

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 пробывали 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 запрос на инвестиции в тех секторах и отраслях, которые не развивались 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 Партерс» 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 мален 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 управлять 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 налогообложения — 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