

В. В. Симонян¹

аспирант кафедры биржевого дела и ценных бумаг Российского экономического университета им. Г. В. Плеханова (Москва)

ХАРАКТЕРИСТИКИ СИСТЕМЫ РАСПРЕДЕЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПАЕВ В РОССИИ

Механизмы и инфраструктура распределения паев инвестиционных фондов играют ключевую роль в привлечении капитала. Существуют две основных модели распределения инвестиционных фондов: так называемая трансфер-агентская модель (TA-model) и модель «Центрального депозитария» (CSD-model). В Европе эти модели действуют параллельно, и в различных странах распределение паев происходит согласно одной из этих моделей в соответствии с особенностями финансовой и экономической системы данной страны (Arzeni, Collot, 2011, p. 33). В России модель распределения инвестиционных паев сходится к трансфер-агентской модели. Следовательно, для увеличения эффективности привлечения денежных средств в инвестиционные фонды первоочередную важность имеют такие факторы, как широта сети распределения и эффективность работы каждой клетки агентской системы. Указанные факторы могут реализоваться в развитой агентской системе распределения. Развитость агентской системы можно охарактеризовать тремя критериями:

- широта охвата агентской сети;
- эффективная инфраструктура взаимодействия фондов и агентов;
- «открытость» архитектуры распределения

Если эффективность инфраструктуры взаимодействия фонда и агентов зависит в большей степени от эффективности общей финансовой инфраструктуры, то широта охвата агентской сети и открытость архитектуры (продажа агентами не только своих продуктов или продуктов взаимосвязанных компаний, а широкий выбор различных ПИФов), по нашему мнению, можно повысить при соответствующей заинтересованности агентов. Для повышения заинтересованности агентов в продаже сторонних инвестиционных продуктов необходимо, чтобы была достаточная маржа, которой можно достичь при высокой стандартизации и автоматизации процесса, что приведет к снижению расходов процесса. Для разработки новых механизмов вознаграждения агентов, стандартизации расчетов вознаграждения и разработки схем распределения инвестиционных паев необходимо выявить характеристики агентской сети. Понимание характеристик агентской сети позволит эффективно развивать механизмы распределения инвестиционных паев.

Определим признаки, которые дают представление об особенностях агентской сети. Агентскую систему инвестиционных фондов можно охарактеризовать исходя из следующих признаков.

¹ Эл. адрес: vigen.simonyan@mail.ru

1. Институциональный тип агентов отражает, какому типу финансовых посредников относятся агенты (банки, брокерские дома, финансовые компании и т. д.). Каждый тип финансовых посредников имеет свою уникальную бизнес-модель, особенности клиентуры, финансовой деятельности и маркетинговой стратегии.

В зависимости от типа агентов различают следующие каналы распределения инвестиционных паев: банковский канал распределения, «консультационный» канал, канал пенсионных накоплений, канал финансовых супермаркетов и институциональный канал. Если первые 4 канала, как правило, предназначены для розничных инвесторов, то институциональным каналом переводятся средства институциональных инвесторов (Rea, Tyle, Duncan, 2003, p. 2).

2. Характер агентских отношений отражает основу агентских отношений (договорные или компании одной группы). При агентских отношениях на договорной основе вознаграждение агентов производится на рыночных условиях. В случаях если агент и управляющая компания являются компаниями одной группы или иными взаимосвязанными лицами, вознаграждение может производиться не на рыночных условиях.

3. Методы и каналы продаж инвестиционных продуктов включают целостность всех методов и возможных путей продаж инвестиционных паев, такие как интернет-банкинг, специализированный отдел, специализированный раздел на сайте, филиалы банка и т. д. Чем больше каналов продаж у определенного агента, тем больше его удельный вес в системе распределения паев. С другой стороны, у каждого типа агентов, как правило, свои основные каналы продаж.

4. Характер вознаграждения агентов является наиболее трудным для выяснения, так как схемы вознаграждения включают как комиссионные выплаты, так и «неписаные» привилегии для агентов. Следовательно, для всей агентской сети инвестиционных фондов ее невозможно определить, однако необходимо рассматривать при изучении отношений выбранных управляющих компаний и агентов.

5. Характер связей между агентами и управляющими компаниями показывает, сколько агентов обслуживают данную управляющую компанию и ПИФы из скольких управляющих компаний продает агент. Связи могут быть «один к одному», «один ко многим» и «многие ко многим» (one to one, one to many, many to many). Связи один к одному говорят о том, что, скорее всего, взаимоотношения агента и управляющей компании основаны не на рыночных условиях, а на взаимосвязях.

6. Широта сети агента показывает потенциал агента распределить инвестиционные паи с точек зрения географии, совместимых продуктов, клиентуры и каналов продаж. Следует обратить внимание на то, что в современной финансовой системе России банки являются самыми распространенными финансовыми посредниками и имеют как широкую географию, так и клиентуру и перечень услуг.

7. Представленность инвестиционных продуктов определенной управляющей компании у агента показывает место инвестиционных продуктов управляющей компании, паев фондов, в линейке продуктов агента. У банков они могут продаваться с депозитными продуктами, со счетами и т. д., а у инвестиционных компаний ПИФы могут продаваться наряду с брокерскими счетами, доверительным управлением и пенсионными фондами.

8. Широта выбора других инвестиционных продуктов у агента определяет «открытость» инфраструктуры распределения¹. Открытая инфраструктура рас-

¹ Под термином «открытость» инфраструктуры в западной литературе подразумевается широта спектра инвестиционных фондов других управляющих компаний наряду с собственными инвестиционными продуктами.

пределения двояко действует на объем продаж. С одной стороны, это является альтернативой для инвестора, а с другой стороны, открывает возможности перекрестных продаж.

9. Распределение денежных потоков, связанных с покупкой паев и выплатой вознаграждения во времени, играет важнейшую роль в эффективной работе механизма распределения. Вознаграждение агентам может начисляться как единственным платежом, после продажи паев, так и на основе портфеля фондов проданных агентом, на периодической и бессрочной основе. При начислений одной суммой появляются риски недобросовестных продаж¹, а при вознаграждении на основе суммы портфеля фонд может фактически переплатить за счет инвесторов (Walsh, 2003).

10. Характер дополнительных услуг, предоставляемых агентами при продаже инвестиционных паев, определяется присутствием или отсутствием финансовой рекомендации, услуг по консультированию, предоставления рыночной информации, заполнение различных форм и т. д., которые могут существенно повлиять на качество инвестиционного процесса.

Вышеуказанные характеристики, по нашему мнению, наиболее полно отражают портрет сети распределения паев.

Для того чтобы дать оценку системе распределения инвестиционных паев с точки зрения указанных характеристик, рассмотрим базу агентской сети некоторых российских инвестиционных фондов. Для исследования использовалась база данных Investfunds, с информацией о 263 открытых инвестиционных фондах (всего из 446 открытых) 27 управляющих компаний. Исходя из того что включенные в список управляющие компании управляют более 85% всех активов ПИФов², считаем выборку представительным для индустрии. Рассмотрим некоторые из указанных характеристик агентской сети для нашей выборки.

По институциональному типу агентов картина следующая: из 83 агентов 55 являются банками, 28 — инвестиционными компаниями (брокеры, инвестиционные банки, финансовые компании). Это означает, что при разработке принципов вознаграждения агентов и классификации инвестиционных паев необходимо принять во внимание специфику банковских каналов продаж, а именно многообразие конкурирующих собственных продуктов, распределение через сеть филиалов, универсальный характер деятельности, многочисленность клиентов, доступ к современным технологиям. Одновременно нужно не забывать о сильной регулируемости банковской деятельности и существовании множества взаимосвязанных сторон. В таблице отображены результаты рассмотрения институциональных типов агентов.

Таблица 1

Институциональный тип агентов

Тип	Количество	Удельный вес (по количеству), %
Банки	55	66
Брокеры и другие инвестиционные компании	28	34
Всего	83	100

И с т о ч н и к: составлено автором на базе данных Investfunds.

¹ Риск недобросовестных продаж обусловлен тем, что при получении вознаграждения при продаже агенты могут необоснованно уговорить инвесторов перевести средства с одного в другой фонд, тем самым зарабатывая вознаграждение.

² Только компании «Тройка Диалог», «Уралсиб», «Райффайзен Капитал», «Альфа-Капитал» и «Атон-Менеджмент» управляют более 50% всех активов ПИФов.

Следовательно, канал распределения российских фондов в основном банковский с некоторыми элементами «консультационного» канала. По базе данных investfunds, а также согласно реестру агентов инвестиционных фондов ФСФР России по состоянию на январь 2009 г. других типов компаний (страховых, кредитных организаций и т. д.) нет (Реестр агентов инвестиционных фондов ФСФР России).

Как уже указывалось выше, невозможно рассмотреть и выявить все взаимосвязанные стороны в агентских отношениях как для всех агентов и управляющих компаний, так и для определенных агентов. Однако в силу высокой концентрированности рынка ПИФов (10 крупнейших игроков управляют более 60% активов индустрии) можно рассмотреть взаимоотношения наиболее крупных игроков. Среди таких известными взаимосвязанными сторонами являются «Тройка диалог» и «Сбербанк», управляющая компания «Уралсиб», «Уралсиб банк» и «Никойл» (стратегическое партнерство), «Райффайзен Капитал» и «Райффайзен банк»¹.

Это означает, что продажа продуктов не всегда может быть произведена на рыночных условиях, и будет достаточно трудна, а зачастую и невозможно продажа инвестиционных паев других компаний у указанных агентов при «нормальной» норме доходности. В случае если агенты являются крупными банковскими игроками, то положение становится более сложным. Рассмотрение сайтов агентов также показывает, что только несколько агентов продают паи более трех фондов, что говорит о том, что архитектура распределения паев в России не открытая.

Методы и каналы продаж инвестиционных продуктов различаются как в зависимости от институционального типа агентов, так и от степени использования технологии в бизнес-процессах и роли инвестиционного продукта в генерировании доходов агента. Основные каналы продаж включают филиалы и офисы продаж, специализированный раздел на сайте компании, возможность приобретения паев (заявки на приобретение паев) онлайн, существование/отсутствие специализированного отдела по продаже инвестиционных продуктов. Для выяснения значений указанных параметров были рассмотрены веб-сайты агентов, а также проведен телефонный опрос с представителями компании. Сводные результаты о 66 агентах представлены в табл. 2.

Из табл. 2 видно, что основным каналом продаж являются универсальные банки. Как правило, у них есть специальный раздел на сайте, представляющий ПИФы, а также есть специализированный отдел по продаже ПИФов и других инвестиционных продуктов. Однако возможность онлайн-заявки среди агентов была обнаружена только на сайте Альфа-банка, хотя создание возможности он-

Таблица 2

Каналы продаж инвестиционных продуктов управляющих компании агентами

Институциональный тип агента	Филиалы и офисы продаж	Специализированный раздел на сайте	Возможность онлайн-заявки	Отдел по продаже инвестиционных продуктов		
Универсальный банк	45	38	39	1	38	Есть
Инвестиционная компания	20	7	6	44	5	Нет
Инвестиционный банк	1	21	21	21	23	Нет информации
	66	66	66	66	66	

И с т о ч н и к: составлено автором.

¹ Информация была получена из сайтов указанных компаний и средств массовой коммуникации.

лайн-продаж не ресурсоемкий процесс для таких финансовых учреждений, как универсальные банки.

Как уже было указано выше, схемы вознаграждения агентов включают как комиссионные выплаты, так и «неписанные» привилегии для агентов. Однако общая схема вознаграждения такова¹.

1. На базе агентского соглашения агент представляет инвестиционные фонды принципала (управляющей компании) своим клиентам и берет на себя необходимые действия при продаже (заполнение документов, помощь при выборе фонда и т. д.).

2. Ежемесячно или в другой оговоренный в соглашении срок принципал выплачивает агенту вознаграждение.

3. Периодически выполняется согласование расчетов.

При неформальных соглашениях принципал также может передать агенту вознаграждение в виде аутсорсинга бизнес-процессов или предоставления каких-то преимуществ на рынке (Siggelkow, 1999, p. 8). На российском рынке пока не осуществлялись исследования данной практики.

Характер связей агентов и управляющих компаний показывает, сколько агентов имеет данная управляющая компания и скольких компаний обслуживает агент. Рассмотрение указанных связей показывает, что большинство управляющих компаний обслуживаются одним или двумя агентами, а большинство агентов обслуживают одну управляющую компанию. В таких случаях агент и управляющая компания могут являться компаниями одной группы, и агент, как правило, инвестиционная компания или банк финансовой группы.

Как видно из рис. 1, большинство рассматриваемых управляющих компаний, 14 из 27, имеют одного или двух агентов. Если примем во внимание тот факт, что рассматриваются крупнейшие управляющие компании, то можно сделать вывод, что более 85% всех управляемых активов распределяется именно подобной агентской структурой.

На рис. 2 представлено распределение количества обслуживаемых управляющих компаний рассматриваемыми агентами.

Как можно рассмотреть на диаграмме, большинство агентов продают фонды единственной управляющей компании, что может являться следствием более глубоких взаимосвязей между определенными управляющими компаниями и агентами и еще раз свидетельствует о не открытой инфраструктуре распределения инвестиционных паев.



Рис. 1. Распределение управляющих компаний по количеству агентов

Источник: составлено автором на базе данных Investfunds.



Рис. 2. Распределение агентов по количеству обслуживаемых компаний

Источник: составлено автором на базе данных Investfunds.

¹ Описание было составлено на основании бесед с работниками агентских служб управляющих компаний.

Данные рис. 1 и 2 позволяют сделать вывод, что характер связей между управляющими и агентами в основном сводится к схемам «один к одному» и «один к многим», как в случаях компаний «Паллада Эссет Менджмент», «Агана», «Альфа капитал» и «Универсального брокера» из числа агентов, который обслуживает 11 управляющих.

Следующая из характеристик, широта сети агента, определяется как институциональным типом агента, так и ее рыночной позицией (Market Power), ориентированностью на определенную клиентуру, специализирующуюся на определенные банковские или инвестиционные продукты. Не останавливаясь на данном пункте, зафиксируем, что для российской фондовой индустрии географическая широта, а также широта с точки зрения клиентуры и каналов продаж определяется широтой указанных характеристик банковской системы и инвестиционных компаний. На данный момент, как было отмечено выше, банковская система является главным агентом управляющих компаний, следовательно, указанные характеристики следует рассматривать именно с этой точки зрения.

Представленность инвестиционных продуктов у агента является определяющим фактором эффективности распределения. Логично предполагать, что продажи инвестиционных паев у агентов зависят также от альтернативных предложений агентов. Рассмотрим присутствие/отсутствие альтернативных продуктов. Известно, что наиболее распространенными альтернативными продуктами ПИФам являются депозиты (Капитан, 2011, с. 5). Общие фонды банковского управления (ОФБУ) и доверительное управление активами также являются альтернативами ПИФов. Так как депозиты предлагают все универсальные банки, рассмотрим наличие предложений ОФБУ у банков-агентов. Рассмотрение 45 агентов — универсальных банков и одного агента — инвестиционного банка, показало что ОФБУ имеет только 13 из 46 банков. Остальные 33 банка в качестве основного инвестиционного продукта предлагают именно ПИФы. Это еще раз свидетельствует о процессе специализации в инвестиционном менеджменте и о перспективах развития именно отдельной индустрии фондов.

При трансфер-агентской модели распределения фондов роль агентов в процессе переоценить трудно. Имея широкое географическое покрытие и разнообразную клиентуру, агенты могут и должны стать первичным каналом для продаж. Их преимущества включают:

- 1) большую информации о своих клиентах и о географических сегментах рынка;
- 2) возможность перекрестных продаж и комбинированный продуктов;
- 3) возможность обслуживания всех финансовых потребностей клиентов через одно окно (банковские счета, кредиты, депозиты, доверительное управление, ПИФы и т. д.).

К сожалению, нет сводных данных о том, какая часть продаж паев в России выполняется через агентов, а какая часть напрямую через управляющие компании. Однако рассмотрение характеристик агентской сети, а также преобладание закрытых инвестиционных фондов в индустрии позволяет сделать вывод, что основная часть фондов продается именно через управляющие компании. Несмотря на то что для инвесторов покупка паев через управляющие компании обходится дешевле за счет отсутствия надбавок, каналы продаж агентов намного шире и при правильном использовании могут существенно увеличить как популярность фондов среди, так масштабы продаж. Для того чтобы ПИФы стали популярны у агентов, они должны стать доходными финансовыми инструментами для них. Доходность для банков, в свою очередь, входит в конфликт с доходностью инвесторов и управляющих компаний, и компромиссным решением здесь может служить разработка стандартных схем размещения инвестиционных паев

с учетом особенностей банковской системы, соответственная стандартизация расчетов вознаграждения за продажу инвестиционных паев и высокая степень раскрытия информации, а также постепенное развитие других каналов продаж.

Источники

Kanuman И. 360 дюймов... 30 футов... 10 ярдов! Обзор управляющей компании «Уралсиб». М., 2011.

Реестр агентов инвестиционных фондов ФСФР по состоянию на январь 2009 года. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.fcsm.ru/ru/contributors/pollled_investment/pif_aif/pifagentslist/1/

Arzeni A., Collot N. Cross border distribution of UCITS, CASEIS Investor Services. Paris, 2011.

Bergstresser D., Chalmers J. M. R., Tufano P. Assessing the costs and benefits of brokers in the mutual fund industry / Working paper. Harvard Business School and University of Oregon. 2004.

Korkeamaki T., Smythe T. Effects of market segmentation and bank concentration on mutual fund expenses and returns: evidence from Finland // *European Financial Management*. 2004. Vol. 10. P. 413—438.

Otten R., Schweitzer M. A comparison between the European and the U.S. mutual fund industry // *Managerial Finance*. 2002. Vol. 28. N 1. P. 14—35.

Rea J. D., Tyle C., Duncan S. Mutual fund distribution channels and distribution costs // *ICI Perspectives*. 2003. Vol. 9. N 3.

Rouwenhorst K. G. The Origins of Mutual Funds / Yale International Center for Finance. Working Paper. 2004. N 04-48.

Sawicki J. Investors' differential response to managed fund performance // *Journal of Financial Research*. 2001. Vol. 24. P. 367—384.

Siggelkow N. Expense Shifting: An empirical study of Agency costs in the mutual fund industry / Wharton School Center for Financial Institutions, 1999.

Walsh L. The Costs and Benefits to Fund Shareholders of 12b-1 Plans: An Examination of Fund Flows, Expenses and Returns, SEC working papers, 2003. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.sec.gov/rules/proposed/s70904/lwalsh042604.pdf>