

# Review доверительное управление

## Одна пенсия на двоих

Пенсионные накопления и резервы — более 3 трлн руб., аккумулированные в негосударственных пенсионных фондах (НПФ), — весомая часть бизнеса управляющих компаний. На фоне анонсированных регулятором масштабных трансформаций пенсионной системы и возможностей самостоятельного инвестирования НПФ в их связке с УК предстоят новые испытания: рублем, риском и фидуциарной ответственностью.

### —перспектива—

#### Доверенные каналорейтеры

Пенсионные деньги — важный сегмент индустрии управления активами. Более 2 трлн руб. пенсионных накоплений и свыше 1 трлн руб. пенсионных резервов, аккумулированных в НПФ, составляют почти половину суммарных активов рынка доверительного управления на конец 2016 года. И этот объем год от года прирастает: менее динамично — за счет дохода от размещения и притока новых средств в резервы, основательно — за счет перетока средств «молчунов», которых управляет ВЭБ (по итогам 2016 года в НПФ передано 234 млрд руб.).

Единственным недостатком этого канала — его постепенное обложение. Как отмечает директор по стратегическому развитию компании «Альфа-капитал» Вадим Логинов, в ВЭБе остались более «инерционные» накопления: сознательные «молчуны» (по итогам 2016 года около 80 тыс. человек перешли из НПФ в ПФР) и граждане с небольшими счетами (в среднем около 40 тыс. руб.), которые гораздо скромнее среднего показателя для НПФ (на уровне 70 тыс. руб.). «Если заявленный переходный период для «молчунов» — пять лет на выбор НПФ или перевод накоплений в баллы — будет выдержан, пенсионные фонды могут рассчитывать максимум на 600–700 млрд руб. дополнительного притока», — прогнозирует господин Логинов.

Дальше приток средств в систему (по линии нынешней ОПС) должны будут обеспечивать граждане — им предстоит самостоятельно формировать индивидуальные пенсионные капиталы. Пока ее параметры активно обсуждаются социальными и экономическим блоком правительства и регулятором, давать прогноз в цифрах сложно. На главный вопрос — сколько граждан включатся в формирование ИПК — эксперты дают ответ: 20–80%. Скорее всего, на первоначальном этапе приток средств в систему будет небольшим, потому

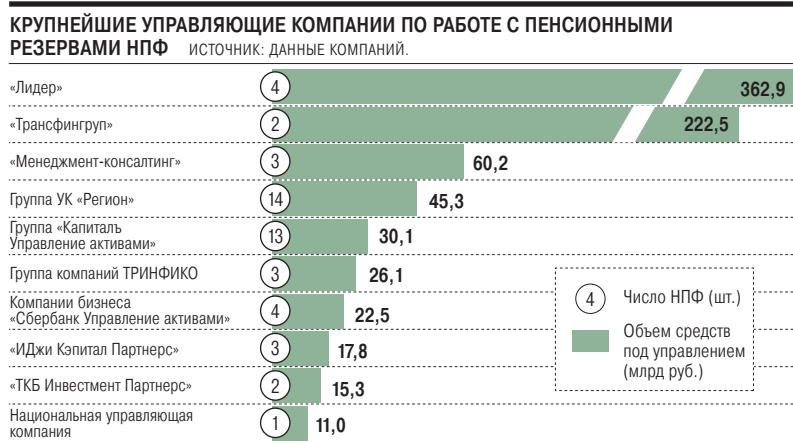
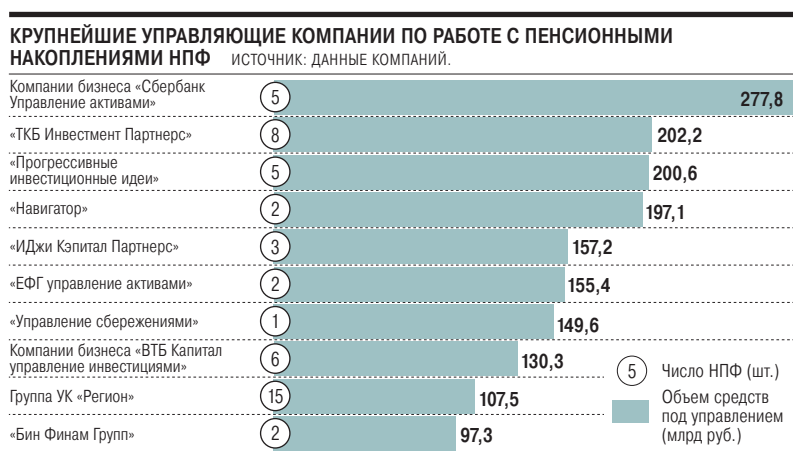
критически важным становится качество управления активами.

### От кэптива — в рынок

Тренд на переформатирование работы управляющих и НПФ задал регулятор. В конце 2016 года первый зампред Банка России Сергей Швецов анонсировал расширение возможностей НПФ по самостоятельному инвестированию накоплений. Причем получение дилерской лицензии при таком сценарии рассматривается как возможная, но необязательная опция. Возможность для НПФ самостоятельно инвестировать накопления закрепит принцип принятия инвестиционных решений из единого центра, отмечает директор по корпоративным рейтингам «Эксперт РА» Александра Тараникова.

Важный для рынка вопрос — придется ли пересматривать практику размещения львиной доли пенсионных накоплений через кэптивных УК. Через них, по оценке «Эксперт РА», инвестируется около 90% средств в ОПС. «Открытый рынок управления пенсионными средствами сегодня достаточно узок. Он составляет не более 600 млрд руб. резервов и накоплений. Остальными деньгами управляют преимущественно родственные фондам управляющие компании», — говорит директор аналитического департамента ИК «Регион» Валерий Вайсберг.

Стоит напомнить, что и при привлечении рыночных УК фонды подписывают с управляющими достаточно жесткие инвестиционные декларации и оказывают существенное влияние на инвестиционный процесс. «Мы и сегодня в значительной мере контролируем инвестпроцесс, определяя как уровень риска, так и эмитентов, с которыми стоит или не стоит работать управляющим», — говорит гендиректор НПФ из топ-10. «Перспектива остаться без контракта делает вероятность несогласованных действий минимальной. Отсутствие конкуренции между управляющими компаниями, максимальное упрощение инвестиционных решений НПФ чревато массо-



вым размещением в малоодоходные нерисковые инструменты», — предупреждает гендиректор УК «Капитал» Вадим Сосков. По его мнению, сценарий, при котором на рынке останутся десять крупнейших НПФ и пять кэптивных УК, явно не пойдет на пользу пенсионной отрасли.

Впрочем, вряд ли стоит ожидать полного отказа от услуг управляющих компаний. Госпожа Тараникова указывает на то, что рост расходов и снижение маржинальности бизнеса могут привести к сокращению числа кэптивных УК. При этом на привлечение рыночных УК фонды эко- номить не станут: их результаты — мотиватор и бенчмарк для кэптивной УК. «Я вижу перспективы в развитии готовых продуктов для инвестирования. УК будут выпускать паи, ноты и проч., подтверждая эффективность, качество, риск-показатели, а НПФ — принимать самостоятельные решения, покупать их или нет», — говорит гендиректор УК ТРИНФИКО Дмитрий Благос.

Переход к самостоятельному инвестированию потребует от НПФ дополнительных расходов. «Среди уникальных компетенций управляющих компаний, например, портфельные управляющие и бизнес-аналитики», — напоминает руководитель службы риск-менеджмента НПФ «Будущее» Владимир Кротов. Однако сокращение расходов на дублирую-

щие функции УК и НПФ в управлении в перспективе перекроет эти траты. «Обеспечивая НПФ доступ к самостоятельному инвестированию и при этом сохраняя участие и экспертизу УК, мы в перспективе создаем на рынке здоровую конкуренцию между внутренними и внешними управляющими. Это позволит эффективно перераспределять портфель по итогам оценки УК и НПФ итогов инвестирования с учетом взятых на себя рисков, а по инструментам, вызывающим сомнения, воспользоваться дополнительной экспертизой», — говорит Владимир Кротов.

С какими именно классами активов будут работать НПФ при размещении активов — пока вопрос открытый. Как следует из опроса УК, проведенного рейтинговым агентством «Эксперт РА», доля пенсионных накоплений, которые НПФ будут инвестировать самостоятельно, составит до 30%. С высокой вероятностью это будут депозиты в банках из утверждаемого ЦБ перечня, облигации федерального займа и, возможно, корпоративные облигации надежных эмитентов. В будущем, по мнению Владимира Кротова, целесообразно предоставлять фондам всего спектра доступных финансовых инструментов для инвестирования пенсионных накоплений с ограничением (на начальном этапе) вложений в производные финансовые инструменты.

Для НПФ критически важно выстроить работу по оценке рисков и экспертизе вложений — как самостоятельную, так и с управляющими компаниями, подчеркнул на прошедшем в конце марта форуме «Управление активами» директор департамента коллективных инвестиций Банка России Филипп Габуния. «Если у НПФ некачественная управляющая компания и сам фонд не может выстроить эту работу, ему придется уйти с рынка или работать с качественной управляющей компанией», — отметил господин Габуния. По его оценке, результаты такой работы стоит рассматривать на горизонте не менее пяти лет. Притом коррективы в законодательство, регулирующее работу НПФ и УК, регулятор намерен вносить после прохождения стресс-тестов в НПФ, которые стартуют с февраля 2018 года.

### Пенсионное завтра

Контуры негосударственной пенсионной системы при ее переформатировании из ОПС в ИПК пока довольно размыты. В первом приближении маневр граждан по выбору страховщика сократится с трех вариантов — ПФР (ВЭБ), ПФР (частные УК), НПФ — до одного — НПФ. «Пенсионная система, тем более многоуровневая, — это весьма сложный механизм. Поэтому понятно желание государства сделать новую добровольную составляющую максимально понятной и несложной. И оставить только НПФ, исключив выбор УК», — объясняет Вадим Логинов.

Важнейший вопрос, который предстоит решить НПФ и УК, — как перестроить работу в свете анонсированного Банком России введения фидуциарной ответственности (работы исключительно в интересах клиентов фондов, покупки и продажи активов по наилучшей доступной цене, в случае необходимости — доначисления активов и капитала и проч.) наряду с требованием безусловной сохранности накоплений, по сути — гарантированного успеха. «Для бизнеса важно, чтобы такие изменения сопровождался пересмотром и системы вознаграждения НПФ. Мы видим, что это могла бы быть отдельно премия за успех (success fee), если доходность от инвестирования положительная, и выплаты за управленческие услуги (management fee), которые начисляются вне зависимости от результата деятельности фонда», — отмечает Владимир Кротов.

Наряду с допуском НПФ к самостоятельному инвестированию логичным было бы и доверительное управление в пенсионных фондах, чтобы сформировать отдельные портфели для разных групп клиентов. «Це-

левой капитал в УК под конкретные нужды клиента — востребованная сегодня услуга, и фонды также могли бы предоставлять ее», — говорит господин Кротов. «В зависимости от возраста клиента и срока, оставшегося до его выхода на пенсию, профессионалы рекомендуют использовать стратегии с разными долями тех или иных инструментов. Например, молодым рекомендуется держать большую долю акций. Условная формула: разница между пенсионным и текущим возрастом равна доле акций в портфеле. Target dated funds или target retirement funds (целевые пенсионные фонды — „Т“) на Западе растут не менее успешно, чем ETF. При переформатировании системы логично освоить и внедрить лучшие рыночные практики», — считает Вадим Логинов.

Корректировка же порядка инвестирования пенсионных средств в конечном итоге может удариť и по самим фондам. «Введение в систему „Центрального администратора“ может не оставить места для НПФ, которые в этом случае будут стараться занять место управляющих. К тому же результату может привести отмена обязательности привлечения УК НПФ, а также усиление фидуциарной ответственности НПФ за управление», — отмечает господин Тимофеев.

Однако перспективные направления есть и для управляющих компаний. К приему добровольных пенсионных накоплений граждан УК готовы не хуже НПФ. Более 500 тыс. клиентов, которые сознательно сделали выбор в пользу УК и по факту «молчунами» не являются, логично оставить право работать с управляющими, подчеркивает Вадим Сосков. «При эффективной системе централизованного учета и системе гарантирования вполне можно рассмотреть вопрос о сохранении участия УК без увеличения затрат на администрирование», — считает Вадим Логинов. Услуги управляющих в ИПК будут востребованы теми, кто выберет индивидуальное, а не коллективное управление, уверен президент НАУФОР Алексей Тимофеев. И прежде всего работаниками с большими вознаграждениями. «В США, например, важным моментом является то, что можно отказаться от корпоративной пенсионной программы 401K и выбрать Individual Retirement Account. Есть и другие альтернативные инструменты и провайдеры пенсионных накоплений. В ряде стран это могут быть брокеры, банки и страховые компании. Учитываются интересы всех возрастных и социальных групп», — подчеркивает Вадим Логинов.

Павел Аксенов

## К взлету готовы!

### —тенденции—

#### С17

По словам Григория Седова, если паевые фонды в текущем году получат опцию быть номинированными в иностранной валюте, а также налоговые преференции, аналогичные налогообложению депозитов, то мы получим оптимальное решение для частных инвесторов, с которым будет трудно поспорить типовым или индивидуальным стратегиям ДУ. По словам руководителя департамента по управлению инвестициями УК «Уралсиб» Сергея Григоряна, отмена нелогичного «налога на девальвацию рубля» позволит инвесторам в валютные продукты платить налог только с реально полученной прибыли в базовой валюте. Повысить интерес к рынку ПИФов позволит и запуск биржевых инвестиционных фондов (ETF). По словам управляющего директора «Сбербанка Управление активами» Василия Илларионова, формально ЦБ осталось утвердить один нормативный акт, снимающий технические вопросы создания подобных фондов. Тем более что в последнее время стал активно развиваться ритейл-брокеридж, клиенты которого нуждаются в удобных инструментах для формирования портфеля, отмечает эксперт. В ближайшее время планируется снятие ограничений на срочные сделки в паевых фондах для квалифицированных инвесторов. Как поясняет Василий Илларионов, существующие ограничения позволяют фондам использовать только срочные биржевые инструменты, однако их вариативность и база активов сильно ограничены. Предполагается же использовать внебиржевые инструменты. «Это позволит развивать на российском рынке полноценные хедж-фонды, реализую-

щие различные инвестиционные стратегии, чего до настоящего времени сделать было невозможно», — уверен господин Илларионов.

Борьба управляющих компаний за новых клиентов паевых фондов нередко наталкивается на желания банков-агентов распространять другие инвестиционные продукты, в частности полисы инвестиционного страхования жизни. Этот продукт обеспечивает банкам комиссионные в 10–15% от его стоимости и даже выше. По словам начальника управления продаж и маркетинга УК «Райффайзен капитал» Константина Кирпичева, вместе со стремительным ростом услуг для состоятельных клиентов (mass affluent) банки вынуждены расширять линейку инвестиционных продуктов. «Многие пытаются подменить их суррогатными страховыми продуктами, но их проникновение уже близко к насыщению, да и финансовая грамотность клиентов выросла», — отмечает он.

Ситуацию, пока складывающуюся не в пользу управляющих компаний, могут переломить введение услуги по удаленному доступу для клиента (см. материал на стр. 19). Пионером по предоставлению этой услуги в конце 2015 года стал «Альфа-капитал», который начал распространять индивидуальные инвестиционные счета. Как отмечает Ирина Кривошеева, доступность ПИФов выросла на порядок: даже новые клиенты могут совершать покупки, обмен и погашение паев без посещения офиса. В прошлом году к этому каналу распространения ПИФов присоединились другие крупные УК — «Сбербанк Управление активами», «ВТБ Управление активами».

Динамично развивается и рынок инди-

видуального доверительного управления, на котором управляющие компании делают ставку прежде всего на состоятельных клиентов, так называемых mass affluent и HNWI. В настоящее время этот сегмент рынка ДУ как по числу клиентов, так и по объему средств в управлении сосредоточен, по сути, в одной компании — «Альфа-капитал». Она изначально делала ставку на развитие таких услуг (см. материал на стр. 20). Впрочем, активность в данном сегменте сохраняют и «ВТБ Капитал Управление активами», и «Сбербанк Управление активами», и «Райффайзен капитал», и «Открытие». Председатель совета директоров «ВТБ Капитал Управление активами» Владимир Потопов связывает рост этого направления с истечением сроков депозитов, открытых ранее, и низкими ставками текущих предложений, «особенно по валютным депозитам в России и за рубежом». Кроме того, как отмечает Ирина Кривошеева, также сказываются процессы дефиноризации, повышения требований к российским клиентам в зарубежных финансовых структурах, ужесточения налогового контроля.

Таким образом, для полноценного взлета индустрии доверительного управления необходимы условия сложились. Как отмечает госпожа Кривошеева, внедрение многих других технологических новаций, повышающих привлекательность услуг управляющих, зависит от самих участников рынка — на уровне законодательства препятствий нет. Пока еще сдерживающим фактором остаются низкие доходы россиян. Но с ростом российской экономики, который прогнозируется на ближайшие годы, можно надеется, что благосостояние населения будет расти.

Дмитрий Ладыгин

### Самые эффективные управляющие компании (в 2016 году)

Место	Название	Эффективность (%)	Чистая выручка от услуг ДУ (млн руб.)	Изм. за год (%)	Доля инвесторов в общем ДУ (%)			
					Индивидуальных	Институциональных	Розничных	ЗИФОВ
1	Группа компаний «Альфа-капитал»	2,11	3466,1	+9,0	82,7	1,1	10,4	5,7
2	«Райффайзен капитал»	1,87	788,8	+4,8	22,3	18,3	55,4	—
3	«Уралсиб»	1,87	468,4	-5,9	4,8	21,7	73,5	—
4	«Прогрессивные инвестиционные идеи»	1,35	2815,1	+893,4	0,0	84,7	—	15,2
5	«Управление сбережениями»	1,30	2301,3	+1,1	10,3	86,0	0,4	3,4
6	«Менеджмент-консалтинг»	1,30	1681,9	+22,3	6,9	92,7	0,4	—
7	«Ингосстрах-инвестиции»	1,27	521,5	-19,4	6,8	84,3	8,9	—
8	«РВМ Капитал»	1,14	358,4	+15,0	0,0	—	—	100,0
9	«Либра-Капитал»	1,13	149,3	-12,7	5,8	77,9	9,9	6,4
10	«Система Капитал»	1,10	252,2	+199,5	55,7	8,6	35,7	—

Эффективность рассчитана как отношение выручки от услуг доверительного управления к среднему объему чистых активов под управлением за год. Управляющие компании, объем чистых активов в управлении которых превышает 10 млрд руб. н.д. — нет данных. Проверка — показатель отсутствует или корректный расчет невозможен.

## «Ставка на дигитализацию себя оправдывает»

### —первые лица—

#### С17

Одновременно мы вплотную начинаем автоматизацию бизнес-процессов и совершенствованием внутренней инфраструктуры, считая это ключевым условием для удержания лидерства на рынке в эпоху дигитализации.

— Дорогое это удовольствие — переводить бизнес УК на цифровые рельсы? — Затраты не заоблачные, вместе с тем процесс трудоемкий, но интересный. Каждый крупный IT-проект — это по-хорошему год жизни, если считать путь от идеи до реализации. В компании принята стратегия дигитализации до 2020 года. И недавно мы внедрили рободвайзинг. Клиент отвечает на вопросы анкеты, система оценивает его риск-профиль и предлагает оптимальный портфель. Это не только техническое решение — за ним стоит серьезная работа, которую проводит департамент управления активами. Процесс необходимо было автоматизировать на уровне ежедневного пересмотра рекомендаций исходя из ситуации на рынке и с соблюдением требований риск-менеджмента. Сервис действует, мы продолжаем его усовершенствовать: отслеживаем результаты, улучшаем интерфейс.

— Не возникает ли проблем из-за того, что основы регулирования индустрии формировались в доцифровую эпоху? — В законодательство заложено почти все, что требуется для запуска новых электронных сервисов. Остается туннговать «кирички» под конкретные инновации, прорабатывать нюансы во взаимодействии с регулятором.

— Если говорить не о технологиях, а о продуктах управляющих, стоит ли ожидать появления на рынке чего-то принципиально нового?

Инвестиционных целей. Отсутствуют российские ETF, но я пока не уверена, что они критично необходимы рынку на данном этапе развития. А в целом жизнь сама подсказывает, куда и как двигаться — от нас требуются чуткость и ответственность за результаты компании и за эффективность инвестиций наших клиентов.

— В прошлом году в России не было сделок по покупке управляющих компаний. С чем вы связываете падение M&A-активности в отрасли?

— Очевидно, что этап консолидации в основном завершен, остались крупные участники рынка с собственным представлением о развитии бизнеса и совсем мелкие, неинтересные для покупки. Мы и сами не раз объявляли, что готовы обсуждать приобретение компаний с рыночными активами от 500 млн руб., но это буквально 10–15 игроков — ограниченный список. Точечные сделки в отрасли возможны, если в каких-то финансовых группах, скажем, поменяются приоритеты и будет принято решение отказаться от управления активами в пользу других направлений бизнеса.

— Не думаете ли вы о выходе на зарубежные рынки? Могла бы российская УК превратиться из локального игрока в глобального?

— Зарубежные рынки — это важная и интересная тема. И у нас есть клиенты за рубежом, в частности в Казахстане, где, с одной стороны, макроэкономические условия накладывают ограничения на инвестиции в рынок, с другой — у компании есть партнерские отношения внутри группы. Но пока все-таки основная задача — быть для клиентов выбором номер один на рынке управления активами в России. Для этого необходимо обладать и доступом к глобальной инфраструктуре, и сильной международной экспертизой. Доля иностранных финансовых инструментов в портфелях наших клиентов возросла за последние годы с нуля до 32%. Поэтому с точки зрения географической диверсификации активов мы уже давно вышли за рамки локальной компании. Как и по качеству обслуживания, технологичности и клиентоцентричности, которую считаем главным ключом к успеху. Быть на уровне лучших мировых практик — один из главных наших приоритетов.

Интервью взял Виталий Гайдаев