднявшиеся на 7-32%. В таких условиях выглядят вполне логичным желание инвесторов поучаствовать в росте глобальных рынков, говорит начальник управления инвестиций «Райффайзен Капитала» Игорь Кобзарь. Кроме того, вложения в ценные бумаги иностранных компаний являются валютными активами, и их можно позиционировать как защиту инвестиций от девальвации рубля (а этот риск всегда остро воспринимается розничными инвесторами). Одновременно управляющие компании получали возможность включить в состав фондов акции компаний, торгующихся за рубежом, но имеющих основные активы в России. — Rusal, X5Retail Group, Evraz Group, Polymetal Int., Polylus Gold Int. и т. п.

На сегодня самыми распространенными фондами явля-



Только вложившись в «золотые» паевые фонды, частные инвесторы почувствовали всю тяжесть добычи драгоценного металла

ФОТО ЮРИЯ МАРТЬЯНОВА

ются фонды БРИК, они есть у четырех управляющих компаний, а их чистые активы оцениваются в 300 млн руб. Абсолютно БРИК — Бразилия, Россия, Индия и Китай — является уже раскрученным брендом, она появилась более десяти лет назад. К тому же обязательное присутствие российских акций в таких ПИФах добавляет им веса в глазах клиентов. При этом на иностранные активы приходится, как правило, 62-66% СЧА. Сейчас у инвесторов есть возможность поучаствовать в росте фондовых рынков и других регионов и стран: Азии, Латинской Америки, Европы, Китая и США. Кроме того, есть возможность заработать и на отдельных секторах — на финансовом, телекоммуникаций, нефтегазовом. Запрос на глобальные рынки — это не столько мода, сколько необходимость», — считает заместитель гендиректора «Альфа-Капитала» Олег Кессо. — Это за-прос на инвестиции в тех секторах и отраслях, которые не развились или недостаточно развиты в России либо по большей части торгуются на внешних площадках». Без иностранных акций невозможно было бы сформировать фонды, специализирующиеся на вложениях в компании агросектора или интернет-компаний.

Общим недостатком всех фондов, инвестирующих в ценные бумаги иностранных эмитентов, является низкое качество имеющейся у управляющих компаний экспертизы зарубежных эмитентов. «Поскольку мы находимся в России, не стоит отрицать того, что экспертиза в части российских компаний у нас выше. И мы не стремимся жертвовать качеством и терять свое преимущество, пытаясь охватить весь мир», — отмечает Олег Кессо. В «ВТБ Капитал управление инвестициями» отметили, что выбор стран и эмитентов осуществляется на основе внутренней рейтинговой модели оценки относительного потенциала рынков акций. «Модель учитывает совокупность макроэкономических факторов, факторов стоимостной оценки, а также количественных факторов», — отметил гендиректор «ВТБ Капитал управление инвестициями» Владимир Потапов. Некоторые управляющие компании пользуются экспертизой зарубежных материнских структур. «По рынкам и эмитентам Бразилии и Китая мы используем экспертизу наших коллег из Вены, которые управляют фондами, ориентированными на эти страны», — отмечает Игорь Кобзарь. — В части Индии, Азии и США мы покупаем ETF-фонды». По словам директора по инве-

стициям «ТКБ БНП Париба Инвестмент Партернс» Владимира Цупрова, покупка ценных бумаг ETF-фонда решает проблему отсутствия качественного аналитического покрытия иностранных эмитентов.

В определенной мере фонды, инвестирующие в зарубежные ценные бумаги, оправдали ожидания инвесторов. Так, например, «азиатские» фонды российских управляющих компаний в 2012 году показали доходность на уровне 10-12%. Доходность фондов БРИК составила 4-7%, что поставило с доходностью крупнейших классических фондов акций. Вместе с тем фонды Латинской Америки показали убыток в 3-7%. Однако расчет на девальвацию рубля не оправдался — в прошлом году рубль основательно укрепился. В результате падение курса доллара на 5% «съело» значительную часть доходов фондов.

Золото в слитках и золото «бумажное»

Повышенной популярностью у инвесторов пользовались в прошлом году и фонды, размещающие средства в драгоценные металлы. Эти инструменты можно было разделить на две группы — фонды товарного рынка, напрямую инвестирующие в драгоценные металлы, и фонды фондов, инвестирующие в ценные бумаги зарубежных ETF, котировки которых привязаны к цене золота. «В кризисный и посткризисный период наибольшим спросом пользуются фонды, вкладывающие в защитные активы, высоконадежные облигации, а также золото», — отмечает директор департамента инвестиционного менеджмента «Азпромбанк управление активами» Ангелика Генкель. Однако популярность таких фондов связана не столько с желанием диверсифицироваться или защититься от возможного ослабления рубля, сколько со стремлением не оказаться в стороне от растущего тренда, полагает начальник инвестиционного департамента УК «Капитал» Алексей Белкин. За последние десятилетие цены на золото выросли почти в пять раз, превысив уровень \$1,6 тыс. за унцию. И за этот период не было года, который завершился бы снижением котировок.

Возможность создания таких инструментов появилась одновременно, однако первым оказался фонд товарного рынка, который в апреле 2009 года своим клиентам предложила УК Банка Москвы. В конце 2012 года число таких фондов достигло восьми, по оценке «Б», стоимость их чистых активов на конец прошлого года превысила 1,2 млрд руб. Фонды, ин-

вестирующие в «бумажное» золото, стартовали позже, с начала 2011 года, однако к настоящему времени чистые активы восьми фондов составляют около 1,7 млрд руб. В прошлом году в фонды «бумажного» золота пайщики принесли почти 1,5 млрд руб., тогда как баланс года товарных фондов оказался отрицательным (—10 млн руб.). Такое расхождение в поведении инвесторов объясняется отчасти более ранним стартом фондов товарного золота. В результате пайщики за это время получили доход и теперь зафиксировали прибыль. Кроме того, фонды товарного рынка являются интервальными, то есть купить или продать паи инвесторы могут лишь в раз в квартал, что снижает ликвидность ПИФа. Открытые фонды фондов более привлекательны для пайщиков — здесь при покупке или погашении пая можно ориентироваться на рыночные условия, а не на жестко установленные интервалы.

Вместе с тем на нынешнем этапе развития рынка товарные фонды имеют возможность диверсифицировать свои вложения. В их портфеле находятся и золото, и серебро, и платина, и палладий. Некоторые фонды добавляют к активам и ценные бумаги зарубежных «золотых» ETF. «Благодаря тому что ИПИФ драгоценных металлов инвестирует не в один металл, а в корзину, он позволяет сделать более диверсифицированную ставку на данный класс активов», — отмечает господин Потапов. Инвестиционная стратегия таких фондов предполагает перераспределение вложений в зависимости от ожиданий по ценовой динамике отдельных металлов. Возможностью активно управлять управляющие воспользовались в конце прошлого года. Так, за четвертый квартал они резко сократили объемы золота и серебра, одновременно увеличив вложения в палладий. Доля платины изменилась незначительно.

Судя по отчетности фондов фондов, они инвестировали исключительно в акции PowerShare DB Gold Fund. Активы этого ETF превышают \$200 млн, а ценные бумаги торгуются на крупнейших зарубежных биржах, в том числе на NYSE. Столь единообразный выбор объясняется особенностями российского регулирования паевых фондов. По словам начальника инвестиционного департамента УК «Капитал» Алексея Белкина, «требования просты — 100% активов ПИФа могут быть вложены только в индексный ETF». И PowerShare DB Gold Fund является индексным. При этом самый крупный в мире «золотой» фонд — SPDR Gold Trust — под это определение не подходит, так как он воспроизводит ценовую динамику слитка золота, а не индекса цены слитка, отмечает эксперт. По словам Владимира Потапова, DB Gold Fund мал — по сравнению с аналогичными фондами и по другим параметрам — издержкам, торговой ликвидности, удобству инвестирования.

Несмотря на активное управление, фонды драгоценных металлов не смогли похвастаться высокой доходностью. В прошлом году она оказалась на уровне доходности классических фондов акций — 1-5%. Но диверсификация сделала свое дело, и этот результат оказался выше, чем у фондов, инвестировавших в бумажное золото. — За прошлый год они показали убыток в 3-5%. При этом стоимость драгоценных металлов на мировом рынке за прошлый год выросла на 6-10%. Более низкие результаты российских «золотых» фондов, так же как и в фондах, инвестирующих в иностранные акции, связаны с укреплением курса рубля. И пайщики должны обращать внимание не только на рост котировок базового актива, но и на взаимное изменение курсов валют.

Виталий Гайдаев

«Мы видим для себя четкие точки роста»

первые лица

(Окончание. Начало на стр. 17)

— **Первые шаги по консолидации рынка доверительного управления в России — это закономерное развитие отрасли или преждевременное?**

— Консолидация является одним из драйверов развития многих отраслей и призвана обеспечивать повышение эффективности их работы. Крупные компании стремятся становиться больше, не все мелкие и средние выдерживают конкуренцию, что приводит к перераспределению рынка. В нашей стране корпоративные события и консолидация в их рамках вполне понятны. Пока в этом плане гораздо активнее себя проявлял банковский сектор, инвестиционный сегмент драйвером не является. Но и здесь лед тронулся. Так что, когда мы приобрели паевые фонды «Ренессанс управление активами», это была понятная рыночная сделка, основным мотивом которой было экономически обоснованное стремление к росту.

Ставка на успех

— **Почему «Альфа-Капитал» выбрал в качестве приоритетного направления индивидуальное доверительное управление?**

— Решение пришло после кризиса. Рыночный драйвер — ПИФы — обрушился, и ожидая его скорого восстановления было нецелесообразно. При этом была обоснована уверенность в наличии серьезного потенциала по направлению «физические лица». Приоритетным и перспективным сегментом для нас стало доверительное управление средствами состоятельных клиентов. И сейчас можно с уверенностью сказать, что мы не ошиблись в выборе направления: результаты за последние три года у компании, сосредоточившейся на ДУ, весьма высокие. Наша доля по количеству клиентов в сегменте сегодня превышает 25%.

Да, пока доля этого сегмента 8% от общих активов отрасли управления активами, но важно другое — он растущий, его объем уже превысил 220 млрд руб. И если посмотреть на падение розничного сегмента, очевидно, что индивидуальное доверительное управление развивается опережающими темпами. В «Альфа-Капитале» в прошлом году этот сегмент вырос более чем на 50%. Помогли собственные каналы продаж и усиление синергии с партнерами, прежде всего с Альфа-банком. Я продолжаю искренне верить в перспективы этого рыночного сегмента, и планы на этот год у нас еще более амбициозные.

Мы предлагаем решения, отвечающие потребностям инвесторов. Состоятельные клиенты утратили аппетит к риску, требуют консервативности и прозрачности, надежности и предсказуемости. В структуре активов компании на конец прошлого года 78% составляли инструменты с фиксированной доходностью. При этом управляемая стратегия в еврообондах в прошлом году принесла доход в 21% в долларах, а стратегия по дивидендным российским акциям — прирост в 15% годовых.

— **Но существуют куда более емкие сегменты — рынок пенсионных фондов или закрытых паевых фондов. В чем выгода для компании заниматься сегментом, который составляет лишь 8% всего рынка?**

— В перспективности и эффективности. В ближайший год сегмент индивидуального доверительного управления имеет все шансы вырасти в семь-восемь раз. Как говорил философ Сэмюэл Батлер, всякая коммерция — это попытка предвидеть будущее. С точки зрения эффективности сегмент традиционно более маржинальный по сравнению со всеми остальными. Важной составляющей здесь является вознаграждение за успех. В сочетании с реализованным стратегическим решением по изменению структуры активов в сторону консервативных инструментов по прошлому году наше вознаграждение за успех было рекордным. В пять раз выше резуль-

татов предыдущего года. А прибыль УК «Альфа-Капитал» увеличилась в три раза. — **Состоятельный клиент, несомненно, требовательный клиент. К нему нужен индивидуальный подход, соответственно, требуется и большой штат высокооплачиваемых сотрудников компании. Оправданны ли эти расходы?** — Безусловно, работать с одним ЗПИФом или одним НПФ с десятками миллиардов рублей активов менее затратно с точки зрения внутренней инфраструктуры, чем управляя такими же средствами тысячи рыночных клиентов. Выход, я уверена, в ориентации на инновационность, технологичность и автоматизацию бизнес-процессов. Это гарантирует органический рост компании и повышение операционной эффективности процессов. Стремимся делать больше меньшими ресурсами, не теряя в качестве и повышая тем самым свой запас прочности.

Компания не может продавать принципиально новые продукты и сервисы на старой технологической платформе. Поэтому в рамках реализации стратегии бизнеса в операционных подразделениях компании была проведена программа по оптимизации процессов, которая позволила максимально приблизить инфраструктуру к решению клиентских задач. Нам это удалось.

Мы стали на порядок более технологичными. А сегодня это обязательное условие. Именно поэтому мы уделили большое внимание созданию удобного «личного кабинета», сервиса, который дал клиентам возможность самостоятельно отслеживать собственные инвестиции — фактически в режиме онлайн, а также работе call-центра и единой службы клиентского сервиса.

Оптимизация численности персонала точно не была целью, но стала одним из результатов инфраструктурных проектов, реализованных компанией. Деятельность каждого сотрудника должна вносить добавленную ценность в общий результат.

В итоге за прошлый год эффективность работы компании повысилась, о чем свидетельствуют три понятных показателя — рост активов под управлением на одного сотрудника на 50%, рост выручки на одного сотрудника на 39% и снижение коэффициента общих расходов к выручке на 5 процентных пунктов.

Естественный отбор

— **Существует мнение, что если компания управляет средствами собственных сотрудников и акционеров, это добавляет ей веса в глазах потенциальных клиентов. Ведь она рискует не только чужими деньгами, но и своими. Есть ли у вас в управлении такие средства?**

— У нас рыночная компания, и наша основная задача — работать со средствами сторонних клиентов. При этом мы предлагаем наши услуги акционерам, структурам, топ-менеджерам компаний «Альфа-групп» на рыночных условиях. В частности, обслуживание в рамках мультисемейного офиса «Альфа-Капитала». Хотя подчас выходит, что «Альфе» с «Альфом» работать сложнее, потому что все предъявляют друг к другу повышенные требования. Но для нас приход каждого такого клиента определенный знак качества и показатель успеха.

— **И какова их доля в общем объеме активов под управлением?**

— Доля соответствует международной практике и равна примерно 5%.

— **У «Альфа-Капитала» есть зарубежная структура, Alfa Asset Management. Для чего она нужна компании, которая работает только на российском рынке? Не собираетесь создавать модные сейчас фонды UCITS?**

— При принятии решений мы исходим из анализа целевого сегмента. Состоятельный инвестор заинтересован в международной диверсификации. Для того чтобы ее эффективно осуществлять, необходимы западные структуры.

Что же касается фондов UCITS, то они нацелены на привлечение иностранных

розничных клиентов. Статистика показывает отсутствие спроса на подобные структуры. Так что создание UCITS сейчас в наши планы не входит. К тому же привлечение массового европейского инвестора российской компанией мне представляется крайне нетривиальной задачей. Сомнительно, что многие зарубежные розничные клиенты вместо известных и привычных им западных брендов предпочтут мало что говорящие им российские.

— **Чем же можно заманить инвестора на российский рынок ДУ? Что реально могут сделать управляющие компании и чего они ждут от регуляторов?**

— Изменения налогового обеспечения — активно обсуждается тема отказа от дискриминации по финансовым продуктам. Почему купоны по облигациям облагаются подоходным налогом, а процентные ставки по депозитам нет? Это важно, потому что облигации — консервативный инструмент, который в настоящее время весьма востребован инвесторами.

Помимо этого во многих западных странах существует практика, когда по прошествии определенного времени инвестиции признаются долгосрочными и инвесторы получают налоговые льготы. В России это право отменено. Но почему человек, который продержал бумаги, скажем, три года или пять лет, не имеет права на льготы? Необходимо поощрять долгосрочные инвестиции.

Есть общие темы, которые могут стать импульсом для развития отрасли, но пока все остается на уровне обсуждений. Например, введение индивидуальных инвестиционных счетов. В Мексике и Бразилии эти самые счета явились мощной движущей силой индустрии доверительного управления.

Усиление позиции регулятора в лице Центрального банка также может оживить отрасль управления активами.

— **Что касается инвестиционных счетов. Если их создадут, то эти средства станут доступны не только управляющим компаниям, но и банкам, пенсионным фондам, страховым компаниям. Какой вам интерес делить рынок с другими?**

— Если рынок растет, это хорошо. Мы должны использовать любую возможность, которую он предоставляет, для достижений целей компании. И нам, как показывает практика, это удается. Поэтому здесь не имеет значения количество игроков. Одинаковый ресурс можно использовать с абсолютно разной эффективностью. И нам было бы точно интересно за него побороться в честной, пусть даже жесткой, конкурентной борьбе.

— **Какие новые драйверы роста появились в отрасли за прошедшее время?**

— Один из самых последних примеров — эндаументы, которые еще несколько лет назад мало кто рассматривал как нишу на рынке. Сегодня это полноценный клиентский сегмент с собственными характеристиками и ожиданиями. Мы заметили этот тренд в свое время, что позволило нам создать эффективное рыночное решение и сервисы. В итоге за прошлый год у нас две крупные победы.

— **Переход функции мегарегулятора к Банку России не будет означать ужесточения требований к управляющим компаниям? Вряд ли многие после этого сумеют выжить. Не боитесь такого естественного отбора?**

— За последние двадцать лет наша компания выдержала не одно испытание на прочность. Естественный отбор необходим. Важнее другое — упорядоченность, систематизация процессов, повышение статуса, значимости и прозрачности отрасли в целом. Подобные меры будут способствовать повышению надежности нашего рынка и делают его еще более привлекательным для клиентов.



полная версия
kommersant.ru/1990

Слияния на доверии

консолидация

(Окончание. Начало на стр. 17)

При этом, по прогнозам, ПИФы должны были стать наиболее быстрорастущим сегментом в отрасли доверительного управления. Тогда оптимистичные ожидания управляющих подтверждали бурно растущий российский фондовый рынок. В период с 2005 по 2007 год индекс ММВБ вырос почти в три с половиной раза. По оценке «Б», число клиентов паевых фондов в этот период удваивалось ежегодно. Однако разразившийся в 2008 году кризис привел к тому, что за полгода индекс скатался в четыре раза. Многократно обесценились вложения частных инвесторов в ПИФы. «Поскольку большая часть инвесторов вошла в рынок только в 2006-2007 годах, потери, понесенные в 2008 году, очень их напугали и отбили охоту инвестировать в отечественный фондовый рынок», — отмечает Владимир Кириллов. Пайщики если не окончательно покидали фонды, то старались по максимуму вывести из них свои деньги. За 2008-2010 годы чистый отток средств открытых паевых фондов превысил 28 млрд руб.

В таких условиях оценка бизнеса управляющих компаний снизилась в несколько раз. Как выразился Владимир Потапов, понимание того, что управляющие компании могут быть убыточными и не всегда

этим процессом можно управлять, привело к существенному снижению стоимости бизнеса. Основную роль при ценообразовании играет качество активов, клиентской базы и эффективность бизнеса. По словам Ирины Кривошеевой, в сегментах институциональных инвесторов и пенсионных активов маржинальность минимальна и составляет менее 0,5%, в сегменте состоятельных клиентов и розницы — максимальна, превышает 2%. «Поэтому стоимость компаний, управляющей ПИФа, выше той, что работает в сегменте институциональных инвесторов и пенсионных активов», — объясняет Ирина Кривошеева. Владимир Кириллов оценивает текущую стоимость российских управляющих на среднеевропейском уровне, то есть 1-4% от стоимости чистых активов.

До последнего времени фактором, сдерживающим процесс консолидации отрасли, выступало несовершенство российского законодательства в части объединения однотипных паевых фондов. В условиях невозможности такого объединения управляющим компаниям приходилось либо уговаривать клиентов переходить из одних фондов в другие, либо сохранять под управлением фонды с одинаковыми декларациями, либо перепрофилировать часть фондов. Во всех случаях управляющая компания неизбежно теряла клиентов.

Однако в начале февраля Минфин опубликовал проект изменений типовых правил открытых ПИФов. Основное нововведение документа — управляющим компаниям предоставляется возможность обменивать все паи одного открытого ПИФа на паи другого открытого ПИФа. Причем объединение возможно без заявления владельцев паев об их обмене. Согласно разработанным правилам, управляющая компания обязана раскрыть информацию о готовящемся присоединении, и в течение 30 дней после этого пайщики, не согласные с решением компании, смогут погасить паи. По истечении этого срока прием заявок на приобретение, погашение и обмен паев приостанавливается до дня конвертации.

Принятие изменений типовых правил управления открытыми ПИФаами приведет к ускорению процесса консолидации, считают участники рынка. По оценке Ирины Кривошеевой, число компаний в течение пяти лет может снизиться более чем в двое — с нынешних 400 до 150-200. По ее мнению, процесс консолидации будет концентрироваться вокруг крупнейших управляющих компаний с активами более \$1 млрд. Итогом консолидации станет «более крупный и профессиональный бизнес, от которого будут в выигрыше не только компании, но и их клиенты», — подвел итог Антон Рахманов.

Виталий Гайдаев

review

ДОВЕРИТЕЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Состоятельные активы

экспертиза

Потенциал рынка доверительного управления средствами частных лиц огромен. Даже по скромным оценкам, его объем в настоящее время составляет около \$60 млрд. Но за консервативных клиентов приходится бороться с глобальными wealth managers. Впрочем, российским управляющим компаниям есть что сказать своим клиентам.

Борьба за «хайнетов»

Объем сегмента доверительного управления состоятельными лиц по итогам 2012 года впервые превысил докризисные показатели. По консервативной оценке „Ъ“, чистые активы в управлении превысили 100 млрд руб., тогда как по итогам 2007 года немногим превышали 90 млрд руб. По более оптимистичной оценке «Альфа-Капитала», на конец 2012 года размер привлеченных активов составлял 220 млрд руб., то есть чуть больше \$7 млрд. В управляющей компании ожидают удвоения этого результата к 2016 году. Однако потенциал сегмента доверительного управления состоятельных лиц еще больше — на сегодняшний день он оценивается в 1,8 трлн руб. (или \$60 млрд).

В своих оценках емкости рынка управляющие компании ориентируются на исследования авторитетных международных консалтинговых групп, таких как PWC, Boston Consulting Group или Capgemini, выпускающего ежегодный отчет The World Wealth Report. При этом у «состоятельного» (affluent) клиента по среднемировым меркам минимальный уровень годового дохода составляет всего в \$75 тыс., или порядка 200 тыс. руб. в месяц по российским меркам. Конечно, состоятельный инвестор должен не только зарабатывать, но и накапливать. И наиболее привлекательные клиенты, так называемые хайнеы, от HNWI — high net worth indi-

viduals, это с состоянием от \$1 млн. По оценке Capgemini, по итогам 2011 года в России их насчитывалось 136,4 тыс. человек. Выделяют и «ультра-богатых» (Ultra-HNWI). «Это люди с инвести капиталом более \$30 млн», — говорит директор по стратегическому развитию «Альфа-Капитала» Вадим Логинов. Впрочем, в случае с Ultra-HNWI речь идет о владельцах крупного бизнеса, которые не передают сторонним управляющим свои капиталы. Просто потому, что у них есть свои собственные управляющие компании.

Стоит учитывать, что основная часть средств, отдаваемых в доверительное управление российскими клиентами, и в российских управляющих компаниях этого не отрицают, приходится все же на глобальные wealth managers. Их немало — UBS, JP Morgan, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Credit Suisse, Morgan Stanley, Citi, Deutsche Bank, ING. И с ними, так же как и с российскими банками, управляющим компаниям приходится конкурировать за клиентский капитал. Стоит ли гадать, кого предпочтут состоятельные клиенты? Тем не менее своя база состоятельных клиентов у российских компаний постоянно растет.

Об «ультрабогатых» клиентов российские управляющие, конечно, мечтают. Существует большая категория людей с накоплениями (не считая вложения в недвижимость) в \$10–100 тыс., это так называемая широкая розница. Однако ос-

Самые индивидуальные управляющие компании (на 31.12.12)						
Место	Название	Активы	Доля	В том числе розничные клиенты		
		под управлением (млрд руб.) ¹ *	в общем объеме ДУ (%)	доля (%)	число клиентов	средний счет (млн руб.)
1	«Газпромбанк — управление активами»	74,29	32,3	н.д.	н.д.	н.д.
2	Группа компаний «Альфа-Капитал»	69,13	78,8	80,7	2040	27,4
3	Группа компаний «Регион»	41,91	39,3	0,2	6	13,2
4	Группа компаний «Капиталь»	31,94	15,1	1,7	17	32,7
5	«ТФБ Финанс»	13,40	100,0	0,1	4	3,8
6	«Лидер»	11,73	2,8	—	—	—
7	«Сбербанк управление активами»	9,87	11,7	93,8	527	17,6
8	«РГС Управление активами»	7,37	18,2	—	—	—
9	«Ак Барс Капитал»	4,79	13,9	0,7	13	2,5
10	Компани «ВТБ Капитал управление инвестициями»	4,26	3,0	61,2	123	21,2
11	«Открытие»	4,11	10,9	30,3	1978	0,6
12	«Промсвязь»	3,19	29,4	100,0	64	49,9
13	«Райффайзен Капитал»	2,42	15,3	15,9	52	7,4
14	«Алема»	1,93	93,4	25,9	78	6,4
15	Группа компаний ТРИНФИКО	1,75	3,5	34,3	72	8,3
16	«Альянс Инвестиции»	1,65	6,2	40,0	7	94,3
17	«Еврофинанс»	1,63	62,7	—	—	—
18	«Инвестиционный стандарт»	1,49	19,4	10,8	6	26,9
19	«Солид Менеджмент»	1,39	12,4	7,4	24	4,3
20	Группа УК ФК «Уралсиб»	1,19	1,5	55,9	40	16,7
21	Группа УК «Брокеркредитсервис»	1,08	13,7	70,4	219	3,5
22	«Финан Менеджмент»	0,89	12,3	69,5	460	1,3
23	«Ингосстрах-Инвестиции»	0,88	3,3	65,7	53	10,9
24	«Эверест Эссет Менеджмент»	0,65	2,3	1,9	2	6,1
25	«Либра-Капитал»	0,60	5,6	—	—	—

Прочерк — показатель отсутствует или корректный расчет невозможен; н.д. — нет данных. По данным, предоставленным управляющими компаниями.

Прочерк — показатель отсутствует или корректный расчет невозможен, н.д. — нет данных. По данным, предоставленным управляющими компаниями.

новой своей целевой аудиторией называют состоятельных инвесторов, при этом «порог причисления к ним различается кратно. По словам руководителя управления маркетинга и развития бизнеса УК «Уралсиб» Карена Кесояна, он может колебаться от \$100 тыс. до \$1 млн. «В России таких людей насчитывается около 1,4 млн человек, или 1% населения», — оценивают в «Альфа-Капитале».

«Золотые воротнички», топ-менеджеры крупных компаний, владельцы собственного бизнеса составляют основной профиль клиентов российских управляющих компаний. «Как правило, это человек либо уже вышедший из бизнеса, либо это активный бизнесмен, находящийся в такой сфере бизнеса, которая позволяет ему заниматься еще и финансовыми инвестициями», — говорит гендиректор «Сбербанк управление активами» Антон Рахманов. По мнению господина Логинова, «типичного» портрета клиентов в ДУ как в индивиду-

альном бизнесе не существует. Впрочем, он приводит обобщенную статистику по компаниям, отмечая, что 82% клиентов — это мужчины, 70% из них живут в Москве, а 83% — старше 40 лет.

Поскольку в среднем у этих клиентов, по наблюдениям Карена Кесояна, больше опыта работы с ценными бумагами, многие из них являются квалифицированными инвесторами. «Хотя далеко не всех состоятельных инвесторов можно считать настолько же профессиональными, как, например, институциональных клиентов (НПФ, страховые компании, фонды целевого капитала)», — говорит он.

Рисковать только не в России

Ключевой особенностью российского HNWI управляющие называют категорическое нежелание покупать паевые фонды (ПИФы). Их состоятельные клиенты воспринимают как продукт для массового

рынка. «В этом есть рациональное зерно, поскольку в России круг инструментов, используемых в стратегиях доверительного управления, намного шире, чем для ПИФов», — рассуждает Карен Кесоян. В качестве примера можно привести производные инструменты, которые в портфелях розничных фондов могут присутствовать с существенными ограничениями.

Управляющие настаивают, что спросом у состоятельных клиентов всегда пользовались более консервативные стратегии, чем у розничных клиентов (less affluent). Потому что задачей таких клиентов является сохранение капитала. По оценкам Рахманова, это более свойственно той категории инвесторов, которые вышли из бизнеса, став, по сути, рантье, передающим капитал в управление с целью получать доход.

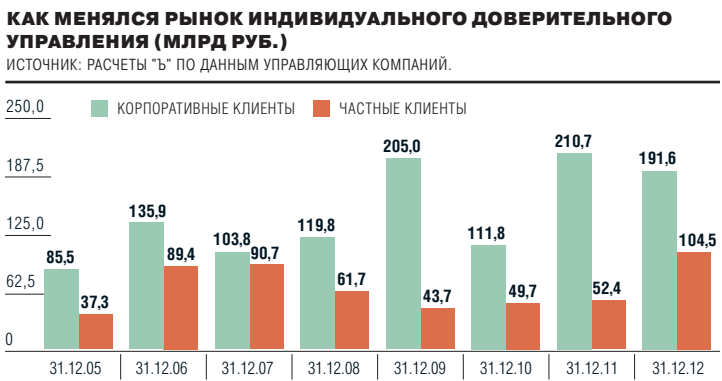
После кризиса 2008 года эта тенденция только усилилась. Вадим Логинов отмечает, что

большим интересом сейчас пользуются продукты с защитой капитала, облигационные и индексные стратегии. «Основной запрос — перебить депозитные ставки. Акции из „основного блюда“ превратились во вкусный „соус“ — интерес представляет поиск идей в отдельных отраслях, географическая диверсификация, валютная, реверсивные стратегии. Повысился спрос на товарные активы, инфраструктуру, альтернативу, также интерес привлекают multi-asset class-продукты», — рассказывает он. Кроме того, по словам старшего портфельного управляющего GHP Group Юрия Селяндина, клиентам интересны все, что связано с IT. При этом клиенты требуют географической диверсификации, использования инвестиционных продуктов, не завязанных на российский фондовый рынок. «Это доступ к высоким технологиям, например нано- или био-, к которым в России доступа практически нет, а на развитых рынках это очень популярная тема», — добавляет Рахманов.

Однако высокие технологии, или нанопортфель, с расказами про консервативно настроенных инвесторов никак не вяжутся. Но объяснение этому есть: состоятельные инвесторы готовы рисковать, но не готовы и не хотят рисковать в России. «Очень велико неприятие российского рынка как такового», — отмечает Антон Рахманов. — Если посмотреть на портфель состоятельного клиента, то в процентном соотношении у многих из них на Россию окажется ноль. В отдельных случаях это 5–10%, которые ограничиваются инструментами с фиксированной доходностью или депозитами».

На вопрос, когда эта тенденция может измениться, управляющие честно признают, что не знают. Сейчас этот вопрос для России является риторическим, учитывая ее неприспосабливаемость страновой риск.

Разумеется, та же проблема становится актуальной и для Европы, учитывая историю с за-



мораживанием средств клиентов кипрских банков. Квалифицированные инвесторы, к которым объективно относятся и состоятельные клиенты, такие фокусы не забывают.

Но в конце концов, количество направлений, которые может выбрать инвестиционный капитал, — и рантье, и активных инвесторов, не ограничивается и никогда не ограничилось только Россией и Кипром. Хотя в том, что касается России, говорят, что здесь сейчас борются за возвращение капитала в страну, запрещают чиновникам владеть счетами за рубежом и твердят о необходимости деофшоризации экономики. Однако управляющие если и настроены к такому рода идеям скептически, то на то, чтобы сорвать большой куш на капиталах, возвращающихся в Россию, не рассчитывают. «В России, кроме говоруны, не сделано ничего. К тому же именно на то, чтобы ничего нигде не возвращать, и работают идеально отлаженные механизмы глобальных wealth managers», — говорит один из портфельных управляющих.

Так как же российские управляющие собираются развивать свой бизнес? Возможно, им придется демпинговать, чтобы удержать нынешних и привлечь будущих своих клиентов? Однако ответственные игроки уверяют — демпинга с их стороны нет. «Комиссия на среднем уровне», — говорит Логинов. Эффективность бизнеса по работе с состоятельными клиентами остается высокой. Если при управлении средствами пенсион-

ных фондов она редко превышала 0,5% от стоимости активов, то при индивидуальном ДУ приближается к 2% от стоимости активов и даже выше.

Юрий Селяндин уверен, что сила отечественных управляющих рынка ДУ заключается в возможности говорить на одном языке с клиентами во всех смыслах этого слова. «Каким бы замечательным ни был сервис в западном частном банке, между ним и российским клиентом остается некоторая дистанция и прохлада. В силу языковых, культурных, процедурных и иных причин», — объясняет Вадим Логинов. Именно российские управляющие лучше понимают клиента и его потребности, ему есть о чем и с кем поговорить. По оценкам Вадима Логинова, это ориентация на более высокий уровень, чем удовлетворение просто органических потребностей «по пирамиде Маслоу» — заработать и сохранить. Это создание чувства общности интересов как в отношении инвестиций, так и в более широком понимании. «Здесь поздравлять вовремя и в правильном праздником, вместе поболеть за одну команду, послушать старые виниловые пластинки и вспомнить, как доставали их в 70–80-е годы... И клиенты делают свой выбор, рассказывают друзьям. Конечно, это локальное, но очень существенное преимущество, которое здорово компенсирует отставание в других вопросах. Но в этом им труднее догнать нас, чем нам их», — говорит Логинов.

Мария Глушеникова

Искусство настройки управления

инновации

Финансовый кризис 2008 года изменил требования клиентов к результатам доверительного управления. Они не доверяют словам о потенциальной будущей доходности, им важен положительный результат «здесь и сейчас». В условиях повышенной волатильности портфельным управляющим на помощь приходят автоматизированные системы, мгновенно реагирующие на стремительно меняющуюся конъюнктуру. Но и с управляющего активами никто не снимает ответственности за результат, хотя бы потому, что именно он теперь должен настраивать эти системы.

Вкалывают роботы, а не человек

Исторически сложилось, что ключевую роль в работе управляющих компаний занимают управляющие активами. Это люди, от профессионализма которых зависит не только доходность портфелей, находящихся у них в управлении, но и отношение клиентов к компании. По словам гендиректора Доверительной и инвестиционной компании Олега Мазурова, портфельные управляющие были, есть и будут основополагающим элементом для получения высокого инвестиционного результата. «Именно от их работы зависит важнейший критерий, на который ориентируются клиенты, — показатель доходности, и чем он выше и стабильнее на длительный отрезке времени, тем больше шансы привлечь и удержать клиентов», — отвечает гендиректор (ТКБ БНП Пароба Инвестмент Партнерс) Владимир Кириллов.

● Самым ярким в истории доверительного управления является пример Питера Линча — портфельного управляющего Fidelity Magellan Fund. Ему принадлежат уникальные данные о взаимных фондах: показатель доходности портфеля на длительный отрезке времени. Среднегодовая доходность Fidelity Magellan Fund с 1978 до 1990 год, то есть за время управления его активами Питером Линчем, составила 29% годовых. Этот результат почти на 9 процентных пунктов превысил среднегодовую доходность индекса S&P 500 (20,3% годовых). Естественно, выдающиеся результаты привлекали в фонд все новых и новых инвесторов. В итоге Fidelity Magellan Fund стал одним из крупнейших в мире, его активы за этот период выросли с \$20 млн до \$14 млрд. После ухода Питера Линча из компании результаты управления ухудшились. С 1990 до 2010 год среднегодовая доходность фондов составила 10,6% годовых, что всего на 0,4 про-



Сейчас портфельные управляющие выходят один на один с фондовым рынком, только чувствуя за своей спиной высоко технологическую поддержку ФОТО АР

центного пункта выше среднегодовой доходности индекса S&P 500 (10,2%).

Кризис 2008 года негативно отразился на рынке доверительного управления, и не только на российском. В результате роль портфельных управляющих начала снижаться. «Кризис изменил отношение к управляющим активам, поскольку они, несмотря на свой профессионализм, не смогли уберечь средства инвесторов от убытков», — говорит портфельный управляющий Allianz Investments Олег Попов. В настоящее время количество компаний, полностью зависящих от деятельности одного портфельного управляющего сокращается. «После кризиса клиентов, лояльных к отрасли, осталось очень мало, что привело к росту конкуренции между оставшимися участниками рынка. Поэтому роль показателя доходности и его стабильность резко выросла», — констатирует Владимир Кириллов. Добиться стабильной доходности можно было, сократив влияние одного управляющего, в том числе введением в компании командного управления. «Если есть команда управляю-

щих и выстроенный инвестиционный процесс, влияние одной звезды будет ниже, хотя по-прежнему останется значительным», — отмечает господин Кириллов.

Но постепенно интерес инвесторов к отрасли восстанавливается, и управляющие компании стараются предлагать клиентам услуги, которые позволяют избежать последствий, имевших место в 2008 году. «Все чаще с этой целью для принятия решения по портфелю стали использовать не живых людей, а специально написанные алгоритмы принятия решений», — рассказывает портфельный управляющий Allianz Investments Олег Попов. По словам заместителя директора департамента управления активами по акциям «Альфа-Капитала» Регины Гирфановой, арбитражные стратегии, роботы и прочие программы, существовали на российском рынке и до кризиса. Однако им было довольно сложно конкурировать со стратегиями, предлагающими прямую экспозицию на рынок. Кризис 2008 года резко изменил восприятие инвесторами рисков, когда традиционные стратегии принесли им колоссальные убытки, а в последующие годы не смогли компенсировать понесенную потерю. Существенно возросла волатильность фондовых рынков, и прежние стратегии, рассчитанные на долгосрочное

инвестирование, не спасали ситуацию. Инвестору требовался сиюминутный и, главное, положительный результат. «Инвестор уже не хотел „входить“ в акцию надолго и стал больше доверять машине», — говорит госпожа Гирфанова.

Переход на ручное управление

Без высоких технологий невозможно оперативно оценивать риски, сравнивать альтернативные варианты, оценивать сценарии, производить расчеты, а следовательно, оперативно реагировать на меняющуюся рыночную конъюнктуру. Роботы имеют большие исторические базы данных, отслеживают текущие колебания котировок ценных бумаг, мгновенно производят вычисления и быстро выдают возможное решение. Работать такие системы могут круглые сутки в отличие от человека, которому необходим отдых. Олег Мазуров считает, что роботизация — это мода, которую легко продать клиенту, поэтому это направление в индустрии доверительного управления находится в настоящее время на подъеме. По его словам, на фоне результатов 2008 года «легче продать клиенту роботов, чем объяснить изменения, которые были внесены в инвестиционный процесс, чтобы результат стал лучше и надежнее».

Даже основные рыночные системы предоставления информации (торговые и информационные системы Bloomberg и Reuters) стараются шагать в ногу со временем и адаптировать свои термины под нужды управляющих компаний. По словам портфельного управляющего GHP Group Федора Бизикова, возможность настраивания систем обработки новостного потока и интеграции с используемыми аналитическими моделями «облегчает работу управляющих как минимум на 50%». «Если нет продвинутой IT-систем, управляющий будет опаздывать с исполнением сделок, а значит, будет уступать своим конкурентам, что негативно скажется на всем бизнесе», — констатирует Владимир Кириллов. Наряду с автоматизацией рабочего процесса управляющего есть системы, предназначенные для автоматизации других подразделений управляющей компании: риск-менеджмента, контролера, бэк-офиса и фронт-офиса. «Основная задача всех систем одна — повысить скорость получения, обработки информации и принятия решений», — говорит Олег Мазуров.

Безусловно, полностью исключить человеческий фактор пока невозможно. «Машина способна заменить механический труд или работу с огромным потоком данных, но она не способна заменить

мыслящего человека», — утверждает Регина Гирфанова. Недостаток торговых систем, который делает управляющего неотъемлемой частью инвестиционного процесса, — это отсутствие гибкого интеллекта, который подстраивается под меняющиеся рыночные условия. «Технологии торговых систем основываются на прошлых данных, однако данные в будущем меняются, а следовательно, технологии устаревают и не работают. Поэтому их должен постоянно настраивать портфельный управляющий», — подчеркивает Олег Мазуров. Причем из-за колоссального объема информации, требующего обработки в режиме реального времени, нередко не хватает ресурсов и самой системы. «Непростой процесс настройки, отладки и адаптации этой системы, как правило, проводится на одной ценной бумаге», — рассказывает начальник отдела портфельного управления «Райффайзен Капитала» Владимир Веденеев. — На портфель акций, как, например, в ПИФе, перенести эти системы сложно».

Основными поставщиками программного обеспечения выступают западные производители: Advent, Odyssey, Bloomberg, Reuters, Orlando. «Есть российские разработки, но они отстают по многим характеристикам от западных аналогов, хотя они и дешевле», — признает Владимир Кириллов. Подобные системы способны удовлетворять потребности как небольших компаний с десятком портфелей в управлении, так и крупные универсальные управляющие компании. Но в зависимости от используемых возможностей и ресурсов их цена может различаться в сотни раз. «Самые простые системы, отвечающие за один рабочий процесс и предназначенные для небольших

портфелей, могут стоить от \$10 тыс., — говорит Владимир Кириллов. — Стоимость больших синхронизированных систем может доходить до нескольких миллионов долларов». Не стоит забывать, что на приобретении программного обеспечения расходы не закончатся. Ежегодно компания будет вынуждена платить за обслуживание системы — порой до \$100 тыс. в год. Так что использование роботизированных систем весьма дорогое удовольствие. По оценке Олега Мазурова, покупка не самых дорогих торговых систем (стоимостью около \$100 тыс.) экономически обоснована для компаний, под управлением которых находится не менее 5 млрд руб.

Однако, как и раньше, за результат управления целиком и полностью отвечает портфельный управляющий. «Даже если управляющий будет пользоваться роботом, ответственность за результат все равно несет он сам. Хотя бы потому, что именно он настраивает эту систему», — говорит Владимир Веденеев. Поэтому пока еще не все управляющие компании готовы к автоматизации торгового процесса. «Использование роботов и торговых систем — это инструментарий других торговых стратегий, не подходящий для управления открытыми фондами», — считает начальник инвестиционного департамента УК «Капиталь» Алексей Белкин. «Конечно, эти системы повышают ликвидность рынка, увеличивают реакцию на новости и события. Однако способность всегда правильно использовать эти возможности и реагировать на изменения обстановки остаются главными навыками портфельного управляющего, которые позволяют в конце концов заработать».

Виталий Гайдаев

ОПЫТ БОРЬБЫ С РИСКАМИ

В конце 2010 года Allianz Investments начала использовать при своей работе новую торговую систему Risk Overlay, разработанную «АльянсОПОНО» управление активами» совместно с крупнейшим финансовым консультантом Европы FERI Institutional Advisors. «С технической точки зрения Risk Overlay нельзя назвать классической механической торговой системой, поскольку инвестиционные решения принимаются на двух уровнях», — отмечает директор департамента по работе с институциональными клиентами Allianz Investments Сергей Лукин. — Первым является контроль за рисками (Value at Risk) в рамках выделенного бюджета на риск, вторым — анализ рыночных сигналов». Внедренный инвестиционный процесс позволяет, с одной стороны, снизить вероятности и размер возможных убытков по сравнению с классическими стратегиями, с другой — инвестировать в рисковые и потенциально доходные активы.

По словам Сергея Лукина, основной плюс торговой системы заключается в том, что стратегия не только строго указывает, когда уйти с рынка, но и дает ответ на вопрос: когда вернуться на рынок. Однако эта система предназначена преимущественно для крупных долгосрочных инвесторов. «Есть у стратегии слабое место — для правильного функционирования стратегии нужен бюджет на риск. Для инвесторов, которые не приемлют даже краткосрочный отрицательный результат, эта стратегия не подходит», — резюмирует господин Лукин. По его словам, при расцущем рынке система практически повторяет динамику рынка, но в случае падения, как в 2008 году и в конце 2011 года, стратегия позволяет искусственно ограничить риск. Это принципиально важно для пенсионных активов или средств страховых компаний, отмечает Сергей Лукин.

Виталий Гайдаев

review ДОВЕРИТЕЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Накопительный кнут и убыточный пряник

ресурс

В прошлом году власти едва не лишили управляющие компании доступа к значительной части пенсионных накоплений. И угроза потери в будущем части этих средств остается. Взамен власти собираются дать послабления пенсионным фондам и УК, запретив частую смену НПФ клиентам и позволив разносить по их счетам убытки.

Пенсионной реформе дают задний ход

Для управляющих компаний прошедший год оказался очень напряженным, поскольку они могли лишиться одного из самых объемных ресурсов — значительной части пенсионных денег. Тревога участников рынка вполне объяснима. По итогам 2012 года пенсионные накопления составляли почти 21% объема средств, находящихся в доверительном управлении, а с учетом ежегодного удвоения этого объема через пару лет они могли бы стать основным ресурсом управляющих компаний. «Если мы посмотрим на основные драйверы роста рынка доверительного управления, то увидим, что рынок сделали те компании, которые плотно работают с НПФ», — говорит гендиректор УК «Капитал» Вадим Сосков. По данным ФСФР, на 30 сентября 2012 года объем средств пенсионных накоплений в негосударственных пенсионных фондах (НПФ), которые инвестируют управляющие, составлял 600 млрд руб.

В изначальном проекте стратегии развития пенсионной системы до 2030 года, опубликованном в конце августа прошлого года, предполагалось, что гражданин, который собирается сохранить накопительную часть пенсии, должен будет самостоятельно уплачивать 2% от своей зарплаты. Кроме того, социальный блок правительства активно выступал за введение «страхового маневра» — направления части тарифа страховых взносов с накопительной составляющей на распределительную. В октябре депутат Госдумы Андрей Исаев внес в законопроект об обязательном пенсионном страхова-

нии поправку, согласно которой уже с 2013 года отчисления на накопительную часть должны были сократиться с 6% до 2%.

Эта новость вызвала большой резонанс в профессиональном сообществе, что неудивительно — приток средств в управление мог сократиться сразу в три раза. Тогда Национальная лига управляющих, Национальная ассоциация негосударственных пенсионных фондов и другие саморегулируемые организации направили письмо президенту, в котором указывали, что заявленное широкое общественное обсуждение стратегии развития пенсионной системы так и не состоялось. По словам составителей письма, «социальный блок правительств фактически проигнорировал все конструктивные замечания, которые были представлены профессиональным сообществом и экспертами». Хотя «страховой маневр» уже успели заложить в бюджет ПФР на 2013-2015 годы, из-за негативной волны со стороны всех участников пенсионного рынка, а также экономического блока правительства сокращение накопительной части отложили.

Нельзя сказать, что пенсионный рынок окончательно успокоился. Ясность есть только на текущий год — пенсионные накопления по-прежнему будут формироваться в размере 6%. Однако непонятно, каким образом накопления будут формироваться начиная с 2014 года. Пока предполагается, что у тех граждан, кто выбрал НПФ, управляющую компанию или заявил о выборе инвестиционного портфеля ВЭБа, накопительная часть пенсии будет формироваться по тарифу 6%.

Место	Название	Объем накопительной части пенсии в управлении (млн руб.)	Изм. за 12 мес. (%)	Доля, переданная через НПФ (%)	Число обслуживаемых НПФ
1	Группа компаний «Капитал»	106396,5	+33,4	98,1	28
2	«Лидер»	60157,7	+56,6	99,3	9
3	«ТКС БНП Париба Инвестмент Партнерс»	57303,1	+75,2	99,1	18
4	Компани «ВТБ Капитал управление инвестициями»	51097,0	+79,8	86,3	16
5	«Трансфингруп»	34271,7	+432,0	99,5	2
6	Группа компаний «Регион»	29279,5	+58,9	94,8	21
7	«Партнер»	24480,0	н.д.	100,0	н.д.
8	Пенсионная сберегательная компания	23617,6	+43,8	99,4	4
9	«РГС управление активами»	21684,3	+954,0	100,0	2
10	«Спутник — управление капиталом»	17657,4	+80,5	100,0	2
11	Группа УК ФК «Уралсиб»	17369,4	-3,6	74,9	8
12	Группа компаний ТРИНФИКО	14443,5	-21,8	98,9	16
13	«ОФГ Инвест»	11566,3	+134,7	99,3	9
14	«Открытие»	10568,0	+122,3	96,8	11
15	«Инносстрах-Инвестиции»	9810,9	+21,9	98,7	н.д.
16	«Сбербанк управление активами»	9666,1	-13,5	45,2	2
17	Национальная управляющая компания	9580,5	+48,4	99,7	1
18	«Ак Барс Капитал»	6815,7	+24,4	61,9	5
19	«Либер-Капитал»	6019,4	+25,5	100,0	3
20	«Паллада Эссет Менеджмент»	5668,6	+17,1	98,8	1
21	«Ронин Траст»	4619,1	+67,7	100,0	11
22	«Инвестиционный стандарт»	3925,5	+251,1	100,0	8
23	«Газпромбанк — управление активами»	3743,3	+7,9	100,0	6
24	«Агрия»	3394,1	-79,4	92,5	3
25	«Солид Менеджмент»	2212,5	+50,1	5,4	2

н.д. — нет данных. Проверка — показатель отсутствует или корректный расчет невозможен. По данным, предоставленным управляющими компаниями.

У «молчунов», то есть тех граждан, кто не выбрал ни один из предложенных вариантов, тариф сокращается до 2% (обсуждается даже снижение до 0%). Оставшаяся часть пенсионных взносов будет передаваться в солидарную часть. Власти попытались успокоить страсти. В конце января нынешнего года президент Владимир Путин заявил о необходимости сохранить за гражданами право выбора между накопительной и солидарной частями пенсий и в дальнейшем. Однако как все сложится на деле, участникам рынка непонятно.

В погоне за длинным сроком

Поскольку пенсионные фонды самостоятельно ограничены в самостоятельном размещении пенсионных активов в определенные инструменты, объем активов в управлении управляющих компаний напрямую зависит от объема средств, которые привлекают пенсионные фонды. «А все изменения, касающиеся правил размещения пенсионных активов, а также возможности отражения убытков на счетах граждан по

итогам года, будут влиять на стратегию управляющей компании», — говорит заместитель руководителя направления управления активами ГК «Регион» по работе с клиентами Екатерина Зайцева. Она отмечает, что управляющие рассчитывают на изменения, которые позволят инвестировать пенсионные деньги на более длительный срок.

Одно важное изменение, которое может предоставить такую возможность, — это ограничение переходов создаст лучшие условия и для управляющих, так как сейчас им приходится продавать бумаги, чтобы фонды передали средства переведенных клиентов другим НПФ. «В случае с переходами раз в пять лет мы сможем формировать более стабильный инвестиционный портфель», — отмечает господин Кобзарь.

Кроме того, одна из обсуждаемых идей — это возможность инвестирования пенсионных накоплений в инфраструктурные проекты. По словам участников рынка, потенциальное вложение средств в так называемые инфраструктурные облигации и стало условием того, что система пенсионных накоплений пока сохранит статус обязательной. В целом вложение в инфраструктурные

лений в другие фонды. Так, по итогам переходной кампании 2012 года 1,34 млн человек поменяли один НПФ на другой. «Это невыгодно фондам, поскольку они тратят существенные средства на привлечение вкладчиков», — говорит начальник инвестиционного управления «Райффайзен Капитала» Игорь Кобзарь. Он признает, что ограничение переходов создаст лучшие условия и для управляющих, так как сейчас им приходится продавать бумаги, чтобы фонды передали средства переведенных клиентов другим НПФ. «В случае с переходами раз в пять лет мы сможем формировать более стабильный инвестиционный портфель», — отмечает господин Кобзарь.

Кроме того, одна из обсуждаемых идей — это возможность инвестирования пенсионных накоплений в инфраструктурные проекты. По словам участников рынка, потенциальное вложение средств в так называемые инфраструктурные облигации и стало условием того, что система пенсионных накоплений пока сохранит статус обязательной. В целом вложение в инфраструктурные

проекты управляющие поддерживают, однако к этим бумагам должны быть определенные требования. «Это ликвидность для рынка и гарантии государства на возврат не только номинала, но и купона», — поясняет Вадим Сосков.

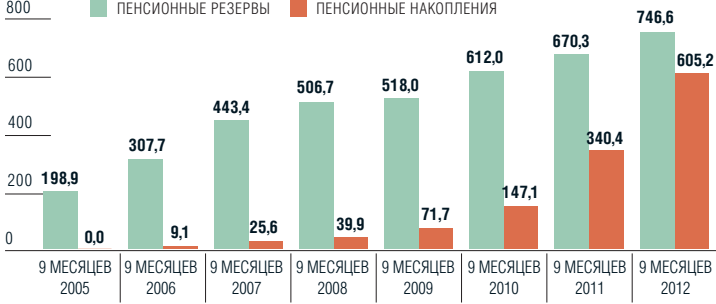
Другим важным событием для рынка управляющих может стать разрешение негосударственным пенсионным фондам расписывать по счетам клиентов отрицательный финансовый результат. Законопроект, который легализует разнесение убытков, в начале года поручил разработать премьер-министр Дмитрий Медведев. Возможность разносить убытки по счетам необходима, утверждают участники пенсионного рынка. «Теоретически это даст возможность рисковать, но все зависит от стратегии конкретной компании», — уточняет господин Сосков. В настоящее время из-за необходимости показывать положительную доходность на конец года приходится выбирать менее доходные, но надежные инструменты, которые позволяют остаться в плюсе.

Однако у этой идеи есть существенный недостаток. По данным ПФР, более чем у 400 граждан, которым была начата в прошлом году выплата пенсионных накоплений, сумма средств на счете оказалась меньше уплаченных за них взносов. И это произошло в условиях декларированной «безубыточности». Источник компенсации пока не определен, он должен быть установлен законом о гарантировании средств пенсионных накоплений, который находится на обсуждении в правительстве. Предполагается, что таким источником станет гарантийный фонд при Агентстве страхования вкладов, куда НПФ будут делать отчисления. В том варианте, который обсуждается сейчас, планируются ежегодные взносы в размере 0,025-0,05% от объема накоплений.

На вопрос о том, что делать гражданам с полученным убытком, если разнесение убытков будет законодано, в фондах и управляющих компаниях отвечают, что на длинном промежутке времени они будут в плюсе и им удастся зарабатывать большую суммарную доходность, чем

КАК МЕНЯЛСЯ ОБЪЕМ ПЕНСИОННЫХ РЕЗЕРВОВ И НАКОПЛЕНИЙ (МЛРД РУБ.)

ИСТОЧНИК: ФСФР



сейчас. «Это нормальная практика», — говорит господин Кобзарь. «Если рынки могут расти и падать, то фонды должны иметь право отражать реальный результат. Мы сможем инвестировать в потенциально более доходные инструменты и получать более высокую доходность по сравнению с текущей».

Фонды на покупке

На фоне разветвления очередного этапа пенсионной реформы на российский пенсионном рынке произошло два беспрецедентных события. В феврале 2012 года финансовая корпорация «Открытие» приобрела контроль над НПФ электроэнергетики, а в декабре того же года — над НПФ «ЛУКОЙЛ-Гарант» (см. «Б» от 12 декабря 2012 года). Уникальность этих событий в масштабах. «ЛУКОЙЛ-Гарант» занимает третье место среди российских НПФ по размеру собственного имущества (123,2 млрд руб. на 30 сентября), НПФ электроэнергетики стоит на четвертой позиции (67,2 млрд руб.). Факт покупки НПФ в финансовой корпорации не признают, называя работу с «ЛУКОЙЛ-Гарантом» «стратегическим партнерством». Однако недавно президент НПФ электроэнергетики Ирина Лисицкая (ранее она занимала руководящие должности в ФК «Открытие») была назначена председателем совета НПФ «ЛУКОЙЛ-Гарант», что участники рынка расценили как новый этап сделки и «централизацию власти» над обоими фондами (см. «Б» от 27 марта).

Эксперты считают, что подобные сделки вписываются в рыночные тенденции — предприятия будут продавать пенсионные фонды, которые не влияют на их профильным бизнесом.

По сведениям «Б», ряд НПФ, принадлежащих промышленным компаниям и сосредоточенных в первую очередь на обслуживании работников этих компаний, также выставлены на продажу. В результате большинство отраслевых фондов, скорее всего, войдут в структуры финансовых групп. «Фонды будут продаваться структурам, в которых сильнее выражено частно-государственное партнерство», — считает исполнительный директор НПФ «Национальный» Светлана Касина.

Для управляющих компаний такая консолидация рынка не очень-то выгодна. Они считают, что НПФ предпочтут (или будут вынуждены) большую часть средств передавать в управление «родственным» компаниям. «Все зависит от стратегии и объема активов фонда», — считает Екатерина Зайцева. В случаях с крупными фондами помимо кэптивной к управлению привлекают и рыночные компании. «Крупные фонды обычно работают с пятью-десятью управляющими компаниями, — соглашается исполнительный директор НПФ «Благосостояние» Юрий Новожилов. — Но предпочтение отдается своей компании». По оценкам управляющих компаний, в таких случаях 80% средств НПФ передается кэптивному структурам и лишь 20% идут на рынок. Такое положение определяется тем, что на свою компанию у НПФ есть рычаги влияния. Как поясняет госпожа Касина, «по итогам 2008 года стало ясно, что в случае получения отрицательных результатов управляющая компания не несет никакой ответственности, и в то время как все обязательства перед клиентами остаются за НПФ».

Мария Яковлева

Фонды академического доверия

экспертиза

Эндаумент-фонды еще не завоевали популярности на российском рынке доверительного управления по сравнению с пенсионными или паевыми фондами. Пока управляющие компании рассматривают их скорее как имиджевую составляющую, чем основную источник прибыли. Подъем этого сегмента участниками рынка связывают с развитием благотворительной деятельности в России, в том числе с введением налоговых льгот для юридических лиц.

Наука инвестирования

Фонды целевого капитала, или эндаумент-фонды, не являются новостью российского рынка доверительного управления. Первые из них появились еще в 2007 году, после вступления в силу закона «О порядке формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций». Однако пока эти инструменты не стали популярными на рынке доверительного управления. Число фондов не превышает одной сотни, однако реально работающих и располагающих активами, по крайней мере, в десятки миллионов рублей не больше двух десятков. Общий объем рынка эндаументов на конец 2012 года, по оценке «Б» на основе данных управляющих компаний, превышал 22 млрд руб., таким образом их доля не превышает 1% от средств ДУ, находящихся в управлении российских УК. По сравнению с предшествующим годом сегмент показал почти пятикратный рост. Однако львиную долю природы обеспечил фонд «Урал-Инвест Плюс» с активами в 12 млрд руб., сформированный в январе прошлого года, а также «Сколково»,



Биржа помогает зарабатывать не только фондовым спекулянтам, но и музеям и высшим учебным заведениям

ФОТО АЛЕКСАНДРА ПЕТРОСЯНА

передавший в конце года в управление около 4 млрд руб.

В зарубежных странах эндаумент-фонды играют весомую роль в деятельности в первую очередь учебных заведений. По данным National Association of College and University Business Officers and Commonfund Institute, крупнейшими эндаумент-фондами в США являются фонды университетов Гарварда (\$30,4 млрд), Йеля (\$19,4 млрд), Стэнфорда (\$17 млрд). По данным фонда МГИМО, в американских университетах поступление из данных фондов формируют 25-45% бюджета.

● Наиболее известным зарубежным эндаументом является Нобелевский фонд, созданный еще в конце XIX века. Доходы фонда, сформированного из средств от продажи собственности Альфреда Нобеля, выдаются в виде премии ученым. В конце прошлого года его активы превышали \$480 млн. Даже сократившиеся доходы фонда позволили выплатить в 2012 го-

ду каждому лауреату нобелевской премии \$1,1 млн.

По оценке «Б», среди российских управляющих компаний опыт управления средствами эндаументов имеют не больше полутора десятков, причем треть имеет в управлении лишь один фонд целевого капитала. Как отмечают представители управляющих компаний, такие фонды представляют один из самых низкодоходных классов клиентов. По словам начальника департамента по работе с НКО и социальным инвестициям «Газпромбанк — управление активами» Людмила Пантелеева, «пока интересом управляющих компаний движет вера в потенциал этого сегмента, наличие масштабных клиентов, демонстрирующих этот потенциал, а также имиджевая составляющая работы с такими клиентами». Гендиректор «ВТБ Капитал управление инвестициями» Владимир Потапов поясняет, что «доверие со стороны академического сообщества повышает репутацию управляющей компании со стороны институциональных и частных клиентов». Интерес к этому сегменту рынка поддерживается и со-

крашением рыночной доли рынка пенсионных фондов. По словам гендиректора УК «Открытие» Романа Соколова, «free-float рынка пенсионных денег с каждым годом уменьшается, поскольку основная масса средств управляется кэптивными компаниями, входящими в группы с НПФ».

По закону организовывать эндаумент-фонды могут учреждения образования, науки, здравоохранения, культуры, физической культуры и спорта, искусства и т. д. В прошлом году к ним был добавлен общедоступный канал общественного телевидения. Пока по количеству созданных фондов лидируют высшие учебные заведения. Среди них такие крупные, как фонд развития МГИМО, фонды Санкт-Петербургского госуниверситета, Финансовой академии, Российской экономической школы и т. д. Но в прошлом году к ним добавились и музейные фонды (Государственного Эрмитажа и Петергофа), обозначив собой новый вектор развития рынка. «Судя по тому, что к нам приходят консультироваться, рынок будет развиваться и за счет других сфер — здравоохранения, спорта и т. д.», — говорит Людмила Пантелеева.

Согласно закону, фонд целевого капитала должен быть сформирован за год, собрав как минимум 3 млн руб. Эти средства в обязательном порядке передаются в доверительное управление. При этом фонд несет расходы на функционирование, а также оплачивает вознаграждение управляющей компании. Формирование капитала возможно только за счет денежных средств. Дополнительные взносы в капитал можно осуществлять в виде ценных бумаг или недвижимости.

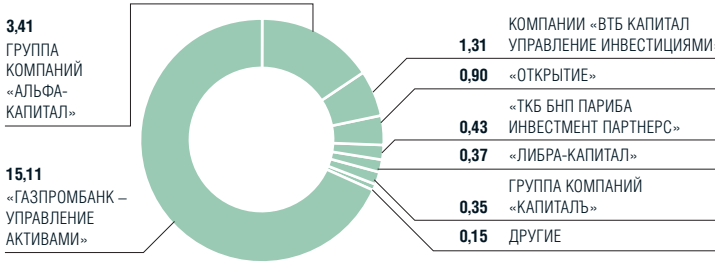
Фонд целевого капитала позволяет некоммерческой организации получать доход, который не облагается налогом, и использовать его на свои нужды. В условиях ограниченного государственного и местного финансирования таких предприятий для них это может оказаться весомой поддержкой. По словам директора фонда целевого капитала Государственного Эрмитажа Екатерины Сиракиной, что эндаумент «позволяет музею быть более самостоятельным, меньше зависеть от государственного финансирования, от продажи билетов и иных факторов». По ее словам, нередко частные спонсоры и благотворители хотят сразу видеть результат своих пожертвований и использовать это как информационный и рекламный повод. Поэтому они участвуют в проведении выставок, показов коллекций, других эффектных проектов. «Но музею требуются и ресурсы, которые не зависели бы от их предпочтений. А в отношении средств, полученных от управления целевым капиталом, у Эрмитажа есть большая гибкость, больше возможности использовать их по собственной необходимости», — отмечает госпожа Сиракина.

Искусство консерватизма

Эндаумент-фонды относят к категории институциональных инвесторов. Поэтому представители управляющих компаний часто сравнивают фонды целевого капитала с инвестированием средств пенсионных фондов. При этом фонды целевого капитала отличаются более выгодными условиями инвестирования средств. Как отмечает Владимир Потапов, у эндаумент-фондов есть козырь — более свободная инвестицион-

МЕЖДУ КЕМ ПОДЕЛЕН РЫНОК ФОНДОВ ЦЕЛЕВОГО КАПИТАЛА (МЛРД РУБ.)

ИСТОЧНИК: РАСЧЕТЫ «Б» ПО ДАННЫМ УПРАВЛЯЮЩИХ КОМПАНИЙ



ная декларация по сравнению с пенсионными фондами. Так, согласно закону, ограничения накладываются только на виды активов, в которые можно вкладывать средства фонда. Но и этот список весьма внушителен — помимо традиционных депозитов, государственных и корпоративных облигаций, акций в него входят пай открытых интервальных паевых фондов, фондов недвижимости, выплачивающих регулярно доходы, а также объекты недвижимого имущества. При этом на максимальные доли таких вложений, как это установлено для средств пенсионных фондов, ограничений нет. Нет и требований обеспечивать сохранение средств по итогам календарного года. Впрочем, оговаривается Людмила Пантелеева, в основном средства фондов вкладываются в акции, облигации и на депозиты, другие инструменты либо не дают экономического эффекта (как пай ПИ-Фов), либо делают фонд неликвидным (как недвижимость).

По данным управляющих компаний, большинство фондов заключают договоры доверительного управления сроком на один год. У «Газпромбанк — управление активами» основная часть договоров заключена на два года, хотя есть и трехлетние, и пятилетние. Как считает Людмила Пантелеева, «краткосрочность догово-

ров — признак пока еще не сформированного доверия к управляющим компаниям новичков рынка — только появившихся фондов целевого капитала».

Несмотря на потенциальную возможность создавать рискованные портфели, учредители фондов настроены консервативно. Потовых к незначительному риску не более четырех-пяти фондов, оценивают участники рынка. Фонду Эрмитажа некоторые управляющие компании также предлагали заключать долгосрочный договор, что предполагало размещение средств в более рискованные активы с теоретически более высоким доходом. «Мы не стали рисковать», — резюмировала Екатерина Сиракина. Роман Соколов отмечает, что фонды сейчас выбирают в основном консервативные стратегии, особенно на фоне текущих банковских ставок и доходностей облигаций, которые превышают уровень прогнозируемой инфляции.

Судя по отчетности ряда фондов, вложения отражают консервативный настрой. Так, у фонда Высшей школы экономики на конец 2011 года 92% активов составляли корпоративные облигации. Структура фонда МИСиС на конец 2012 года составляла 74% облигаций и 12% акций. Средства эндаумент-НГУ на 63% были размещены

на депозитах, а 36% — в облигациях. Участники рынка отмечают: практика западных эндаументов показывает, что 80% — это облигационные инструменты. По словам гендиректора «Альфа-Капитала» Ирины Кривошеевой, «основная цель для фондов — не спекулятивный заработок, а сохранение и целевое использование полученного дохода». Тем не менее консервативные инструменты позволяют получать стабильный и хороший доход. По опыту «Газпромбанк — управление активами», средняя доходность фондов с начала 2009 года превысила 10% годовых.

Несмотря на ожидания увеличения рынка эндаументов, он вряд ли в ближайшее время станет конкурентом другим инструментам доверительного управления, считают представители управляющих компаний. Госпожа Пантелеева также не ждет роста рынка в разы, как это было в прошлом году. По ее мнению, «серьезные подвижки в росте рынка могут наступить в случае принятия поправок к закону о благотворительности, которые позволят благотворительным фондам формировать и пополнять целевые капиталы, а также в случае введения налоговой льготы для юридических лиц». Ее поддерживает и гендиректор «Сбербанк управление активами» Антон Рахманов: «Фонды в первую очередь должны насыщаться средствами благотворителей, но в отсутствие регуляции, в том числе и налогового, больших притоков частных и корпоративных средств в фонды не происходит». По оценке «ВТБ Капитал управление инвестициями», к 2015 году доля активов эндаумент-фондов может приблизиться к 1.5% от общих средств в доверительном управлении.

Дмитрий Ладыгин