

УДК 336.76

## Специфика предпринимательской деятельности российских инвестиционных фондов в условиях глобального финансового кризиса

*Д-р экон. наук* **Никифорова В.Д.** ver.niko2011@yandex.ru  
*Санкт-Петербургский государственный экономический университет*

*д-р экон. наук, проф.* **Сергеева И.Г.** igsergeeva@gmail.com  
*Университет ИТМО*

*Институт холода и биотехнологий*  
*191002, Санкт-Петербург, ул. Ломоносова, 9*

*Глобальный финансовый кризис особенно затронул инвестиционные рынки, как в России, так и в других странах. В статье анализируется современное состояние сферы коллективных инвестиций при посредничестве инвестиционных фондов. В статье исследуется деятельность различных видов инвестиционных фондов: биржевых фондов, паевых инвестиционных фондов (ПИФ), кредитных фондов, общих фондов банковского управления (ОФБУ). Авторы исследуют пользующиеся спросом у коллективных инвесторов финансовые инструменты, такие как субфедеральные облигации, корпоративные облигации компаний с высоким кредитным рейтингом, ипотечные облигации, структурные ноты. Авторами раскрываются институциональные изменения, осуществляемые в сфере деятельности инвестиционных фондов, направленные на стимулирование инвестиционной активности в стране.*

**Ключевые слова:** коллективные инвестиции, инвестиционные фонды, институциональные изменения, предпринимательская деятельность.

---

## Entrepreneurial Activities of Russian Investment Funds under the Global Financial Crisis Conditions

**Nikiforova V.D.** ver.niko2011@yandex.ru  
*Saint-Petersburg State University of Economics*

**Sergeeva I.G.** igsergeeva@gmail.com  
*University ITMO*

*Institute of Refrigeration and Biotechnologies*  
*9, Lomonosov Street, St Petersburg, 191002*

*The global financial crisis particularly affected the investment markets in Russia and other countries. In the paper the current position of the collective investment funds is examined. The paper is devoted to the investigation of different types of the investment funds such as exchange traded funds, unit investment funds, credit funds, bank-managed mutual funds. The authors explore the following well-known collective investors' financial instruments: sub-federal bonds, corporate bonds with high credit rating, mortgage bonds, exchange traded notes. The authors disclosed institutional changes carried out in the investment funds activities, aimed at stimulation of investment activity in the country.*

**Keywords:** collective investment funds, investment funds, institutional changes, entrepreneurship.

---

Для устойчивого роста экономики России важно создание развитой сферы коллективных инвестиций, которая способна выполнять не только экономические задачи, но и социальные задачи. В этой связи особое значение приобретают вопросы, связанные с созданием инвестиционных условий для осуществления инвесторами вложений в российскую экономику.

Как показал анализ, сегодня основными сберегателями выступают представители средних слоев населения, которые рассматривают в качестве надежных сбережений банковские депозиты, а также иностранную валюту для последующей перепродажи. Прирост вкладов населения в российских банках за последние годы остается стабильным и составляет в среднем 19% в год; отмечается динамика преимущественного роста «рублевых» вкладов по сравнению с вкладами в иностранной валюте (1, 10).

Снижение темпов экономического роста, вызванное не только внешними, но и внутренними негативными факторами, обусловило необходимость осуществления инфраструктурных изменений в экономической системе России, среди которых можно выделить: проведение пенсионной реформы, изменение системы регулирования фондовых рынков, рынков страховых услуг, инвестиционных фондов и др.

Гармонизация российского законодательства, несомненно, могла бы помочь отдельным институтам инвестиционной деятельности (управляющим фондами) расширить географию своей деятельности, попытаться выйти на европейский и другие зарубежные рынки. Правовая модель российского квалифицированного инвестора состоит в близком родстве с европейскими аналогами. Но чтобы адекватно оценить воплощение идей европейской правовой мысли в российском законодательстве, следует обозначить те отличия, которые присущи российскому институту квалифицированного инвестора.

Первое — установление единого института для всего финансового рынка, а не только для рынка ценных бумаг. В текущей ситуации это оптимальное решение, позволяющее на российском рынке начать апробацию мировых стандартов регулирования рынка финансовых услуг.

Второе — перечень российских квалифицированных инвесторов согласно закону является закрытым (если не учитывать возможных «специальных» квалифицированных инвесторов в будущем, в соответствии с другими федеральными законами). Таким образом, невозможно квалифицировать в качестве инвесторов таких субъектов инвестиционного процесса, как иностранные банки, инвестиционные компании и другие иностранные инвестиционные институты. Они не могут быть включены в группу «признаваемых» юридических лиц, будучи учрежденными в соответствии с иностранным законодательством.

В РФ квалифицированные инвесторы имеют право работать со специально предназначенными для них фондами. Фонды для квалифицированных инвесторов представлены такими категориями как фонды недвижимости, рентные фонды, венчурные фонды, ипотечные фонды, кредитные фонды, и другие закрытые ПИФ; среди которых более 2/3 активов составляют фонды недвижимости и рентные фонды (2).

Квалифицированные инвесторы предъявляют спрос на инструменты, обладающие следующими характеристиками:

- долгосрочные с фиксированным сроком погашения;
- уровень доходности по таким инструментам должен превышать темпы инфляции;
- инструменты с высокой ликвидностью, имеющие активный и емкий рынок;
- инструменты с относительно низким риском и предсказуемой ценовой волатильностью.

Данными характеристиками обладают следующие виды финансовых инструментов:

- кратко- и среднесрочные выпуски субфедеральных облигаций таких регионов, как Москва, Санкт-Петербург, Саха (Якутия), Казань, Самарская область;
- кратко- и среднесрочные выпуски корпоративных облигаций таких эмитентов с высокими кредитными рейтингами, как Газпром, РЖД, АИЖК, Транснефть, Ростелеком, Почта России;
- ипотечные облигации;
- структурные продукты, например структурные ноты (exchange traded notes).

В мае 2012 г. Комитет по финансовому рынку Государственной Думы РФ одобрил создание новой категории инвестиционных фондов в России – биржевых фондов (exchange traded funds, ETF). Для появления ETF на рынке правительству РФ необходимо внести в законодательство некоторые поправки. Сегодня уже внесены поправки в закон об инвестиционных фондах, касающиеся обращения паев на организованных торгах. И, нам представляется, что еще требуется дополнить законодательную базу актами правительства о составе и структуре активов фонда.

Основное различие между индексным ПИФом и ETF на акции заключается в том, что с паями ETF можно проводить все доступные для обыкновенных акций в биржевой торговле операции. Кроме того, ETF предоставляет возможность купить целый пакет акций всего за одну биржевую сделку.

Первые биржевые фонды ETF на акции, облигации и биржевые товары появились на бирже Торонто в 1990 г. В настоящее время около 70,7% рынка ETF сосредоточено в США, 17,6% - в Европе и 11,9% - на азиатских рынках (3). На европейском рынке ETF около 30% фондов зарегистрированы в Ирландии. Начиная с апреля 2013 г. на Московской бирже начались торги первым ETF на российские корпоративные еврооблигации. В настоящее время на Московской бирже проходят торги по 8 ирландским ETF на золото и фондовые индексы США, Великобритании, Германии, Японии.

Таблица 1

Характеристика ETF по итогам торгов на Московской бирже на 28.01 -31.01.2014 г.

(4)

Виды фондов	Базовый актив	Режим торгов	Количество сделок за день, штук	Средневзвешенная цена, рублей
FinEx Tradable Russian Corporate Bonds UCITS ETF (RUB)	Еврооблигации российских корпоративных эмитентов	T+ A1-Акции, паи и ДР	3	1 023,00
FinEx	Золотые	T+	14	316,94

Physically Held Gold ETF (USD)	слитки	Акции, паи и ДР внесписочные		
FinEx MSCI Germany UCITS ETF (EUR)	MSCI Germany Index	T+ A1- Акции, паи и ДР	5	1 137,00
FinEx MSCI USA Information Technology UCITS ETF (USD)	MSCI US A Information Technology Index	T+ A1- Акции, паи и ДР	4	1 126,10
FinEx MSCI Japan UCITS ETF (USD)	MSCI Japan Index	T+ A1- Акции, паи и ДР	2	1 007,50
FinEx MSCI Australia UCITS ETF (USD)	MSCI Australia Index	T+ Акции, паи и ДР внесписочные	2	933,90
FinEx MSCI USA UCITS ETF (USD)	MSCI US D Index	T+ Акции, паи и ДР внесписочные	1	1 103,00
FinEx MSCI United Kingdom UCITS ETF (GBP)	MSCI United Kingdom Index	T+ A1- Акции, паи и ДР	2	1 108,8

Использование ETF на российском рынке позволяет не только реализовать различные инвестиционные стратегии и формировать диверсифицированные инвестиционные портфели, но и получить современный и эффективный инструмент для инвестирования средств пенсионных фондов и страховых компаний. Мировой опыт свидетельствует, что в связи с их прозрачностью и ликвидностью ETF являются оптимальными инструментами для вложений средств коллективных инвесторов. В России пока прямое инвестирование в ETF законодательно не разрешено, поэтому пенсионные фонды и страховые компании имеют возможность инвестировать в ETF через систему паевых инвестиционных фондов.

Анализ расходов паевых инвестиционных фондов на содержание своей инфраструктуры, а также скидок и надбавок, взимаемых при продаже и выкупе инвестиционных паев, как самими управляющими компаниями, так и их агентами, свидетельствует о ненасыщенности рынка инвестиционных фондов. Вознаграждение управляющих ПИФ меняется от 1 до 5% (без НДС), при этом практически невозможно найти корреляцию между размером вознаграждения и суммой активов под управлением или количеством ПИФ.

Такова же ситуация и с издержками, подлежащими возмещению за счет имущества фонда. В целом содержание инфраструктуры ПИФ обойдется инвестору от 3 до 11%

стоимости чистых активов фонда (СЧА) в год, и закономерности в размере вознаграждения четко не прослеживается (5).

Аналогичная ситуация со скидками и надбавками. Пока на рынке отсутствуют единые тенденции привлечения клиентов: одни ПИФ стимулируют продажи через агентов, другие через управляющую компанию, а кто-то не дает скидок и не взимает надбавок вообще. Можно отметить лишь, что, инвестируя на срок более 6 месяцев, уменьшается (возможно, существенно) комиссия, взимаемая управляющей компанией либо ее агентом при выкупе пая.

Следует заметить, что  $\frac{3}{4}$  ПИФ ожидают массового прихода российского частного инвестора на рынок коллективных инвестиций. При этом региональные ПИФ на частных клиентов явно не рассчитывают. Любопытен опыт Сибирской управляющей компании (Новосибирск). Если новому пайщику интервального фонда, появившемуся в 1998 г., было достаточно внести 2 тыс. руб., то пайщику недавно возникшего ПИФ - не меньше, а гораздо больше: 200 тыс. руб. Впрочем, управляющая компания внесла изменения в правила этих фондов, и в интервальном фонде сумма была повышена до 5 тыс. руб., а в открытом, наоборот, понижена до 50 тыс. руб.

Маркетинг, как управляющий инструмент, во времена кризиса мировой экономики становится, пожалуй, единственным инструментом ведения бизнеса. Рынок ПИФ разделяется на две категории – спящий и агрессивный. Спящий рынок, включающий управляющие компании ПИФ, которые пребывают в ожидающей позиции, характеризуется сокращением финансирования, штата сотрудников, свертыванием программы диверсификации и т.д. Агрессивные компании, наоборот, разворачивают программы мотивации и лояльности, наращивают рекламные площади, включают на полную мощность телефонные сбытовые коммуникации, в общем, всячески способствуют умножению информационного поля компании, тем самым оттягивая долю рынка на себя (6, 9).

Рост стоимости инвестиционных паев за определенный период не может гарантировать такого же роста в будущих периодах. Это обстоятельство связано с рисками инвестирования в ПИФ. Механизм приобретения и погашения паев не предполагает обеспечения расчетов на условии поставка против платежа. Применяемые при выдаче, обмене и погашении инвестиционных паев принципы расчетов подвергают инвесторов различным рискам, которые частично устраняются в случае биржевого обращения паев. До сих пор не решены вопросы налогообложения закрытых ПИФ в отношении НДС и налога на имущество. С одной стороны, закрытый ПИФ недвижимости, как имущественный комплекс без образования юридического лица, не должен облагаться налогом, с другой - ему принадлежит недвижимость. Также возникает серьезный вопрос с биржевым обращением паев. Неопределенность связана с трудностями регистрации и перерегистрации прав собственности при операциях купли-продажи паев на бирже. В случае с закрытыми ПИФ, возникает риск того, что по вине подрядчика строительство может быть заморожено.

На сегодняшний момент инвестиционные декларации ПИФ носят формальный характер и не всегда дают полное представление о реальной инвестиционной стратегии фонда. Отчетность ПИФ публикуется раз в квартал, структура их активов может сильно

меняться внутри отчетного периода. В этих условиях ослабевает контроль над деятельностью управляющей компании.

Еще одним неприятным моментом для инвесторов может стать единоличное решение управляющей компании о прекращении, реорганизации или передаче ПИФ в управление другой компании. При этом момент закрытия ПИФ может быть неблагоприятным, а процедура ликвидации ПИФ может длиться согласно действующему законодательству до 3 месяцев, в течение которых управляющая компания продолжает взимать вознаграждение за управление. В случае передачи управляющей компанией ПИФ в управление другой компании, пайщик опять становится перед выбором, доверять ли новому управляющему?

Для того, чтобы максимально снизить риски при вложении в ПИФ потенциальному инвестору следует определиться с приемлемым для себя соотношением «доходность-риск». Если целью инвестирования является получение умеренного дохода при возможности в любой день выйти из фонда, оптимальным решением является открытый фонд, паи которого абсолютно ликвидны. Своеобразной «страховкой» от недобросовестных действий управляющих является подтвержденная многолетней практикой репутация управляющей компании. Немаловажным фактором является способность ПИФ работать на падающем рынке.

Как показал анализ, далеко не все управляющие готовы к этому. В таблице 2 приведены результаты деятельности отдельных УК с разными рейтингами.

Таблица 2

Максимальная просадка стоимости пая отдельных ПИФ за период с 14.11.2012 г. по 31.10.2013 г.(7)

Название ПИФ	Изменение стоимости пая, %	Просадка <sup>1</sup> , %	Рейтинг УК ПИФ от национального рейтингового Агентства
Альфа-капитал Потребительский сектор	+1.26	8.39	AAA
Альфа-капитал Нефтегаз	-5.58	12.29	AAA
ВТБ-Фонд Телекоммуникаций	+9.91	4.56	AAA
ВТБ - Фонд Глобальных дивидендов	-0.95	4.33	AAA
Открытие – Акция Китая	+1.55	2.52	AAA
Открытие – ТОП10	-7.22	12.98	AAA
Райффайзен-Информационные технологии	+3.47	7.59	AA+
Райффайзен-Электроэнергетика	-12.96	19.05	AA+

<sup>1</sup> Просадка – это максимальное снижение стоимости пая за анализируемый период.

Сбербанк - Фонд Акций	-3.48	7.99	AAA
Солид - Глобус	+3.74	1.91	A+
Солид-Инвест	-7.17	9.41	A+
Тройка Диалог - Агросектор	+1.25	3.85	AAA
УралСиб Российские финансы	-6.68	12.84	AAA
УралСиб Инфраструктура и Связь	-6.57	10.54	AAA

При выборе ПИФ инвестору необходимо учитывать не только результаты прошлого периода, но и всю историю фонда. Риск ПИФ зависит также от состава и структуры его активов. Наименее рискованными являются фонды денежного рынка и фонды облигаций. Они инвестируют в минимально доходные инструменты, основными из которых являются облигации. Фонды смешанных инвестиций вкладывают средства и в облигации, и в акции, поэтому занимают промежуточное место по доходности и риску между фондами облигаций и фондами акций. Фонды акций наиболее рискованны и при этом потенциально значительно более доходны, чем фонды облигаций и смешанные. Индексные фонды также инвестируют в акции, но именно в те, и именно в той пропорции, которая соответствует структуре выбранного фондового индекса.

Сегодня по оценкам экспертов (8), многие банки могут справиться с проблемными активами без дополнительной помощи государства, используя секьюритизацию своих активов на основе ПИФ. Кредитный фонд позволяет аккумулировать кредитные портфели с умеренным и высоким риском невозврата, а также осуществлять размещение имущества, приобретаемого при обращении взыскания на залог.

В 2009 г. было сформировано 20 кредитных фондов, число пайщиков которых не превышало 10 и в которые инвестировано было более 2 млрд руб. Большинство кредитных закрытых ПИФов сформировано на средства одного-двух пайщиков, являющихся квалифицированными инвесторами. Общее количество кредитных фондов достигает 80, однако информация о них не раскрывается.

Для банков кредитный фонд представляет собой механизм управления кредитным портфелем банка или банковского холдинга, секьюритизации кредиторской задолженности, организации внебанковского (внебалансового) кредитования. Однако применение кредитных фондов связано не только с банковской сферой, оно возможно и в коллекторском бизнесе.

Проблемой функционирования вторичного рынка инвестиционных паев на биржах выступает его недостаточная ликвидность. Вторичный биржевой рынок годится не для всех типов инвестиционных фондов. Наиболее «прижились» на вторичном биржевом рынке индексные ПИФ, закрытые ПИФ акций, недвижимости. Всего на бирже торгуются паи немногим более 30 ПИФов, из них более 70% включены в состав внесписочных бумаг.

Как свидетельствует практика, несмотря на большие возможности ОФБУ, паевые инвестиционные фонды развиваются намного интенсивнее. Это можно объяснить тем,

что институт ПИФов первоначально возник и использовался как инструмент коллективного инвестирования для населения, в то время как ОФБУ хоть и создавались для коллективного инвестирования, но в основном использовались для внутренних целей банков или их привилегированных клиентов. Более того, на наш взгляд, сами банковские фонды оказываются скорее консервативными или умеренно-консервативными (аналогично банкам) на фоне более агрессивных ПИФов.

В 2004-2005 гг. почти одновременно выделилось 3 типа ОФБУ: товарные фонды, фонды, работающие с производными инструментами, и валютные ОФБУ. На фоне роста российского и мировых фондовых рынков наряду с фондами активного управления развитие получили индексные ОФБУ, относящиеся к типу фондов пассивного управления, портфель которых формируется в соответствии с базовым индексом. Первоначально за основу управления портфелем ОФБУ принимались ведущие российские и мировые фондовые индексы. Впоследствии за основу были взяты индексы отраслей мирового хозяйства и товарные индексы.

В 2005-2006 гг. впервые были организованы гарантированные фонды, по принципам работы, напоминающие структурированные инструменты, популярные на Западе и приобретающие известность в России. Такие фонды сочетают в себе плюсы инвестирования в депозит (гарантия возврата первоначально инвестированного капитала) и преимущества инвестиций на рынке акций - высокую доходность. Темпы роста активов ОФБУ в 2008 г. замедлились, что связано с неблагоприятной ситуацией в мировой экономике и нестабильностью на мировых финансовых рынках.

Таблица 3

Общая характеристика ОФБУ в России по состоянию на 04.11.2013 г.(7)

Наименование института	Общее количество	Объем активов, млрд. руб.
Общие фонды банковского управления (ОФБУ)	262	3,3

Современный мировой финансовый кризис, отразившийся на системе коллективного инвестирования, выявил проблемы невысокого качества управления рисками в управляющих компаниях, а также низкой информационной прозрачности их деятельности. Введение обязательной должности риск-менеджера в организационную структуру управляющей компании и определение его участия в процессе принятия инвестиционных решений является весьма целесообразным.

Для повышения эффективности системы коллективного инвестирования в России важно также повышение роли саморегулируемых организаций (СРО) и рейтинговых агентств. Рейтинговые агентства, являясь независимыми институтами оценки надежности и качества услуг компаний, могут участвовать в отборе управляющих на основе государственных и негосударственных тендеров.

И хотя будущее российского рынка коллективных инвестиций во многом связано с его интеграцией в глобальные рынки капитала, важно переориентировать его на потребности российских инвесторов, использовать его для реализации социально

значимых инвестиционных начинаний государства, таких, как управление фондом «военной ипотеки», фондом будущих поколений.

#### Список использованных источников:

1. Вайн С. Глобальный финансовый кризис: механизмы развития и стратегии выживания/ Саймон Вайн. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009.
2. Современные направления развития институтов коллективного инвестирования: монография/ В.Л. Василенок, В.Д. Никифорова, И.Г. Сергеева – СПб: Институт бизнеса и права, 2011.
3. Крейндель В. Российские инвесторы получили прямой доступ к европейским ETF // Рынок ценных бумаг, 2013. – №10.
4. Московская биржа <http://moex.com>
5. Абрамов А.Е. Инвестиционные фонды: доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России/ А.Е. Абрамов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.
6. Макаrenchенко М.А., Алексеев В.С. Обеспечение реализации инновационного процесса // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия «Экономика и экологический менеджмент», 2013. - №1. [Электронный ресурс]: <http://www.economics.ihbt.ifmo.ru>
7. Интернет-ресурсы Investfunds Группа Cbonds <http://pif.investfunds.ru/funds/index.phtml>
8. Интернет-ресурсы ЦЭА «Интерфакс»: «Прогноз основных параметров и структуры банковской системы Российской Федерации за 2009 -2020 г.г.» <http://www.interfax.ru>
9. Усик Н.И. Кластерный подход для неоиндустриализации России // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия «Экономика и экологический менеджмент», 2013. - №2. [Электронный ресурс]: <http://www.economics.ihbt.ifmo.ru>
10. Сергеева И.Г. Взаимодействие финансового и реального секторов экономики в посткризисном мире // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия «Экономика и экологический менеджмент», 2012. - №1. [Электронный ресурс]: <http://www.economics.ihbt.ifmo.ru>