

8. ПРОБЛЕМЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

8.1. РЫНОК ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ В РОССИИ И ЗА РУБЕЖОМ

Лукашин И.Ю., аспирант кафедры математической статистики и эконометрики

Московский государственный университет экономики, статистики и информатики (МЭСИ)

Статья посвящена обзору российского рынка паевых инвестиционных фондов (ПИФов) в сравнении с рынками инвестиционных фондов в других странах мира. Рассмотрена классификация ПИФов Российской Федерации, определены основные различия между существующими типами фондов, перечислены базовые принципы функционирования ПИФов. Проведено сравнение мировых рынков ПИФов по стоимости чистых активов, а также по соотношению стоимости чистых активов фондов, ориентированных на разную структуру инвестиций. Рассмотрена динамика развития рынка ПИФов до и во время мирового финансового кризиса.

Впервые в мире инвестиционный фонд был создан еще в 1822 г. в Бельгии. В США первые взаимные фонды (mutual funds) возникли в 1920-х гг. Начав устойчиво развиваться после второй мировой войны, инвестиционные фонды в США к текущему моменту имеют среди своих вкладчиков более половины американских домохозяйств [4]. Успешное управление взаимными фондами сделало знаменитыми многих финансистов.

В Российской Федерации история паевых инвестиционных фондов началась значительно позднее – в 1996 г. В этой связи представляет интерес: какую долю общемирового рынка паевых инвестиционных фондов (и их зарубежных аналогов) занимает российский рынок паевых инвестиционных фондов (ПИФов) – насколько удалось к текущему моменту наверстать значительное отставание в развитии этой, несомненно, важной части финансовой системы страны, от западных рынков.

В общем случае инвестиционные фонды можно классифицировать:

- по организационно-правовой форме (юридические лица или имущественные комплексы);
- по степени ликвидности ценных бумаг инвестиционных фондов (открытые, закрытые, интервальные);
- по основным типам вложений (фонды акций, облигаций, смешанных инвестиций, денежного рынка, фонды фондов, фонды недвижимости и т.д.);
- по стратегии управления (активные или пассивные, когда портфель фонда ориентирован на структуру того или иного фондового индекса);
- по кругу инвесторов (универсальные, допускающие непрофессиональных инвесторов в качестве совладельцев или иные (хеджирования, венчурные и т.д.) фонды, допускающие только институциональных инвесторов, способных оценивать инвестиционные риски).

Инвестиционные фонды в РФ можно разделить по признаку их организационно-правовой формы на акционерные инвестиционные фонды и ПИФы. Первые являются самостоятельными юридическими лицами, точнее говоря, в соответствии с Федеральным законом «Об инвестиционных фондах», акционерный фонд определяется как «открытое акционерное общество, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты, предусмотренные настоящим Федеральным законом, и фирменное наименование которого содер-

жит слова «акционерный инвестиционный фонд» или «инвестиционный фонд» [1]. Что касается ПИФа, он не является юридическим лицом, а представляет собой «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» [1].

Заметим, что акционерные инвестиционные фонды в РФ не получили большого развития (одной из причин могут быть дополнительные расходы по сравнению с обычными акционерными обществами, а также отсутствие налоговых льгот, предусмотренных для паевых инвестиционных фондов). Таким образом, несмотря на единые цели (аккумуляция средств частных инвесторов для их последующего инвестирования для увеличения стоимости долей) и общие характерные черты инвестиционных фондов (ограниченность материальной ответственности частных инвесторов стоимостью их долей, диверсификация инвестиций инвестиционным фондом, распределение доходов в соответствии с долевым участием совладельцев в стоимости чистых активов фонда и т.д.), управление имуществом осуществляется по-разному.

В связи с этим рассмотрим классификацию ПИФов в РФ по наличию обязательства погашения ценных бумаг ПИФа по требованию владельца.

В соответствии с Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» все паевые инвестиционные фонды в РФ подразделяются на открытые, интервальные и закрытые. Покажем основные различия этих типов ПИФов.

Открытые паевые инвестиционные фонды предполагают право владельцев инвестиционных паев в любой рабочий день потребовать погашения всех принадлежащих ему паев или их части. В доверительное управление таким типом ПИФов могут быть переданы только денежные средства.

В интервальных ПИФах владельцы инвестиционных паев имеют такое право только в определенные интервалы времени, длительность и периодичность которых определяется правилами доверительного управления ПИФом. Как и в случае с открытыми ПИФами, в доверительное управление интервальным ПИФом могут передаваться только денежные средства [3].

В закрытых ПИФах принцип действия несколько иной. Если число паев в открытых и интервальных ПИФах не ограничено, то в закрытых оно четко определяется при создании и сохраняется таким до истечения срока действия ПИФа. Владельцы инвестиционных паев в данном случае вообще не имеют права требовать у управляющей компании погашения всех принадлежащих им паев (иными словами – расторжения договора доверительного управления между ними и управляющей компанией) или их части, кроме случаев, предусмотренных законодательством (например, при принятии решения об изменении или дополнении в правила доверительного управления закрытым ПИФом голосовавшие против этого решения могут потребовать погашения принадлежащих им паев). В доверительное управление закрытым ПИФом

могут быть переданы не только денежные средства, но и имущество, указанное в инвестиционной декларации. Если это предусмотрено правилами доверительного управления, владельцам инвестиционных паев закрытых ПИФов могут производиться выплаты дохода от управления ПИФа.

Таким образом, с точки зрения возможности погашения инвестиционных паев наиболее ликвидными являются паи открытых ПИФов, наименее ликвидными – паи закрытых ПИФов. Однако здесь будет уместным оговориться, что вывод средств даже из открытого ПИФа может занять больше двух недель, а также что существует рынок вторичного оборота инвестиционных паев, позволяющий повысить ликвидность паев. Возможность владельца паев выйти из ПИФа в любой момент при несогласии с качеством управления фондом является одним из главных плюсов открытых ПИФов. Если же ПИФ закрытый, эта возможность отсутствует, однако владельцы паев могут оказывать некоторое воздействие на политику управления ПИФом посредством участия в общих собраниях владельцев инвестиционных паев [2]. Рассмотрим этот вопрос более подробно. Общее собрание владельцев инвестиционных паев ПИФа может созываться по решению управляющей компании или по инициативе владельцев паев, общее количество их паев при этом должно составлять не менее 10% от общего числа инвестиционных паев ПИФа; если речь идет о смене управляющей компании фонда, то собрание созывается специализированным депозитарием. На собрании могут решаться такие вопросы:

- внесение изменений (или дополнений) в правила доверительного управления закрытым ПИФом;
- смена управляющей компании закрытого ПИФа;
- досрочное прекращение договора доверительного управления или продление срока действия договора доверительного управления.

Решение общего собрания принимается большинством голосов от общего количества голосов, предоставляемых им владельцам в соответствии с количеством принадлежащих им инвестиционных паев на дату принятия решения о созыве общего собрания, если большее количество голосов не предусмотрено правилами доверительного управления ПИФом. При этом количество голосов, предоставляемых владельцу инвестиционных паев при голосовании, определяется количеством принадлежащих ему инвестиционных паев.

В интервальных ПИФах владельцы паев обычно не участвуют в управлении имуществом; ограничение прав владельцев требовать погашения паев рамками интервалов создает дополнительный фактор риска вложения в инвестиционные паи таких ПИФов, в связи с чем интервальных инвестиционных фондов во многих странах мира просто нет [3].

Функционирование ПИФов во всем мире, как правило, базируется на следующих основных принципах.

- Управление и контроль за управлением активами фонда осуществляется разными организациями. Так, например, в Европейском союзе (ЕС) управляющая компания и депозитарий должны являться разными организациями. В соответствии с российским законодательством это требование фактически тоже выполняется, так как функция управления имуществом ПИФа возложена на управляющую компанию, а функции хранения активов фонда и контроля за распоряжением имущества – на специализированный депозитарий.
- Помимо предыдущего требования, в ряде стран (например, в странах ЕС), депозитарий ПИФов должен быть независим от управляющей компании (поскольку он выполняет контрольные функции). В РФ такое требование не является обязательным к выполнению, поэтому фактически сложились две основные схемы: в первой специализированный депозитарий (обычно банк) является учредителем управляющей компании (также возможно и специализированного регистратора) ПИФа; во втором варианте эти организации независимы и не связаны между собой «дочерними» отношениями.
- Регулирование управления активами ПИФа, призванное обеспечить профессиональное управление имуществом ПИФа (а также оценка стоимости чистых активов (СЧА), определение расчетной стоимости инвестиционного пая, составление отчетности, раскрытие информации и т.д.). Гарантия профессионализма достигается путем лицензирования, регулирования и контроля. Сюда же относятся и ограничения на принципы управления. Эти функции осуществляются государством, в частности Федеральной службой по финансовым рынкам РФ, часть контрольных функций – специализированным депозитарием и прочими организациями.
- Обособленность имущества ПИФов. Для хранения активов фонда должны быть предусмотрены отдельные счета в его депозитарии.
- Делегирование части функций управляющей компанией и специализированным депозитарием.
- Раскрытие информации должно отвечать установленным требованиям по обеспечению прозрачности процесса управления фондами.

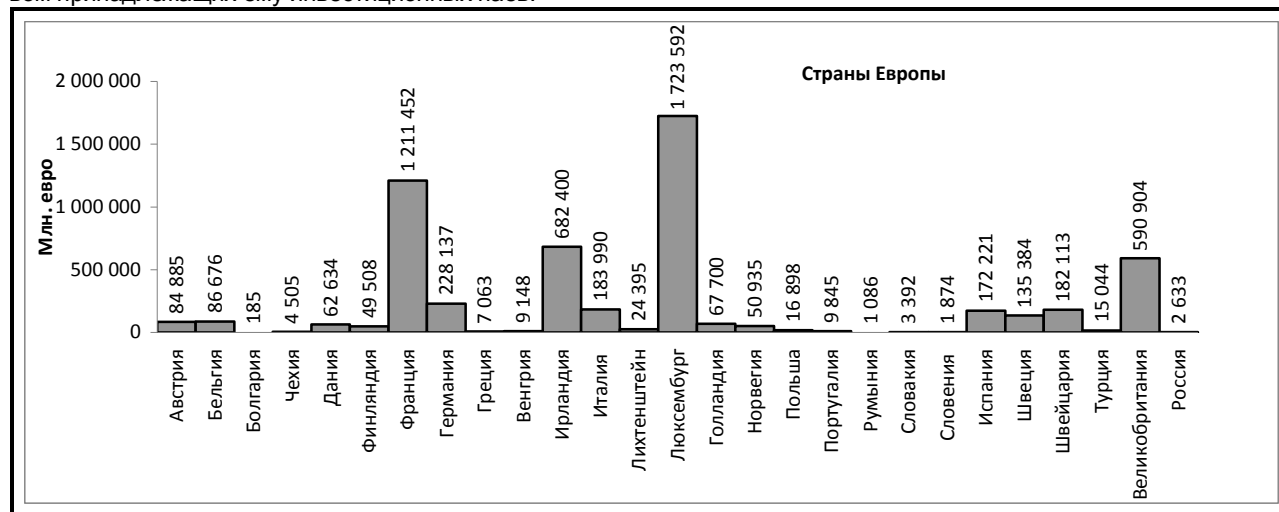


Рис. 1. Чистые активы паевых фондов UCITS на конец 2-го квартала 2010 г.

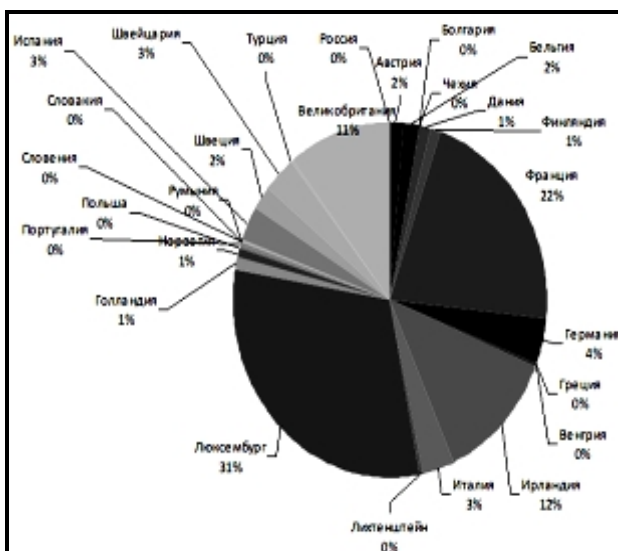


Рис. 2. Чистые активы паевых фондов в Европе на конец 2-го квартала 2010 г.

Проведем сравнительный анализ российского и европейского рынков ПИФов. Приведем объемы чистых активов фондов только по Европе с учетом фондов UCITS (Undertakings for collective investment in transferable securities – фонды, регламентируемые директивами Европейского союза) и ПИФов РФ на 30 июня 2010 г. [5].

Результаты приведены на рис. 1 и рис. 2 (для Бельгии использованы данные на конец марта 2010 г.).

Здесь будем учитывать только открытые и интервальные ПИФы РФ [4].

В Европе наиболее значительные доли рынка паевых фондов составляют такие страны:

- Люксембург (31%);
- Франция (22%);
- Ирландия (12%);
- Великобритания (11%).

В РФ доля СЧА от общеевропейских активов меньше 1%, т.е. одна из самых низких.

Интерес представляет собой не только сравнение рынков ПИФов европейских стран, но и сравнительный анализ ПИФов с другими регионами мира. Для того чтобы провести сравнительный анализ объемов российского рынка паевых фондов с общемировым был использован квартальный отчет об активах и денежных потоках мировых паевых фондов Института инвестиционных компаний (Investment company institute, ICI) [6].

На рис. 3 приведены чистые активы ПИФов разных стран мира по состоянию на конец 1-го квартала 2010 г. При анализе информации следует учитывать, что по всем странам, кроме Франции, Германии, Италии и Люксембурга, данные приведены без учета фондов фондов. Информация была приведена в отчете ICI – источнике данных. По странам Европы данные приведены для фондов UCITS. В отчете ICI для РФ стоимость чистых активов была приведена в размере 2 707 млн. евро без учета фондов фондов, что примерно соответствует нашей оценке СЧА только открытых и интервальных ПИФов без фондов фондов на конец марта 2010 г. (2 738 млн. евро). В то же время сравнение российских ПИФов с ПИФами ЕС показывает, что доля РФ в общеевропейском объеме рынка коллективных инвестиций настолько мала, что не будет большой ошибкой, если в настоящем анализе мы используем для РФ информацию из российского источника с учетом всех возможных ПИФов, в том числе и закрытых [4]. Чистые активы были переведены в евро по курсу Центрального банка РФ на 31 марта 2010 г. Таким образом, паевые фонды в РФ специально возьмем с учетом всех возможных типов, чтобы не было недооценки российского рынка в сравнении с другими странами мира, так как цель данного анализа – скорее дать общее представление о месте российского рынка ПИФов в общемировом, чем обеспечить точную сравнимость результатов для разных стран (что все равно невозможно из-за различий учета и регулирования в разных странах мира). Для стран ЕС, судя по приведенным в отчете ICI данным, использованы Undertakings for collective investment in transferable securities, UCITS. Заметим также, что в Европе присутствуют и фонды, не относящиеся к UCITS.

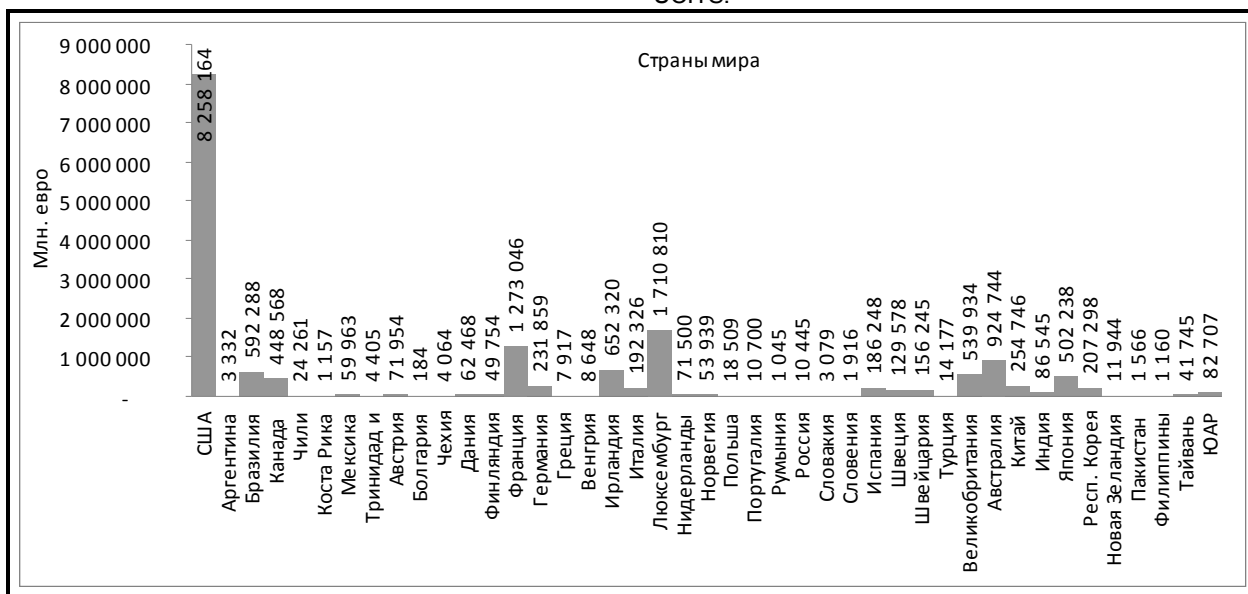


Рис. 3. Чистые активы паевых фондов стран мира на конец 1-го квартала 2010 г.

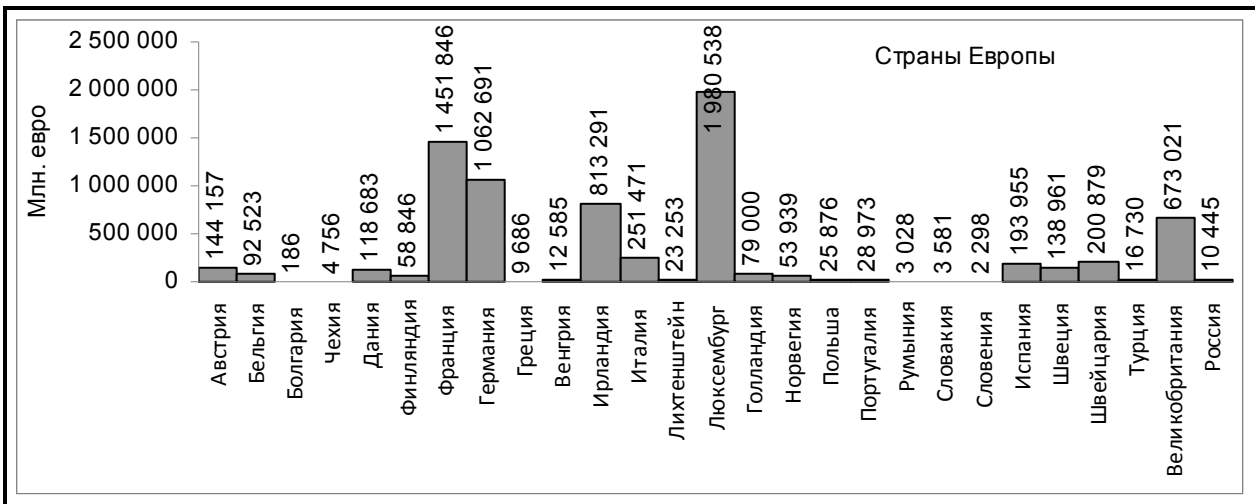


Рис. 4. Чистые активы инвестиционных фондов стран Европы и ПИФов РФ на конец марта 2010 г.

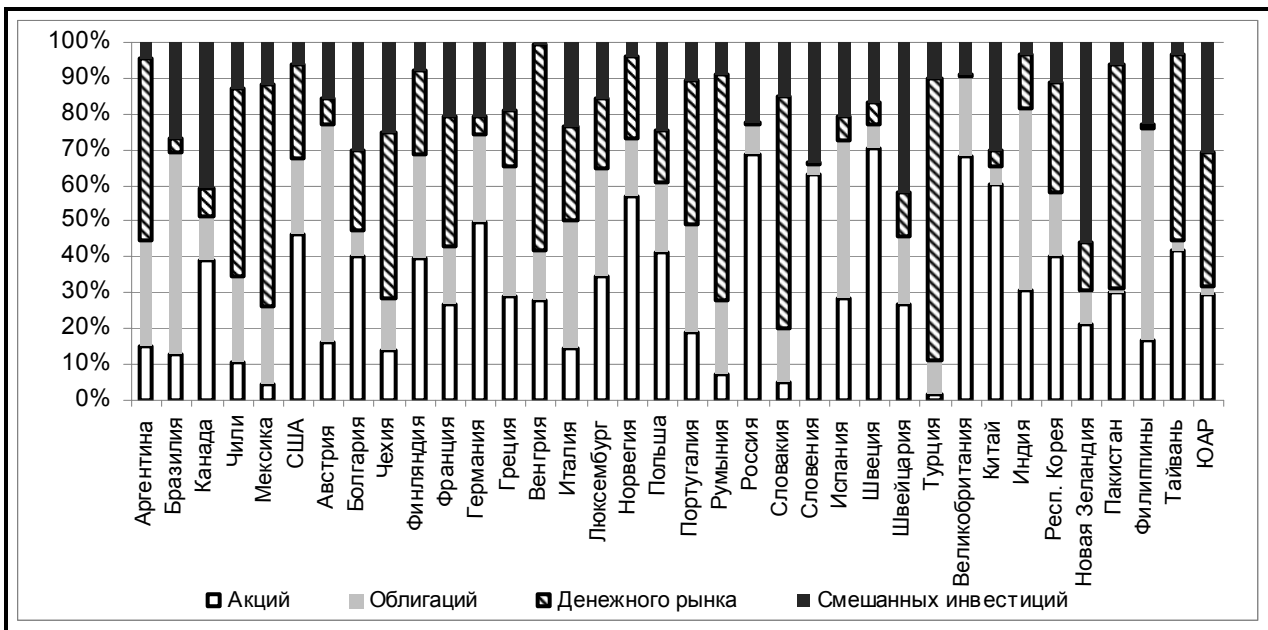


Рис. 5. Сравнение соотношения СЧА разных типов инвестиционных фондов по странам мира на конец 1-го квартала 2010 г.

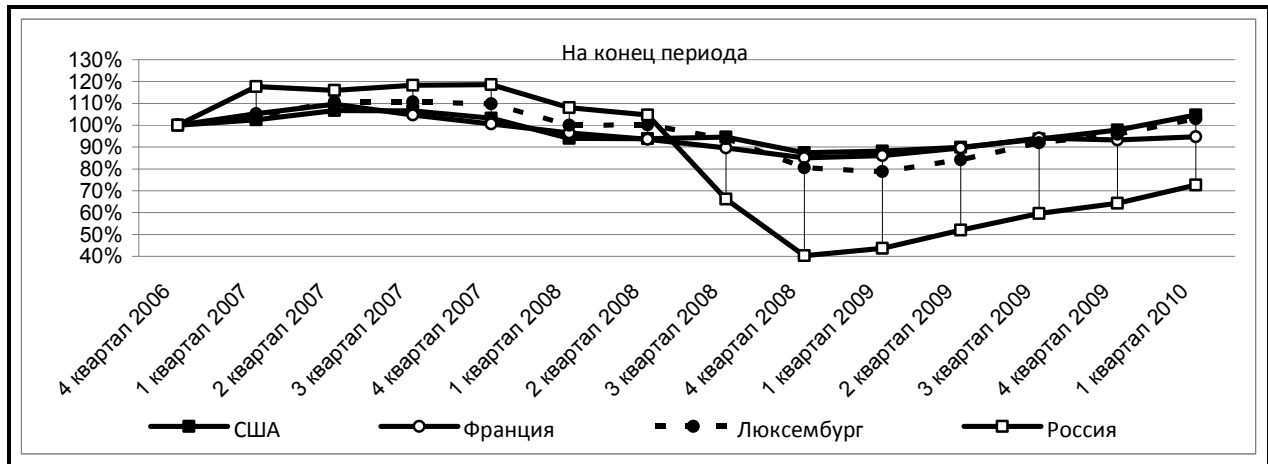


Рис. 6. Динамика СЧА паевых фондов до и во время кризиса

Из рис. 3 видно, что подавляющую долю мирового рынка паевых фондов по СЧА занимают США (49%). В то же время у РФ – небольшой объем СЧА (менее 1%). То, что в РФ рынок ПИФов зародился гораздо позже, чем на Западе, частично объясняет неразвитость в настоящий момент российского рынка паевых инвестиционных фондов.

Сравним теперь все российские ПИФы со всеми инвестиционными фондами европейских стран (см. рис. 4 – данные на конец марта 2010 г.).

Вышеприведенные сравнения говорят о том, что в настоящий момент рынок ПИФов в РФ сильно отстает по стоимости чистых активов как от европейского, так и от мирового уровня. В то же время это означает большие перспективы и потенциал развития российского рынка ПИФов в будущем.

Помимо анализа стоимости чистых активов в целом, интерес представляют также отличия структуры инвестиций паевых фондов в РФ и за рубежом. Причем анализировать будем не объемы СЧА по различным типам фондов, а именно структуру СЧА. Для этого примем за 100% сумму следующих типов фондов: акций, облигаций, денежного рынка, смешанных инвестиций. Заметим, что данный анализ допускает ряд условностей, так как в реальности число возможных типов больше четырех перечисленных, более того в разных странах действует разное законодательство, по-разному определяющее принципы функционирования перечисленных типов фондов и накладывающее разные ограничения на структуру их активов. Для анализа структуры рынка ПИФов в РФ выберем данные, приведенные в отчете ICI (по оценкам автора, на основе российских источников информации, это соответствует структуре открытых и интервальных фондов), т.е., скорее всего, в отчете ICI не учтены закрытые фонды. В результате получается следующая диаграмма (см. рис. 5). На рис. 5 видно, что для РФ характерна большая доля СЧА фондов, инвестирующих в акции, мало СЧА фондов облигаций, и практически нет ПИФов денежного рынка. Визуально прослеживается сходство со структурой фондов Швеции и Великобритании. Одной из причин отсутствия в РФ ПИФов денежного рынка может являться высокий уровень инфляции, а также то, что вкладывая средства в фонды денежного рынка нужно учитывать комиссионные расходы управляющей компании и налог. Поэтому инвесторам, не склонным к риску, возможно, проще открывать банковские вклады.

Отметим, что развитие рынка ПИФов в РФ было приостановлено мировым финансовым кризисом, но к настоящему моменту наметился выход из этого кризиса. Чтобы понять, как именно повлиял кризис на российский рынок ПИФов, проанализируем динамику СЧА. Кроме того, интересно проанализировать, как в то же самое время функционировал рынок за границей: рассмотрим для примера динамику СЧА в США, Люксембурге и Франции. Для наглядности используем базисные индексы СЧА, приняв 4-й квартал 2006 г. за 100%.

Рис. 6 (для РФ использованы СЧА открытых и интервальных фондов) показывает, что российский рынок ПИФов в 2008 г. падал значительно сильнее, чем наиболее развитые мировые рынки паевых фондов. В столь значительном снижении СЧА фондов в РФ могли сыграть свою роль два фактора: отток средств из фондов (закрытие паев инвесторами) и падение рыночной

стоимости портфелей, в которые вложены активы ПИФов. Однако, начиная с первого квартала 2009 года началось устойчивое восстановление рынка ПИФов. Поэтому после преодоления кризиса можно ожидать дальнейшего развития российского рынка ПИФов.

Литература

1. Об инвестиционных фондах [Электронный ресурс] : федер. закон от 29 нояб. 2001 г. №156-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
2. Положение о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания владельцев инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда [Электронный ресурс] : утв. приказом Федер. службы по финансовым рынкам РФ от 7 февр. 2008 г. №08-5/пз-н. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
3. Абрамов А.Е. Инвестиционные фонды : доходность и риски. Стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России [Текст] / А.Е. Абрамов. – М. : Альпина бизнес букс, 2005. – 416 с.
4. Проект Группы компаний Cbonds [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.investfunds.ru>.
5. European fund and assets management association // Quarterly statistical release. Sept. 2010. №42ю http://www.efama.org/index2.php?option=com_docman&task=doc_view&gid=1296&Itemid=99
6. Worldwide mutual fund assets and flows first quarter 2010 of Investment company institute (ICI) – supplementary tables. <http://www.ici.org/research/stats/worldwide/data>.

Ключевые слова

Паевые инвестиционные фонды; классификация; сравнение; стоимость чистых активов; инвестиции; фонды акций; фонды облигаций; фонды смешанных инвестиций; фонды денежного рынка; финансовый кризис.

Лукашин Иван Юрьевич

РЕЦЕНЗИЯ

Статья написана на актуальную тему и посвящена развитию рынка паевых инвестиционных фондов (ПИФов). ПИФы являются естественной альтернативой вложениям денежных средств населения в банки. Доверяя деньги ПИФам, инвестор прибегает к услугам профессионалов по управлению капиталом. Известно, что до кризиса рынок ПИФов в Российской Федерации стремительно развивался, но мировой финансовый кризис повернул этот процесс вспять. Заслугу автора является то, что он не побоялся взять для анализа именно этот трудный период времени с 2007 по 1-й квартал 2010 г.

Большой интерес представляет сопоставление рынка ПИФов в РФ и в других странах мира. Обоснован вывод автора о том, что «в настоящий момент рынок ПИФов в РФ сильно отстает по стоимости чистых активов как от европейского, так и от мирового уровня. В то же время это означает большие перспективы и потенциал развития российского рынка ПИФов в будущем».

Учитывая сказанное, статья имеет как теоретическую, так и большую практическую значимость. Считаю публикацию рецензируемой статьи целесообразной и своевременной.

Мхитарян В.С. д.э.н., зав. кафедрой математической статистики и эконометрики Московского государственного университета экономики, статистики и информатики (МЭСИ).

8.1. MUTUAL FUNDS MARKET IN RUSSIA AND ABROAD

I.Y. Lukashin, Postgraduate Student of the Chair of Mathematical Statistics and Econometrics

Moscow State University of Economics, Statistics and Informatics

The article is devoted to surveying of Russian mutual funds market in comparison with mutual funds markets in

other countries of the world. Classification of mutual funds in Russia was examined in the article, main differences between existing types of funds were determined, basic principles of mutual funds functioning were enumerated. Net assets values of different mutual funds markets in the world were compared with each other. Also the ratio of net assets of mutual funds with different investment strategies was compared in different countries. The dynamics of mutual funds market development before and during the world financial crisis was examined.

Literature

1. A.E. Abramov. Mutual funds: Profitability and risks. Strategies of portfolio management, objects for investments in Russia / A.E. Abramov. – M.: Alpina Business Books, 2005. – 416 p.
2. Regulations of additional requirements to order of preparation, convocation and holding common stockholders' meeting of shareholders of close-ended mutual funds [Electronic resource]: validated by order of Federal Agency of Financial Markets of Russia, 07.02.2008 №08-5/pz-n. Access from juridical-reference system «ConsultantPlus».
3. About investment funds [Electronic resource]: accepted by State Duma 11.10.2001: federal law 29.11.2001 №156-ФЗ. Access from juridical-reference system «ConsultantPlus».
4. Worldwide Mutual Fund Assets and Flows First Quarter 2010 of Investment Company Institute (ICI) – supplementary tables – [Electronic resource]: <http://www.ici.org/research/stats/worldwide/data>.
5. European Fund and Assets Management Association – Quarterly Statistical Release, September 2010, №42 [Electronic resource]: http://www.efama.org/index2.php?option=com_docman&task=doc_view&gid=1296&Itemid=-99.
6. Project of Group of companies Cbonds [Electronic resource]: <http://www.investfunds.ru/>.

Keywords

Mutual funds; classification; comparison; net assets value; investments; equity funds; bond funds; mixed funds; money market funds; financial crisis.