

8.6. КОЛЛЕКТИВНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ И ИХ РОЛЬ В РАЗВИТИИ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ РФ

Куликова Е.И., к.э.н., доцент кафедры
«Финансы и кредит»

*Всероссийская государственная налоговая
академия Минфина РФ*

Коллективное инвестирование в развитых странах – основной источник аккумулирования средств мелких инвесторов на фондовом рынке. Федеральный закон №334-ФЗ от 7 декабря 2007 г. разделил российских инвесторов на две основные группы: квалифицированные неквалифицированные. Это позволило создать правовую базу для новых видов фондов, которые могут использовать более широкий круг финансовых инструментов и стратегий. В статье дается оценка влияния новаций российского законодательства в области коллективных инвестиций на развитие российского фондового рынка.

В современном мире рынок инвестиционных ресурсов, трансформированных из сбережений населения, занимает важное место в обороте капиталов. Он представляет собой сегмент финансового рынка, образуемого коллективными инвесторами (кредитными союзами, инвестиционными фондами, негосударственными пенсионными фондами).

Коллективное инвестирование в развитых странах является основным источником аккумулирования средств мелких инвесторов на фондовом рынке и ведущим элементом системы эффективных механизмов мобилизации сбережений и трансформации их в инвестиции для реального сектора экономики. Экономическое содержание этого процесса в том, что он служит стартовой точкой для развертывания инвестиций в реальный сектор. На рынке ценных бумаг коллективное инвестирование, с одной стороны, выступает как посредник между мелкими вкладчиками и субъектами рынка, с другой – при реализации функции управления активами коллективные инвесторы сами становятся субъектами рынка, вступая в определенные отношения по поводу обращения ценных бумаг.

Деятельность институциональных инвесторов, обычно вкладывающих средства на относительно долгий срок, стимулирует спрос на долгосрочные инструменты и позволяет эмитентам привлекать длинные займы. Присутствие институциональных инвесторов способствует также снижению волатильности на денежном и валютном рынках. Наиболее значимую роль рынок инвестиционных ресурсов играет в движении денежных ресурсов в странах англосаксонской группы. В среднем по группе этих стран через коллективных инвесторов перераспределяется до 30% денежных ресурсов [7].

Особенностью российского класса портфельных инвесторов является жесткое регламентирование их деятельности со стороны государства. Анализ участия коллективных инвесторов в биржевых торгах показывает, что их влияние на объемы торгов не так велико, как в западных странах (объем биржевой торговли паями паевых инвестиционных фондов (ПИФ) на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ) составляет 0,002% от общего объема торгов по состоянию на 16 марта 2009 г.), однако существует положительная динамика в перераспределении денежных ресурсов.

Согласно данным Национальной лиги управляющих (НЛУ) по состоянию на 31 декабря 2008 г. на российском рынке ценных бумаг действует 1 020 паевых инвестиционных фондов, из них 476 закрытых, 450 открытых и 94 интервальных. Совокупные активы паевых инвестиционных фондов на эту дату составили 645 979,74 млн. руб. Объем активов паевых инвестиционных фондов за 2008 г. несколько снизился (на 17,5%) по отношению к этому показателю на конец 2007 г., который составлял 782 763,83 млн. руб., что объясняется влиянием мирового финансового кризиса на фондовые рынки всех стран.

По состоянию на 18 февраля 2009 г. количество общих фондов банковского управления (ОФБУ), действующих на российском рынке, составляет 272 фонда. Совокупная стоимость их активов на эту дату равна 5,3 млрд. руб.

Несмотря на эти не столь впечатляющие по отношению к мировым показателям данные, статистика показывает, что отрасль коллективных инвестиций в настоящее время является, пожалуй, самой динамичной на финансовом рынке Российской Федерации.

С конца 2007 года в российском законодательстве введена новая система координат на финансовом рынке РФ, которая разделила его инвесторов на две основные группы: квалифицированных и неквалифицированных инвесторов. Федеральной службой по финансовым рынкам РФ и Правительством РФ было выпущено около 20 нормативных актов, действие которых в той или иной мере определяет функционирование института квалифицированного инвестора и работы с финансовыми инструментами, а также существенно расширяют спектр источников качественного и количественного роста рынка ценных бумаг.

Анализ качественных изменений показывает, что регулирование рынка коллективных инвестиций выходит на новый, более высокий уровень и становится более гибким. Очевидно, что существующая система регулирования не отвечает реальным потребностям рынка, так как, с одной стороны, в настоящее время уже сформировался класс опытных инвесторов, желающих получить дополнительные высокие доходы, платя за это более высокими рисками, а с другой – интерес населения к рынку коллективных инвестиций продолжает активно возрастать. По заявлению генерального директора фондовой биржи ММВБ А. Рыбникова, на фоне финансового кризиса у россиян вырос интерес к фондовому рынку. Однако далеко не все инвесторы в состоянии оценить риски, которые таит в себе деятельность на фондовом рынке. Данная категория инвесторов, не обладающих достаточной квалификацией, хотела бы получить более высокую степень защиты. Именно на сглаживание данных противоречий были направлены принятые поправки и введение института квалифицированного инвестора.

Защита неопытных инвесторов от излишних рисков ограничится выделением в отдельную категорию фондов и инструментов для квалифицированных инвесторов. Предусмотрены также создание и разработка специальных компенсационных механизмов для неквалифицированных инвесторов, которые будут действовать по аналогии с Агентством страхования вкладов. Профессиональные участники рынка, работающие с неквалифицированными инвесторами, будут делать взносы в специально созданный компенсационный фонд. При наступлении так называемого страхового случая, то есть причинения инвестору убытков, в его пользу из

данного фонда будут осуществляться выплаты, а к фонду перейдет право требовать у института, нарушившего законные права инвестора, возмещения убытка. Однако необходимо отметить, что данный механизм будет действовать исключительно в случае причинения убытков противоправными действиями профессиональных участников, в случае аннулирования лицензии управляющей компании и т.д., он не станет распространяться на убытки, связанные с рыночными рисками. Квалифицированным же инвесторам такая компенсационная система не охватит. Таким образом, система компенсаций направлена на защиту населения от нерыночных рисков на фондовом рынке.

Эти новации свидетельствуют о стремлении регулятора выстроить систему регулирования паевых фондов на признанных во всем мире стандартах коллективного инвестирования, которые предусматривают разделение функций управления и хранения активов, справедливое ценообразование и др. Использование этих стандартов заметно снижает риски институтов коллективного инвестирования, в том числе и закрытых фондов.

Нельзя обойти вниманием и те новации, которые изменяют порядок и процедуру лицензирования деятельности акционерных инвестиционных фондов, управляющих компаний, негосударственных пенсионных фондов и специализированных депозитариев. Претерпела изменения процедура аннулирования лицензий, приостановление лицензий управляющих компаний заменено на приостановление операций. В настоящее время управляющие компании зачастую осуществляют несколько видов деятельности управления:

- пенсионными резервами и накоплениями;
- активами паевых инвестиционных и акционерных инвестиционных фондов;
- страховыми резервами;
- средствами военной ипотеки;
- целевым капиталом.

Ранее нарушение лицензионных требований в одной из этих областей приводило к приостановлению действия всей лицензии. В принятых поправках данная санкция заменена на приостановление операций по определенным видам деятельности.

Законодательное закрепление понятия «квалифицированный инвестор» позволило создать правовую базу для новых видов фондов, которые могли бы использовать более широкий круг инструментов и стратегий по сравнению с существующими до этого времени. Положительным результатом законодательных новаций является не только увеличение притока новых категорий

инвесторов на рынок коллективных инвестиций за счет создания новых типов фондов, но также и то обстоятельство, что отдельные категории ПИФ затрагивают такие отрасли, как строительство (фонды недвижимости), банковское дело (кредитные фонды и фонды денежного рынка), ипотеку (ипотечные фонды) и т.д.

Согласно Положению о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов в редакции приказа ФСФР РФ от 23 сентября 2008 г. №08-36/пз-н в РФ могут создаваться следующие категории фондов:

- фонд денежного рынка;
- фонд облигаций;
- фонд акций;
- фонд смешанных инвестиций;
- фонд прямых инвестиций;
- фонд особо рискованных (венчурных) инвестиций;
- фонд фондов;
- рентный фонд;
- фонд недвижимости;
- ипотечный фонд;
- индексный фонд (с указанием индекса);
- кредитный фонд;
- фонд товарного рынка;
- хедж-фонд.

Инвестиционные фонды, относящиеся к категориям фондов прямых инвестиций, ипотечных фондов, фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций, рентных фондов, фондов недвижимости и кредитных фондов, могут быть только акционерными инвестиционными фондами и закрытыми паевыми инвестиционными фондами.

Инвестиционные фонды, относящиеся к категории хедж-фондов и фондов товарного рынка, могут быть только акционерными инвестиционными фондами, закрытыми и интервальными паевыми инвестиционными фондами.

Акции (инвестиционные паи) инвестиционных фондов, относящихся к категориям фондов прямых инвестиций, фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций, кредитных фондов и хедж-фондов, предназначены только для квалифицированных инвесторов. При этом устав акционерного инвестиционного фонда (правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом) должен предусматривать, что акции (инвестиционные паи) этого инвестиционного фонда предназначены для квалифицированных инвесторов.

Рассмотрим характерные особенности категорий фондов, представленных в табл. 1.

Таблица 1

ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ РОССИЙСКИХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ

Тип фонда	Организационно-правовая форма	Структура управления, контроль за распоряжением имуществом	Имущество фонда	Состав активов фондов	Эмитируемая ценная бумага
АИФ	ОАО	1. Общее собрание акционеров. 1.1. Совет директоров. 2. Управляющая компания. Контроль: спецдепозитарий	1. Имущество для обеспечения деятельности его органов управления. 2. В доверительное управление передается имущество для инвестирования – инвестиционные резервы	1. Государственные и муниципальные ценные бумаги (ЦБ). 2. Корпоративные ЦБ российских эмитентов. 3. ЦБ иностранных государств. 4. Иностраные корпоративные ЦБ. 5. Инвестиционные паи ПИФов. 6. Ипотечные ценные бумаги. 7. Российские депозитарные расписки. 8. Иные ценные бумаги. 9. Недвижимое имущество и имущественные права	Обыкновенная именная акция

Тип фонда	Организационно-правовая форма	Структура управления, контроль за распоряжением имущества	Имущество фонда	Состав активов фондов	Эмитируемая ценная бумага
ПИФ: ОПИФ ИПИФ	Имущественный комплекс без образования юр. лица	Управляющая компания Контроль: спецдепозитарий	В доверительное управление передаются только денежные средства	1. Государственные и муниципальные ЦБ. 2. Корпоративные ЦБ российских эмитентов. 3. ЦБ иностранных государств. 4. Иностранное корпоративные ЦБ. 5. Инвестиционные паи ПИФ. 6. Ипотечные ценные бумаги. 7. Российские депозитарные расписки. 8. Иные ценные бумаги	Инвестиционный пай
ЗПИФ	Имущественный комплекс без образования юр. лица	1. Общее собрание владельцев паев. 2. Управляющая компания. Контроль: спецдепозитарий	1. В доверительное управление передаются денежные средства. 2. Иное имущество, предусмотренное инвестиционной декларацией	1. Государственные и муниципальные ЦБ. 2. Корпоративные ЦБ российских эмитентов. 3. ЦБ иностранных государств. 4. Иностранное корпоративные ЦБ. 5. Инвестиционные паи ПИФ. 6. Ипотечные ценные бумаги. 7. Российские депозитарные расписки. 8. Иные ЦБ. 9. Недвижимое имущество и имущественные права	Инвестиционный пай
ОФБУ	Имущественный комплекс без образования юр. лица	Управляющая компания (кредитная организация) Контроль: кредитная организация	В доверительное управление передается все имущество фонда	1. Ценные бумаги российских и иностранных эмитентов. 2. Денежные средства в российской и иностранной валюте. 3. Производные финансовые инструменты. 4. Природные драгоценные камни. 5. Драгоценные металлы. 6. Недвижимое имущество	Инвестиционный пай
НПФ	Некоммерческая организация	1. Совет фонда. 1.1. Исполнительная дирекция. 2. Управляющая компания. Контроль: спецдепозитарий; попечительский совет	1. Имущество для обеспечения уставной деятельности. 2. Пенсионные резервы. 3. Пенсионные накопления	Пенсионные резервы: 1. Государственные и муниципальные ЦБ. 2. Корпоративные ЦБ российских эмитентов. 3. ЦБ иностранных государств. 4. Иностранное корпоративные ЦБ. 5. Инвестиционные паи ПИФ. 6. Инвестиционные паи ЗПИФ, допущенные к торгам. 7. Ипотечные ценные бумаги; 8. Акции(паи, доли, иностранных ИФ. 9. Денежные средства в российской и иностранной валюте; 10. Депозитные сертификаты российских банков	Нет
				Пенсионные накопления: 1. Иностранное государственные и корпоративные ЦБ через паи индексных инвестиционных фондов. 2. Активы для пенсионных резервов, кроме: • муниципальных ЦБ; • инвестиционных паев ЗПИФов	
Кредитные фонды	1. ОАО 2. Имущественный комплекс без образования юр. лица (ЗПИФ).	1. Общее собрание акционеров. 1.1. Совет директоров – в случае, если в форме ОАО	1. Имущество для обеспечения деятельности его органов управления; 2. В доверительное управление передается имущество для инвестирования – инвестиционные резервы – в случае ОАО 1. В доверительное управление передается все имущество фонда – в случае ЗПИФ	1. Денежные средства в российской и иностранной валюте. 2. Долговые ЦБ. 3. Денежные требования по кредитным договорам или договорам займа, обеспеченным залогом, поручительством или банковской гарантией. 4. Имущество, являющееся предметом залога, денежные требования по которому составляют активы фонда. 5. Финансовые инструменты, базовым активом которых являются величины процентных ставок. 6. Финансовые инструменты, базовым активом которых являются величины процентных ставок	Обыкновенная именная акция (в случае ОАО). Инвестиционный пай (в случае ЗПИФ)
		1. Общее собрание владельцев паев – в случае ЗПИФ. 2. Управляющая компания Контроль: спецдепозитарий			

Тип фонда	Организационно-правовая форма	Структура управления, контроль за распоряжением имущества	Имущество фонда	Состав активов фондов	Эмитируемая ценная бумага
Хедж-фонды	1. ОАО. 2. Имущественный комплекс без образования юр. лица (интервальный ПИФ или ЗПИФ)	1. Общее собрание акционеров. 1.1. Совет директоров – в случае, если в форме ОАО 1. Общее собрание владельцев паев – в случае ЗПИФ. 2. Управляющая компания. Контроль: спецдепозитарий	1. Имущество для обеспечения деятельности его органов управления. 2. В доверительное управление передается имущество для инвестирования – инвестиционные резервы – в случае ОАО В доверительное управление передается все имущество фонда – в случае ЗПИФ или ИПИФ	1. Денежные средства в российской и иностранной валюте. 2. Корпоративные ЦБ российских эмитентов. 3. Акции иностранных АО. 4. Акции АИФ и паи ПИФ за исключением паев (акций) фондов фондов. 5. Паи (акции) иностранных инвестиционных фондов долевых инструментов. 6. Российские и иностранные депозитарные расписки на ценные бумаги. 7. Драгоценные металлы, в т.ч. требования к кредитным организациям выплатить их эквивалент по текущему курсу. 8. Финансовые инструменты, базовым активом которых являются биржевые товары. 6. Финансовые инструменты, базовым активом которых являются финансовые инструменты, базовым активом которых являются биржевые товары	Обыкновенная именная акция (в случае ОАО); инвестиционный пай (в случае ЗПИФ или ИПИФ)
Фонды прямых и венчурных инвестиций	1. ОАО. 2. Имущественный комплекс без образования юр. лица (ЗПИФ)	1. Общее собрание акционеров. 1.1. Совет директоров – в случае, если в форме ОАО 1. Общее собрание владельцев паев – в случае ЗПИФ. 2. Управляющая компания. Контроль: спецдепозитарий	1. Имущество для обеспечения деятельности его органов управления. 2. В доверительное управление передается имущество для инвестирования – инвестиционные резервы – в случае ОАО В доверительное управление передается все имущество фонда – в случае ЗПИФ	Фонды прямых инвестиций: 1. Денежные средства в российской и иностранной валюте. 2. Долговые инструменты, в т.ч. выпущенные российскими хозяйственными обществами, более 25% размещенных обыкновенных акций (долей в уставных капиталах) которых составляют активы фонда. 3. Акции российских акционерных обществ. 4. Доли в уставных капиталах российских ООО. 5. Облигации российских хозяйственных обществ, в отношении которых не зарегистрирован проспект ценных бумаг, если более 50% размещенных обыкновенных акций (долей в уставных капиталах) указанных обществ составляют активы фонда. 6. Простые векселя российских хозяйственных обществ, если более 50% размещенных обыкновенных акций (долей в уставных капиталах) указанных обществ составляют активы фонда Фонды венчурных инвестиций: Первые четыре пункта инструментов инвестирования совпадают с инструментами фондов прямых инвестиций. Дополнительные инструменты: 5. Простые векселя российских АО и ООО, более 25% размещенных акций которых составляют активы фонда. 6. Облигации российских хозяйственных обществ, в отношении которых не зарегистрирован проспект, если более 25% размещенных акций (долей в уставных капиталах) указанных обществ составляют активы фонда. 7. Финансовые инструменты, базовым активом которых являются величины процентных ставок. 8. Финансовые инструменты, базовым активом которых являются финансовые инструменты, базовым активом которых являются величины процентных ставок	Обыкновенная именная акция (в случае ОАО); инвестиционный пай (в случае ЗПИФ)

Тип фонда	Организационно-правовая форма	Структура управления, контроль за распоряжением имущества	Имущество фонда	Состав активов фондов	Эмитируемая ценная бумага
Фонды недвижимости и рентные фонды	Имущественный комплекс без образования юр. лица	1. Общее собрание владельцев паев. 2. Управляющая компания. Контроль: спецдепозитарий	1. В доверительное управление передаются денежные средства. 2. Иное имущество, предусмотренное инвестиционной декларацией	Рентные фонды: 1. Денежные средства в российской и иностранной валюте. 2. Недвижимое имущество и право аренды недвижимого имущества. 3. Акции АИФ и инвестиционные паи ПИФ, относящихся к категории рентных фондов. 4. Паи (акции) иностранных инвестиционных фондов долевых инструментов. 5. Долговые инструменты Фонды недвижимости: 1. Имущественные права из договоров участия в долевом строительстве объектов недвижимого имущества. 2. Акции АИФ и инвестиционные паи ПИФ, относящихся к категории фондов недвижимости и рентных фондов. 3. Инструменты для квалифицированных инвесторов	Инвестиционный пай
Фонды фондов	1. ОАО. 2. Имущественный комплекс без образования юр. лица (ПИФ)	1. Общее собрание акционеров. 1.1. Совет директоров – в случае АИФ. 2. Управляющая компания. Контроль: спецдепозитарий	1. Имущество для обеспечения деятельности его органов управления. 2. В доверительное управление передается имущество для инвестирования – инвестиционные резервы – в случае ОАО 1. В доверительное управление передается все имущество фонда – в случае ПИФ	1. Денежные средства в российской и иностранной валюте. 2. Долговые инструменты. 3. Акции АИФ и инвестиционные паи ПИФ, за исключением инвестиционных фондов, относящихся к категории фондов фондов. 4. Паи (акции) иностранных ИФ, за исключением паев (акций) иностранных ИФ, которые в соответствии с личным законом иностранного эмитента являются фондами фондов. 5. Российские и иностранные депозитарные расписки на паи (акции) иностранных ИФ, за исключением паев (акций) иностранных ИФ, которые в соответствии с личным законом иностранного эмитента являются фондами фондов. 6. Ипотечные сертификаты участия, выданные в соответствии с законодательством Российской Федерации	Обыкновенная именная акция (в случае ОАО); Инвестиционный пай (в случае ЗПИФ)

Акционерный инвестиционный фонд

Акционерный инвестиционный фонд (АИФ) может быть создан только в форме открытого акционерного общества. АИФ не вправе размещать иные ценные бумаги, кроме обыкновенных именных акций. АИФ не вправе размещать акции путем закрытой подписки.

Предшественниками АИФ на российском рынке были чековые инвестиционные фонды (ЧИФ), возникшие в результате российской программы чековой приватизации. Положение о ЧИФ не предусматривало процедур и механизмов государственного регулирования и санкций, которые Госкомимущество РФ могло бы применить к фондам в случае нарушения ими установленных положением нормативов и правил. Более того, отсутствие достаточного количества финансовых инструментов для инвестирования, а также непродуманная система налогообложения привели к волне банкротств ЧИФ и, как следствие, к многочисленным нарушениям прав акционеров. Поэтому во второй половине 1990-х гг. были приняты несколько указов Президента РФ, дававших возможность ЧИФ трансформироваться в акционерные либо паевые инвестиционные фонды. Однако эти меры не привели к активизации деятельности данных фондов,

так как основная проблема – трехступенчатая система налогообложения (налог на прибыль ОАО, налог на дивиденды и проценты по облигациям и налог на доходы физических лиц – пайщиков) не была решена. Наиболее известный ЧИФ «Первый инвестиционный ваучерный фонд» существует в настоящее время как АИФ «Инвестиционный фонд недвижимости Пиоглобал».

Паевый инвестиционный фонд

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) – совокупность имущества, переданного инвесторами (физическими и юридическими лицами) в доверительное управление управляющей компании в целях прироста этого имущества. ПИФ – обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией. Такой ценной бумагой является инвестиционный пай. Особенностью ПИФ является отсутствие двойного налого-

обложения: прирост стоимости имущества ПИФ налогом не облагается, паищики уплачивают налог на доход либо на прибыль только в момент реализации пая.

Существуют следующие типы ПИФ:

- открытый паевой инвестиционный фонд (ОПИФ);
- интервальный паевой инвестиционный фонд (ИПИФ);
- закрытый паевой инвестиционный фонд (ЗПИФ).

Как правило, ОПИФ и ИПИФ используются для привлечения средств частных паищиков, которые в свою очередь имеют возможность получать от вложений в ценные бумаги такие же выгоды, какие получают крупные институциональные инвесторы – банки, страховые компании и т.д.

В ЗПИФ владелец пая не вправе требовать от управляющей компании прекращения договора доверительного управления фондом до истечения срока его действия. Как правило, ЗПИФ используется для создания финансовой структуры, благодаря которой осуществляется взаимодействие с компаниями с целью осуществления тех или иных проектов, то есть ЗПИФ является инструментом финансирования и инвестирования крупных проектов, например, проектов недвижимости.

Общие фонды банковского управления

Отличительной чертой общих фондов банковского управления (ОФБУ) является технология выплаты дохода. Это единственный тип фондов, паи которых не нужно продавать, чтобы получить деньги, заработанные управляющими компаниями. По окончании определенного периода, например квартала, средства либо выплачиваются инвестору на руки, либо зачисляются на его счет, либо присоединяются к стоимости пая и тем самым доля инвестора в фонде увеличивается. По условиям выплаты дохода такие ОФБУ схожи с интервальными ПИФами – в обоих случаях деньги можно получить не раньше, чем по окончании заранее определенного периода. А по способу выдачи прибыли они напоминают банковские депозиты, однако в отличие от них доход по ОФБУ не гарантирован, и по сравнению с вкладами может быть как более высоким, так и более низким.

Таким образом, при всем сходстве (практически одинаковые цели и механизмы достижения) ПИФы и ОФБУ различаются, во-первых, по принципам формирования имущества коллективного инвестора (единственное требование к инвестиционной политике ОФБУ – фонд не может вкладывать более 15% своих активов в ценные бумаги одного эмитента или группы эмитентов, что не касается государственных ценных бумаг) и, во-вторых, по методам построения инфраструктуры. Характерной особенностью этих фондов является то, что банк одновременно осуществляет и доверительное управление, и учет операций с имуществом ОФБУ. Это дает основание сделать вывод о том, что риски инвестора надлежащим образом не защищены.

Негосударственный пенсионный фонд

Негосударственный пенсионный фонд (НПФ) – особая организационно-правовая форма некоммерческой организации социального обеспечения, исключительными видами деятельности которой являются:

- деятельность по негосударственному пенсионному обеспечению участников фонда в соответствии с договорами негосударственного пенсионного обеспечения;
- деятельность в качестве страховщика по обязательному пенсионному страхованию в соответствии с Федеральным законом №167-ФЗ от 15 декабря 2001 г. «Об обяза-

тельном пенсионном страховании в РФ» и договорами об обязательном пенсионном страховании;

- деятельность в качестве страховщика по профессиональному пенсионному страхованию в соответствии с федеральным законом и договорами о создании профессиональных пенсионных систем.

Концепция организации российской пенсионной системы была сформулирована в 1998 г. и закреплена в Программе пенсионной реформы в РФ. Первой инновацией пенсионной реформы считается введение накопительного принципа в систему обязательного пенсионного обеспечения и допуск частных финансовых институтов – негосударственных пенсионных фондов (НПФ) – к управлению (инвестированию) пенсионных накоплений. Ожидалось, что с появлением НПФ будут устранены недостатки системы государственного социального обеспечения и расширены возможности граждан в самостоятельном решении вопросов собственного пенсионного обеспечения.

НПФ вышли на рынок государственной системы пенсионного обеспечения в 2004 г. Это право за ними было закреплено в Законе №14-ФЗ от 10 января 2003 г. «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон «О негосударственных пенсионных фондах». Принятие закона внесло определенную ясность в принципы и условия участия НПФ в системе обязательного пенсионного страхования. Закон закрепил юридические нормы, касающиеся вопросов создания, государственной регистрации, лицензирования, осуществления деятельности НПФ, их реорганизации и ликвидации. В документе были прописаны условия государственного регулирования и контроля над деятельностью НПФ, гарантии исполнения фондами обязательств по пенсионному обеспечению населения. Становлению НПФ как частного институционального образования способствовала также корпоративная заинтересованность компаний в привлечении в производство наиболее квалифицированной рабочей силы, которой гарантировались лучшие условия пенсионных накоплений по специальным внутрикорпоративным программам.

По Федеральному закону «Об инвестировании средств пенсионных накоплений» НПФ имеют право вкладывать средства своих клиентов в достаточно ограниченный перечень финансовых инструментов.

Кредитные фонды

Кредитные фонды – фонды, используемые для секьюритизации банковских кредитов, обеспеченных залогом, поручительством или банковской гарантией, могут быть только закрытыми. Их основной актив – все виды обеспеченных кредитов. Создание таких фондов стало возможным после введения в закон «Об инвестиционных фондах» понятия квалифицированного инвестора, что позволило фондам расширить линейку инвестиционных продуктов за счет более рискованных и доходных инструментов.

Согласно новой редакции положения ФСФР РФ, в состав активов кредитных фондов могут входить денежные требования по кредитным договорам, исполнение обязательств по которым обеспечено залогом, поручительством или банковской гарантией. При этом не менее двух третей рабочих дней в течение года сумма требований по кредитным договорам или договорам займа должна составлять не менее 65% стоимости активов. Сумма требований по одному кредитному договору или договору займа не должна превышать 10% стоимости активов фонда, эта норма предусмотрена

для диверсификации активов фонда и снижения рисков. Остальные активы кредитных фондов могут быть представлены денежными средствами и долговыми инструментами. Также в кредитных фондах управляющие смогут использовать фьючерсы. Более четко структура активов кредитных фондов будет описана в положении о рисках, которое сейчас разрабатывает ФСФР РФ.

Эксперты отмечают, что сотрудничество с такими фондами заинтересует прежде всего не частных инвесторов, а банки, которые смогут передавать в новые ПИФ требования по кредитам в обмен на ликвидность. По мнению экспертов, инвесторам новый инструмент может быть менее интересен, чем банкам, поскольку прогнозировать доходность паев кредитных фондов будет крайне сложно, так как для этого необходимо смотреть на качество конкретного кредита, например автомобильный это кредит или потребительский, чем он обеспечен. Именно от размера залога будет зависеть ставка, под которую паи фонда будут отдаваться инвесторам.

Хедж-фонд

Хедж-фонд (англ. hedge fund) – это частный, не ограниченный нормативным регулированием инвестиционный фонд (может быть закрытым и интервальным), недоступный широкому кругу лиц и управляемый профессиональным инвестиционным управляющим. Хедж-фонды подразумевают самую либеральную инвестиционную декларацию: разрешение размещать средства в самые различные ценные бумаги, в том числе в не котируемые, в финансовые инструменты срочных сделок, в драгоценные металлы, в частности, на обезличенных металлических счетах. Также для хедж-фондов предусмотрены самые либеральные требования к структуре активов.

Чаще всего хедж-фонды обслуживают крупных инвесторов, так как административные издержки слишком высоки. Законодательства большинства стран из-за высокого уровня рисков не допускают мелких инвесторов в хедж-фонды. Как правило, инвестор может войти в мировые хедж-фонды с капиталом не менее 1 млн. руб. Это сужает круг заинтересованных лиц и обеспечивает более высокий уровень осведомленности инвесторов о рисках, сопутствующих таким вложениям. По законодательству США хедж-фонды имеют право обслуживать только профессиональных инвесторов (qualified investors) с первоначальным взносом не менее 5 млн. долл. США для частных инвесторов и 25 млн. долл. США – для институциональных.

Фонды прямых и венчурных инвестиций

Фонды прямых и венчурных инвестиций являются закрытыми паевыми инвестиционными фондами, инвестирующими в корпоративные активы. Средства венчурных фондов направляются на финансирование start-up-проектов предприятий (стартапы (start up) – компании на начальном уровне развития) в первую очередь посредством участия в их уставных капиталах. Прямые инвестиции предназначены для предприятий, прошедших начальную стадию развития, но испытывающих недостаток в финансировании на последующих этапах.

Инвесторам фонда прямых инвестиций законодательно запрещено выступать учредителями компании – объекта для инвестирования и участвовать в первичном размещении ее акций. Это требование сужает поиск компаний для инвестирования и разрешает финансировать только уже существующие.

Второе главное отличие состоит в том, что, как правило, фонды прямых инвестиций стремятся приобрести контрольный пакет акций компании – объекта инвестирования. А если так, то руководство компанией ложится на управляющих фондом. Многие же венчурные фонды ограничиваются «блокирующим» пакетом акций (25% + одна акция) и не участвуют в оперативном управлении. Однако есть и фонды прямых инвестиций, и венчурные фонды, которые не придерживаются подобных схем.

Аналогично действиям управляющих при венчурном инвестировании, управляющие ПИФ прямых инвестиций при принятии решения о финансировании того или иного проекта должны четко представлять, каким образом фонд будет выходить из проекта через несколько лет. Это может быть продажа пакета акций, IPO, MBO (выкуп контрольного пакета акций компании ее администрацией) и др.

Согласно новому законодательству, доступным инструментом к размещению в активах венчурных фондов и фондов прямых инвестиций стали доли в уставных капиталах обществ с ограниченной ответственностью. Условия участия этих инструментов в их составе аналогичны условиям участия акций акционерных обществ. Следует сказать, что данный инструмент ранее был доступен для венчурных фондов, однако новацией является то, что новым Положением снято ограничение по количеству предоставляемых этими долями голосов (ранее необходимо было, чтобы доли предоставляли более 50% голосов). По структуре требования остались прежними и аналогичными требованиями к акциям, допущенным к торгам без процедуры листинга, а также включенным в котировальные списки «И». Существенным фактом формирования активов также является и то, что существуют определенные ограничения по видам деятельности российских хозяйственных обществ, акции или доли которых не могут входить в состав активов инвестиционных венчурных фондов. Эти виды деятельности указаны в п. 7.3 Положения о составе и структуре активов АИФ и активов ПИФ.

Основной проблемой для развития указанных фондов является невысокая инвестиционная активность и недостаточное количество компаний для инвестирования. Нельзя, однако, не отметить положительную динамику развития рынка прямых инвестиций в РФ – формируются новые фонды, приходят западные фонды, интерес к инвестициям растет, а кроме того, расширяются меры государственной поддержки развития инновационного бизнеса, которые связаны с деятельностью государственной корпорации «Роснано-технология», получившей по новому законодательству статус квалифицированного инвестора.

Фонды недвижимости

Фонды недвижимости имеют ряд особенностей, связанных с особым составом и порядком формирования имущества фонда. Некоторое время деление фондов недвижимости на девелоперские (фонды недвижимости) и рентные являлось условным, поскольку в законодательстве соответствующие понятия четко прописаны не были. Вступление в силу Положения о составе и структуре активов АИФ и активов ПИФ обязало управляющих фондов четко обозначить в тексте правил фонда недвижимости источник дохода.

Рентные фонды

Рентные фонды появились в результате выделения из фондов недвижимости, они занимаются сдачей в аренду готовой недвижимости и приносят пайщику регулярный доход от своего основного актива, а фонды недвижимости – строительством новых объектов. Причем если строительство ведется с использованием инвестиционных контрактов, то такой фонд предназначен исключительно для квалифицированных инвесторов. Если же строительство ведется на основании договоров долевого участия, фонд будет доступен и розничным пайщикам. Рентные фонды традиционно считаются более надежными, так как в них есть прогнозируемый поток платежей, который можно посчитать. Так как объект рентного фонда реально существует и имеет вполне определенную стоимость, его риски меньше по сравнению с рисками девелоперских фондов.

Из-за финансового кризиса многие девелоперы замораживают свои проекты. По мере того как кризисные явления будут нарастать, часть инвесторов может перейти из высокодоходных и рискованных строительных фондов в более консервативные рентные, потому что рентный бизнес не нуждается в заемных средствах, не несет в себе риски строительства и риски, связанные со сложностью продажи построенных объектов в условиях острой недостаточности денежных средств.

Фонды фондов

Из названия фонда фондов ясно, что объектом инвестирования такого ПИФ являются паи других ПИФ. Причем это могут быть паи только открытых и интервальных ПИФ, за исключением паев других фондов фондов и другие финансовые инструменты. Таким образом, инвестируя сразу в несколько ПИФ, фонды фондов диверсифицируют риски своих пайщиков: вкладывая деньги в один ПИФ, пайщики приобретают портфель ПИФов. Благодаря диверсификации снижаются риски и повышается надежность инвестиций.

Порог вхождения в фонды фондов довольно демократичен, что является следствием ориентации на частных инвесторов. Поэтому благодаря фондам фондов, даже обладая небольшой суммой средств, можно стать пайщиком ПИФ различных управляющих компаний. К недостаткам фондов фондов можно отнести высокие издержки на управление: пайщики вынуждены платить не одной управляющей компании, а нескольким – управляющей фондов фондов и управляющим фондами, паи которых включаются в портфель фонда фондов.

Успех инвестирования в фонды фондов зависит от профессионализма менеджеров в части составления портфеля. Если портфель составлен грамотно, прибыль гарантирована, а риски минимизированы.

Индексные фонды

Индексные фонды – инструмент для получения доходности, близкой к доходности определенной группы активов (акций, реже биржевых товаров – золота, нефти). В основе индексного инвестирования лежит предположение о том, что рынки акций в долгосрочной перспективе растут, однако в краткосрочной перспективе возможны ощутимые колебания стоимости активов как в сторону увеличения, так и в сторону уменьшения. Поэтому индексные фонды считаются одним из самых рискованных инструментов инвестирования. В периоды спада возможно возникновение существен-

ных убытков. Инвестирование только в индексные фонды можно рекомендовать при длительном инвестиционном горизонте – в пять лет и более.

К преимуществам индексных паевых фондов можно отнести небольшие издержки по сравнению с другими видами ПИФ, доступность и отсутствие «человеческого фактора», когда управляющий фондом может совершить ошибку и нанести ущерб пайщикам.

Фондовые индексы

Фондовые индексы отражают совокупное изменение стоимости связанных по определенному признаку ценных бумаг, например, совокупность акций определенной страны или отрасли. Обычно индекс рассчитывается по относительно небольшой выборке акций, а не по всем торгуемым на рынке активам. Количество акций в выборке приводится в конце наименования индекса: Standard and Poor's Global 100, S&P 500, FTSE 100, Nikkei 225, DAX 30. Наиболее известные фондовые индексы: Standard and Poor's 500, MSCI Emerging Markets, NASDAQ, RTS, MMBB.

Фонды товарного рынка

Фонды товарного рынка – это фонды, преимущественно инвестирующие в финансовые инструменты срочного рынка, базовым активом которых является биржевой товар. Данная категория фондов может быть предназначена как для квалифицированных, так и для неквалифицированных инвесторов.

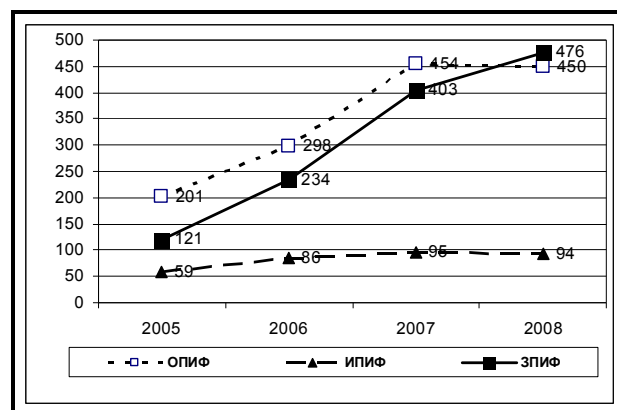


Рис. 1. Изменение количества фондов на российском рынке

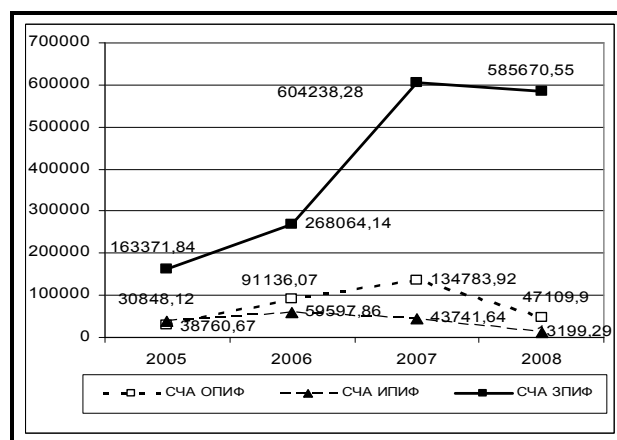


Рис. 2. Рост стоимости чистых активов российских ПИФ

Анализ новых видов паевых фондов, предусмотренных «Положением о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов» показывает, что только кредитные фонды и хедж-фонды – это действительно новые фонды, предназначенные для квалифицированных инвесторов. Фонды прямых и венчурных инвестиций также отнесены к фондам для квалифицированных инвесторов. Кроме того, фонд любой категории может быть отнесен к фондам для квалифицированных инвесторов, что позволит более свободно использовать его имущество и приобретать более рискованные активы. Особое значение эта возможность имеет для фондов недвижимости, которые в случае ограничения их паев в обороте могут вкладывать средства в инвестиционные контракты, корпоративные активы девелоперов и приобретать недвижимость без ограничений по территориальному признаку.

Динамика роста количества фондов на российском рынке и роста их совокупных активов показана на рис. 1 и 2.

По данным Национальной лиги управляющих, по состоянию на 31 декабря 2009 г. на российском рынке зарегистрированы и действуют следующие виды паевых инвестиционных фондов:

- индексных 46;
- фондов фондов 16;
- денежного рынка 6;
- недвижимости 350;
- венчурных инвестиций 54;
- прямых инвестиций 15;
- ипотечных 11.

Ключевыми новациями законодательства о финансовых рынках, предусматривающими новые механизмы работы инвестиционных фондов, являются:

- в части создания фонда и взаимодействия с пайщиками:
 - определение закрытого перечня видов имущества, передаваемого в оплату паев при формировании и при размещении дополнительных паев;
 - «транзитный режим» имущества, передаваемого в оплату инвестиционных паев;
 - специальный порядок передачи имущества в оплату инвестиционных паев;
 - возможность неполной оплаты инвестиционных паев или оплаты паев имуществом (в том числе дополнительных);
 - возможность досрочного частичного погашения паев;
 - пролонгированный срок формирования закрытых фондов;
 - институт «объявленных паев»;
- в части распоряжения активами фонда:
 - состав и структура активов фонда, система оценки и управления рисками фондов;
 - возможность выдачи займов за счет фонда и получения активов по договорам займа / кредита;
 - возможность заключения сделок в отношении имущества, не составляющего активы фонда и (или) принадлежащего пайщикам фонда, его инфраструктуре;
 - возможность приобретения ценных бумаг (долей в уставных капиталах) компаний, связанных с управляющим, и инфраструктуры фонда;
 - необязательность независимой оценки;
 - дифференцированная система определения вознаграждения управляющей компании – для обычных фондов и фондов для квалифицированных инвесторов;
 - определение «закрытого» перечня расходов фонда;
- в части административных процедур:
 - типовые правила открытого, интервального и закрытого ПИФ;
 - сокращенная процедура регистрации изменений в правила;

- дифференцированная система раскрытия информации для обычных фондов и фондов для квалифицированных инвесторов;
- уведомление ФСФР РФ об изменениях в структуре собственников управляющей компании и спецдепозитария, а также в составе исполнительных органов этих организаций;
- передача в ФСФР РФ предоставляемой инвесторам информации;
- представление отчетности с использованием ЭДО;
- лицензирование и контроль организаций на рынке коллективных инвестиций.

Однако принятые нормативные правовые акты ФСФР РФ содержат недоработки в определении видов имущества, которое может передаваться в оплату инвестиционных паев фонда при его формировании. Так, несмотря на то, что пай формируемого ипотечного фонда могут оплачиваться правами требования из ипотечных кредитов, аналогичной возможности для кредитных фондов не предусмотрено. Также следует отметить и тот факт, что перечень видов имущества, которое может передаваться в оплату дополнительных инвестиционных паев, пока не утвержден ФСФР РФ.

Необходимо отметить, что после вступления в силу нового законодательства рынок получил необходимые нормативные документы меньше чем за год. Но та часть нормативной базы, которая пока разрабатывается или еще находится в проектной стадии, не менее важна для рынка, которому придется в новом году работать в новых условиях и, несомненно, с новыми инструментами. Поэтому задача по созданию максимально эффективного и работающего нормативного инструментария финансового рынка становится еще более актуальной и востребованной.

Исследуя меры государственного воздействия на результативность системы коллективного инвестирования, нельзя обойти вниманием тот факт, что РФ в лице Минфина РФ является крупнейшим заемщиком на российском рынке ценных бумаг. Однако, кроме цели внутреннего займа, РФ преследует также цели стимулирования развития механизмов, обеспечивающих доступ максимально широкому кругу инвесторов на рынок государственных ценных бумаг, в том числе всем формам коллективных инвестиций. Многие паевые инвестиционные фонды работают с государственным ценными бумагами, предпочитая принцип вложений в наиболее консервативные и стабильные инструменты, представленные на российском рынке. Как и во всей мировой практике, государственные облигации считаются наиболее надежным финансовым инструментом, поэтому доходность по ним, как правило, несколько ниже, чем доходность по корпоративным облигациям.

В соответствии с Положением о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов все государственные ценные бумаги РФ, а также бумаги субъектов РФ, включенные в котировальные списки фондовых бирж, могут находиться в составе активов паевых инвестиционных фондов любых категорий (по отношению к индексным фондам применяется дополнительное требование о расчете индекса). При этом при оценке требований к структуре активов ограничительные требования предъявляются, как правило, к бумагам одного выпуска. Так, например, в активах открытых и интервальных ПИФ (фонды денежного рынка, облигаций, акций, фонды фондов, смешанных инвестиций), а также закрытых ПИФ (фонды венчурных инвестиций и смешанных инве-

стиций) оценочная стоимость государственных ценных бумаг РФ или государственных ценных бумаг субъектов РФ одного выпуска может составлять не более 35% стоимости их активов.

Управление государственным имуществом на рынке коллективных инвестиций наиболее наглядно представлено в виде регулирования накопительных систем социально ориентированных государственных программ. Так, в рамках пенсионной реформы государственные средства Пенсионного фонда РФ поступают на рынок коллективных инвестиций. Пенсионный фонд, являясь составной частью финансовой системы РФ, обладает рядом особенностей:

- имеет строгую целевую направленность;
- денежные ресурсы фонда формируются в основном за счет индивидуально возмездных платежей юридических и физических лиц, имеющих налоговую природу и являющихся обязательными;
- денежные ресурсы фонда находятся в государственной федеральной собственности;
- формирование денежных ресурсов фонда имеет персональное целевое назначение по обеспечению права гражданина на получение пенсии по обязательному пенсионному страхованию в размере, эквивалентном сумме страховых взносов, учтенной на его индивидуальном личном счете.

Пенсионные накопления представляют собой имущество специфического правового режима. С одной стороны, они находятся в собственности РФ. С другой – они формируются за счет персонифицированной уплаты страховых взносов, отдельно учитываемых на индивидуальных лицевого счетах застрахованных лиц, а управление совокупностью данных средств носит коллективный характер.

До кризиса 2008 г. Управляющей компании (ВЭБ) Пенсионного фонда России было разрешено инвестировать пенсионные накопления граждан только в государственные ценные бумаги и в ипотечные ценные бумаги, имеющие государственную гарантию. В связи с этим выявляется наличие как минимум двух основных проблем, оказывающих негативное влияние на деятельность фондов.

1. Во-первых, отсутствует необходимое количество государственных бумаг. По мнению аналитиков, объем госбумаг в 2009 г. достаточен лишь для размещения не более 35% пенсионных денег ВЭБ.
2. Во-вторых, доходность по таким консервативным инструментам крайне низкая. За первое полугодие 2008 г. доходность этих вложений составила 4,85% годовых, инфляция – 9,1%, т. е. пенсионные накопления граждан не только не приумножились, но и обесценились.

Для решения этих проблем государство вынуждено целенаправленно увеличивать объем заимствований. По данным Международного валютного фонда, в развитых странах соотношение внутреннего и внешнего долга составляет 3:1, а в развивающихся – 1:3. Основной рыночной оценкой надежности государственных облигаций той или иной страны служит их цена или доходность. Уровни доходности по размещаемым и торгуемым государственным облигациям колеблются в определенном диапазоне в зависимости от ряда экономических факторов.

Динамика цен государственных облигаций зависит от ряда макроэкономических факторов, отражающих экономическую ситуацию внутри данной страны, таких как размер бюджетного дефицита, уровень инфляции, данные по внешнеторговому балансу, показатели состояния

рынка труда, индекс потребительских цен (consumer price index), индекс цен производителей (producer price index), индекс деловой активности и других. Ключевым фактором, влияющим на доходность государственных облигаций, является базовая процентная ставка (federal funds rate), изменения которой отражают темпы роста инфляции. Размер базовой процентной ставки устанавливается центральным банком страны на регулярных заседаниях. Данные по макроэкономической ситуации, подтверждающие экономический рост и усиливающие инфляционные ожидания и соответственно ожидания увеличения ставки рефинансирования, способствуют росту доходности государственных облигаций. Напротив, данные, свидетельствующие о спаде производства, снижении прибыли национальных компаний и сокращении расходов потребителей поддерживают рынок государственных облигаций. Кроме того, доходность по государственным облигациям напрямую зависит от роста дефицита государственного бюджета, так как последнее обстоятельство означает неизбежность новых заимствований путем размещения дополнительных выпусков облигаций. На доходность по тем или иным государственным облигациям влияют также и другие факторы:

- различные источники заимствований (национальные или международные);
- ликвидность рынка;
- общий объем государственных заимствований;
- планы эмитента в отношении дальнейших выпусков и т.д.

Состояние российского рынка государственных рублевых облигаций благодаря крупным докризисным доходам от продажи нефти характеризуется тем, что государство могло бы обойтись без больших заимствований на внутреннем рынке, но Пенсионный фонд России (ПФР) и Государственная управляющая компания (ГУК) нуждаются в новых суверенных облигациях для вложения пенсионных накоплений. Тем более что рынок суверенных облигаций становится все менее ликвидным: ПФР увеличивает свои вложения в эти бумаги, тем самым фактически выводя их из обращения. Если не принять меры, то к 2014 г. активы ПФР и ГУК превысят объем торгуемого государственного долга. Поэтому необходимость расширения списка доступных им инвестиционных инструментов назрела достаточно давно.

Развитие мирового финансового кризиса потребовало изменений в инвестиционной политике ПФР и ГУК: список инструментов инвестирования пополнился корпоративными бумагами. Таким образом, на внутреннем рынке корпоративных и муниципальных долговых обязательств появились два новых крупных инвестора. Тем более что в связи с кризисом наступает время прямых инвестиций, так как многие активы предлагаются по очень привлекательной цене. В этой связи принятие ФСФР РФ соответствующих мер по введению на рынке категории квалифицированного инвестора для того, чтобы предоставить определенному кругу инвесторов возможность совершать более рискованные операции явилось своевременным шагом. Таким образом, в конце 2007 г. и в 2008 г. после внесения поправок в законы о рынке ценных бумаг и об инвестиционных фондах возникли предпосылки дальнейшего развития нормативного аппарата, регулирующего рынок коллективных инвестиций, появилось поле для серьезной работы по подкреплению поправок реальными механизмами их функционирования.

Как отмечалось выше, принятие новой редакции Закона «Об инвестиционных фондах» разделило его инвесторов

на две основные группы: квалифицированных и неквалифицированных инвесторов. В декабре исполнился год с момента введения на рынке категории квалифицированного инвестора. Появление данного института стало одним из важнейших событий как для рынка коллективных инвестиций, так и для рынка ценных бумаг в целом. С практической точки зрения такая сегментация выражается в разграничении имеющихся финансовых инструментов (на основе критерия ограниченности в обороте) и установлении порядка и условий выпуска, приобретения и вторичного оборота этих финансовых инструментов.

Следует отметить, что ФСФР РФ была проделана огромная работа по приведению нормативных подзаконных актов в соответствие с новым законом. В настоящее время уже можно говорить о том, что в целом нормативное регулирование достаточно удобно для нормального функционирования закрытых и открытых паевых инвестиционных фондов. Профессиональные участники фондового рынка ожидают принятия типовых правил доверительного управления интервальными паевыми фондами, регламентации работы с производными инструментами, установления возможности оплачивать дополнительные паи закрытых фондов имуществом.

Законодательная новация по введению новых категорий фондов существенно расширяет возможности управляющих компаний и инвесторов, использующих паевые фонды. Законодательство предусматривает для квалифицированных некоторое упрощение учета по сравнению с существовавшим ранее, отмену ряда ограничений, изменение процедуры размещения дополнительных инвестиционных паев, новые возможности привлечения кредитов и займов.

Роль квалифицированного инвестора – это в первую очередь участие в проектах с относительно более высокими рисками, с длительными сроками реализации:

- инфраструктурные проекты;
- венчурное инвестирование;
- инновационная деятельность;
- развитие производства.

Это наиболее важные сейчас области российской экономики, для которой в последние годы был характерен перекоп в сторону получения сиюминутной спекулятивной прибыли от перепродажи активов. Для стимулирования таких «длинных» денег целесообразным представляется введение налоговых льгот для лиц, инвестирующих на длительный срок. Это явилось бы дополнительным стимулом развития рынка институциональных инвесторов, потому что в то время когда риски инвестиций существенно повышены из-за нестабильности мировой финансовой системы, для принятия решения об инвестициях необходим опыт подобной деятельности, а также умение принимать на себя ответственность за инвестиционные решения. Именно квалифицированные инвесторы в ближайшее время составят основную часть рынка коллективных инвестиций, тем более, что класс инвесторов, обладающих необходимым опытом в этой области и способных получать дополнительные доходы в качестве платы за риск от использования сложных финансовых инструментов, в РФ уже сформировался.

В настоящее время оценивать оправданность ожиданий по поводу создания института квалифицированных инвесторов достаточно сложно, так как в соответствии с приказом ФСФР РФ №08-19/пз-н от 20 мая 2008 г. «управляющие компании паевых инвестиционных фондов должны привести правила доверительного управле-

ния ПИФов в соответствие с требованиями настоящего приказа в срок до 12 декабря 2008 г.». Это свидетельствует о том, что в настоящий момент рынок находится в переходной стадии, и статистика для анализа отсутствует. Однако уже сейчас можно оценить предлагаемые регулятором новации, проработанность тех или иных положений законодательства, а также влияние их на привлекательность российского фондового рынка. Основные положения этих нововведений представлены в табл. 2.

Отмечая активность ФСФР РФ по подготовке подзаконных актов, которая за последний год во исполнение изменений в Закон №156-ФЗ ФСФР РФ издала уже более 16 приказов, регламентирующих те или иные его положения, следует иметь в виду, что работа в части разъяснения некоторых положений новой редакции Закона об инвестиционных фондах будет продолжаться. Тем не менее, несмотря на значительную работу по разработке нормативных документов, проработанность регулятором, остается ряд вопросов, не раскрытых в достаточной мере в указанных нормативных актах. Некоторые участники фондового рынка [4] считают, что:

- разделение инвесторов на массовых и квалифицированных выстроено больше по формальным, чем по существенным признакам;
- требования к выручке и сумме активов для признания юридических лиц квалифицированными инвесторами сформулированы достаточно жестко;
- на сегодняшний день баланс интересов законодательно смещен в сторону инвестора и слишком ограничивает управляющего. Необходимо предоставить управляющим компаниям более широкие полномочия;
- следует законодательно закрепить возможность биржевого обращения инвестиционных паев фондов для квалифицированных инвесторов. Отсутствие такой возможности ставит под вопрос развитие таких интересных для инвесторов и управляющих категорий фондов, как венчурные, кредитные, фонды прямых инвестиций и недвижимости, хедж-фонды, в частности, ограничивает инвестиционное участие в них коммерческих банков, негосударственных пенсионных фондов, существенно затрудняет совершение сделок по вторичному обороту паев;
- необходимо введение налоговых льгот для держателей паев, хотя бы снижение ставок налога на доходы физических лиц и налога на прибыль по промежуточному доходу, выплачиваемому по инвестиционным паям закрытых паевых фондов, до уровней, применяемых по дивидендам. Необходима определенность с налогом на добавленную стоимость при внесении недвижимого имущества в фонд при его создании или в оплату дополнительных паев, а также с земельным налогом;
- развитию фондов недвижимости, инвестиционные паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов, способствовало бы законодательное установление права управляющей компании такого фонда осуществлять функции застройщика, т. е. получать разрешение на строительство объектов недвижимости, привлекать денежные средства для строительства по договорам на участие в долевом строительстве.

Несмотря на отмеченные недоработки законодательства, следует отметить, что на сегодняшний день складываются предпосылки для форсированного развития отечественных финансовых институтов, способных аккумулировать и эффективно управлять значительными инвестиционными ресурсами. Введение рыночной категории «квалифицированный инвестор» позволяет сформировать фонды для квалифицированных инвесторов в форме ЗПИФ, а возможность свободной покупки и продажи их паев на вторичном рынке является стимулом для привлечения в этот сегмент новых инвесторов.

Таблица 2

**ВОЗМОЖНОСТИ КВАЛИФИЦИРОВАННЫХ ИНВЕСТОРОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ
НА ОСНОВАНИИ ФЕДЕРАЛЬНОГО ЗАКОНА от 6 ДЕКАБРЯ 2007 г. №334-ФЗ**

№	Новация законодательства	Ссылка на документ	Последствия применения нормы
1	Разграничения между инвесторами, готовыми к различной степени риска инвестиций, т.е. создание института квалифицированно-го инвестора	Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», ст. 51.2	Специфика венчурного бизнеса из-за высоких рисков требует реорганизации государственного управления в этой сфере. Поэтому госкорпорации «Роснано-технология» присвоен статус квалифицированного инвестора
2	Усиление влияния определенных категорий квалифицированных инвесторов на стабилизацию фондового рынка	Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», ст. 51.2	Например, присвоение Роснано-теху (бюджет которого весьма значителен) статуса квалифицированного инвестора позволит этой госкорпорации поддержать некоторые сегменты фондового рынка
3	Для квалифицированного инвестора управляющая компания (УК) может создавать новые инвестиционные продукты, что способствует расширению ассортимента инструментов финансового рынка	Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. №156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»; Положение о составе и структуре активов АИФ и ПИФ (в ред. приказа ФСФР РФ от 23 сентября 2008 г. №08-36/пз-н)	Повышается эффективность деятельности УК за счет разработки и осуществления различных стратегий, предоставления инвесторам доступа на новые рынки
4	Упрощение допуска на рынок эмитентов, выпуск бумаг которых будет рассчитан на квалифицированных инвесторов	В стадии разработки	Приведет к расширению общего спектра финансовых инструментов
5	Введение дополнительного контроля инвестиционного комитета над сделками с имуществом фонда и ограничений на раскрытие информации	В стадии разработки	Управляющим компаниям будет значительно проще продавать свои услуги управления закрытыми паевыми фондами
6	Снятие ряда ограничений на деятельность управляющих компаний: • появление возможности учета инвестиционных паев номинальным держателем; • возможность подачи заявки на покупку инвестиционных паев через агента без участия УК; • возможность оплаты паев имуществом; • расширены возможности использования деривативов при совершении операций с активами фонда; • возможность привлечения фондами кредитов	Федеральный закон №156-ФЗ от 29 ноября 2001 г. «Об инвестиционных фондах»; ст. 22, п. 5; ст. 14; ст. 27, с. 14, п. 1. Положение о составе и структуре активов АИФ и ПИФ (в ред. приказа ФСФР РФ от 23 сентября 2008 г. №08-36/пз-н)	Данные изменения после внесения соответствующих поправок в Правила фондов сделают более удобным обслуживание управляющими компаниями пайщиков и позволят повысить эффективность управления активами фонда

Отмена запрета на приобретение управляющей компанией для фондов объектов инвестирования у своих аффилированных лиц, т.е. УК предоставлено право приобретать в состав имущества за счет имущества фондов ценные бумаги эмитентов, чьи акции (доли) на момент приобретения уже входят в состав имущества соответствующего фонда, позволяет осуществлять траншевое инвестирование развивающихся российских предприятий. Это особенно важно для фондов прямых инвестиций, а также венчурных фондов, так как процесс прямых венчурных инвестиций в инновационные компании существенно отличается от инвестиций на рынке ценных бумаг.

- Во-первых, венчурное инвестирование осуществляется на несколько лет во вновь созданные или находящиеся на ранней стадии развития малые или средние предприятия в научно-технической сфере в форме общества с ограниченной ответственностью, не выпускающих ценные бумаги, или закрытого акционерного общества, чьи бумаги не торгуются на бирже.
- Во-вторых, существует принцип commitments (резервирование капитала), заключающийся в том, что на момент формирования фонда инвесторы берут на себя обязательство предоставлять средства (не более установленного) по мере необходимости.

Анализ новаций российского законодательства показывает, что обновление действующих правовых механизмов, появление новых институтов и инструментов на финансовых рынках направлено на повышение результативности системы коллективного инвестирования

и в конечном счете – на стимулирование развития российского рынка ценных бумаг.

Особое место в пакете поправок в законодательство об инвестиционных фондах занимает намерение регулятора по созданию компенсационной системы для неквалифицированных инвесторов, направленной на гарантированное возмещение убытков, если клиент понесет убыток от действий управляющей компании. Эта мера призвана повысить доверие инвесторов к российскому рынку ценных бумаг и его институтам. Особенно это важно для фондов, связанных с инвестированием средств пенсионных накоплений российских граждан. В этой связи следует выделить таких участников рынка коллективных инвестиций, как ПФР и НПФ, поскольку они аккумулируют ежемесячные обязательные платежи российских граждан, а следовательно, возникает вопрос о готовности рынка воспринять объем средств, который поступает в управление этих фондов. Характеризуя этот инвестиционный ресурс, необходимо указать на совершенно определенные, отличные от других финансовых ресурсов, характеристики как по рискам, связанным с их размещением, так и по длительности их размещения, способам обращения и т.д. Существенной особенностью пенсионных активов является то, что это так называемые длинные деньги, которые могут инвестироваться в такие долгосрочные проекты, как строительство крупных системообразующих предприятий, аэропортов, железных дорог, жилья и т.п., то есть в те проекты, которые

в силу долгосрочной окупаемости пока не финансируются коммерческими банками.

Однако, возвращаясь к проблеме инвестирования средств ПФР и ГУК в корпоративные ценные бумаги, о чем говорилось в начале этой статьи, нельзя обойти вниманием тот негативный факт, что огромный объем ресурсов ПФР, который попадет на фондовый рынок, может привести к национализации экономики через пенсионные средства. Более того, последствия этого шага будут непредсказуемы как для фондового рынка, так и для экономики в целом.

Литература

1. Об утверждении Правил размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроля за их размещением [Электронный ресурс] : постановление Правительства РФ от 1 февр. 2007 г. №63. Доступ из справ.-правовой системы «Консультант Плюс».
2. Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов [Электронный ресурс] : в ред. приказа Федеральной службы по финансовым рынкам РФ от 23 сент. 2008 г. №08-36/пз-н. Доступ из справ.-правовой системы «Консультант Плюс».
3. Бахтараева К. Социально ответственные инвестиции : маркетинговый ход или будущее финансового рынка [Текст] / К. Бахтараева // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №11.
4. Бескровный А. Обновленный рынок [Текст] / А. Бескровный // Рынок ценных бумаг. – 2008. – №17.
5. Бескровный А. Регулирование рынка коллективных инвестиций : новый вектор развития [Текст] / А. Бескровный // Рынок ценных бумаг. – 2008. №5.
6. Борочкин А. Развитие отрасли венчурных инвестиций в России : венчурные фонды [Текст] / А. Борочкин // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №19.
7. Квалифицированный инвестор : первые шаги и перспективы [Текст] // Рынок ценных бумаг. – 2008. – №23/24.
8. Мелехин Ю.В. Рынок сбережений. Социально-экономические механизмы привлечения сбережений населения в экономику России [Текст] / Ю.В. Мелехин. – М. : Акционер, 2002.

Ключевые слова

Коллективные инвестиции; квалифицированные инвесторы; финансовые инструменты; акционерные инвестиционные фонды; паевые инвестиционные фонды; негосударственные пенсионные фонды; хедж-фонды; фонды прямых и венчурных инвестиций; имущество фондов; состав активов фондов.

Куликова Елена Ивановна

РЕЦЕНЗИЯ

Рецензируемая статья освещает очень важные вопросы развития российского рынка ценных бумаг. Мировой финансовый кризис выявил существенные просчеты в законодательном обеспечении российского рынка коллективных инвестиций, поэтому Федеральной службой по финансовым рынкам РФ и Правительством РФ была проделана определенная работа по обеспечению условий развития рынка коллективных инвестиций. Автором проанализированы последние новации российского законодательства, что свидетельствует об актуальности рассматриваемых проблем.

Не менее интересна группа вопросов создания новых источников качественного и количественного роста рынка ценных бумаг посредством функционирования института квалифицированного инвестора, а также анализ возможностей квалифицированных инвесторов на фондовом рынке.

Автор своевременно ставит вопрос о влиянии на фондовый рынок таких крупных игроков рынка коллективных инвестиций, как Пенсионный фонд России и негосударственные пенсионные фонды, о готовности рынка воспринять объем средств, который поступает в управление этих фондов. Более того, данная законодателем возможность вкладывать средства ПФР в корпоративные ценные бумаги рассматривается автором как негативный факт, так как огромный объем ресурсов ПФР,

который попадет на фондовый рынок, может привести к национализации экономики через пенсионные средства.

В этой связи необходимо отметить научный интерес и практическую значимость предлагаемых автором статьи вариантов решения перечисленных проблем.

На наш взгляд, наиболее важными выводами можно считать следующие положения статьи:

- анализ новаций российского законодательства во исполнение Федерального закона №334-ФЗ от 6 декабря 2007 г.;
- анализ роли квалифицированного инвестора как участника в проектах с относительно более высокими рисками, с длительными сроками реализации проектов;
- анализ последствий применения новых норм законодательства и др. Статья рекомендуется для опубликования в открытой печати.
Карп М.В., д.э.н., профессор кафедры «Финансы, денежное обращение и кредит» Государственного университета управления

8.6. COLLECTIVE INVESTMENTS AND ITS ROLE IN DEVELOPMENT OF FINANCIAL SYSTEM IN RUSSIAN FEDERATION

E.I. Kulikova, Candidate of Economic Science Docent of «Financial and Credit» Department

Tax Academy

Collective investment in the developed countries is the major source of means accumulation of fine investors on the share market. The federal law from 7.12.2007 №334-FL has divided the Russian investors on two basic groups: qualified investors and «not qualified» investors. It has allowed to create the legal base for new kinds of funds which can use more broad audience of financial tools and strategy. In this article there was given the estimation of innovations in Russian legislation in the field of collective investments influence on the Russian share market development.

Literature

1. Y.V. Melekhin. Market of savings. Social and economic mechanisms of the population savings attraction in Russian economy. M.: The Shareholder, 2002.
2. Equity market (EM) №19.2006. A. Borochkin. Development of venture investments branch in Russia: venture funds
3. EM №23/24.2008. The qualified investor: first steps and prospects.
4. EM №11 2006, K. Bakhtaraeva. Socially responsible investments: a marketing course or the future of the financial market?
5. EM №5(356) 2008. A. Beskrovnij. Regulation of the collective investments market: a new vector of development.
6. EM №17(368) 2008. A. Beskrovnij. The updated market.
7. The governmental order of the Russian Federation from 1.02.2007 №63 «About statement of rules of accommodation of means of pension reserves of non state pension funds and the control over their accommodation».
8. Regulations about actives structure of joint-stock investments funds and actives of share investment funds (in edition of Order FSFR of Russian Federation from 23.09.2008 №08-36/pz-n).

Keywords

Collective investments; qualified investors; Financial tools; Joint-stock investment fund; share investment funds; not state pension funds; hedge funds; funds of straight line and venture investments; Property of funds; structure of funds actives.