

СХОДСТВА И РАЗЛИЧИЯ РОССИЙСКОГО И ЗАРУБЕЖНОГО РЫНКА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ

М. М. Журбин,

главный экономист отдела контроля деятельности 1 Управления контроля и надзора за деятельностью субъектов рынка коллективных инвестиций Главного управления Банка России по Центральному федеральному округу, Москва; e-mail: mzhurbin@live.com

Е. В. Мерекина,

ассистент кафедры финансов и кредита, Московский государственный университет имени М. В. Ломоносова; e-mail: elena.bulakhova@yandex.ru

Классификация российских фондов и их характеристик имеет большое значение для повышения их инвестиционной привлекательности и развития финансового рынка. В этом ключе важно оценить возможность применения классификации фондов, существующей на Западе, на российском рынке, а также определить инвестиционные характеристики фондов с учетом особенностей российской среды и выяснить, какие из фондов можно считать альтернативными. Все это упростит выбор инвестора, желающего инвестировать как в российские фонды, так и в зарубежные.

Classification of the Russian funds and their characteristics is of great importance for increase of their investment appeal and development of the financial market. Thus, it is necessary to evaluate the application of the foreign classification of the funds on the Russian market and also to determine the investment characteristics of the funds, taking into account peculiarities of the Russian environment, to find out which funds can be considered as an alternative. All this will facilitate the choice of the investor who wants to invest in Russian as well as in foreign funds.

Ключевые слова: альтернативный инвестиционный фонд; паевой инвестиционный фонд; российский фондовый рынок; управление активами.

Key word: alternative investment fund; mutual investment fund; Russian stock market; asset management.

УДК 336.767.017.2; JEL G11, G15, G18, G23, G24

Классификация инвестиционных фондов на Западе. В англоязычных источниках информации понятие «инвестиционный фонд» трактуется как объединенный капитал, принадлежащий широкому кругу инвесторов, используемый для коллективного приобретения ценных бумаг, при этом каждый инвестор сохраняет за собой право собственности и контроля над своей долей в фонде¹. В европейской классификации различаются фонды *UCITS* и *AIF* (*alternative investment fund*), которые регулируются соответственно директивами *UCITS* [1] (1985) и *AIFMD* [2] (2011), утвержденными Европейским парламентом и Советом ЕС. Аббревиатура *UCITS* расшифровывается как *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*, т. е. положения о совместных инвестициях в обращающиеся ценные бумаги; аббревиатура *AIFMD* – *Alternative Investment Fund Manager Directive*) – директива об управляющих альтернативными инвестиционными фондами.

Хотя Европа не является самым крупным рынком фондов (доля европейского рынка составляет 37% по расчетам *EFAMA* [3]), мы будем опираться именно на эту классификацию как наиболее исчерпывающую, так как лидер этой отрасли США все еще не располагает применимыми законодательными нормами. В отличие от европейского законодательства, американский закон Додда-Франка [4] (2010), принятый Конгрессом США, касается не всех фондов.

Согласно нормам европейского регулирования, под традиционными фондами (*UCITS*) понимаются фонды, осуществляющие инвестиции в акции и облигации, под альтернативными – все остальные фонды (*AIF*).

Традиционные фонды обязаны вкладывать средства инвесторов исключительно в ликвидные активы, причем каждый из них не должен превышать определенную долю

в портфеле, что снижает риски посредством диверсификации вложений. Фонды *UCITS* являются открытыми, т. е. обязаны выкупать ценные бумаги фонда у инвестора по его требованию. Они должны обеспечивать максимальную прозрачность своей деятельности в отчетах перед инвесторами.

Другая группа фондов – *AIF* – не ограничена в стратегиях и объектах инвестирования. В связи с этим сегодня функционирует огромное количество типов *AIF*. Наиболее распространены хедж-фонды, фонды прямых инвестиций, венчурные фонды и фонды недвижимости. В отличие от традиционных фондов большинство *AIF* является закрытыми. Это означает, что владельцы ценных бумаг такого фонда не могут продать их до окончания периода функционирования фонда. Такие фонды создаются как альтернатива рынку, чтобы получать положительную доходность даже тогда, когда фондовый рынок падает. Поэтому *AIF* предпочитают более рискованные инвестиции с потенциально большей отдачей. Некоторые из них используют заемные средства (финансовый рычаг), реализуют менее ликвидные или неликвидные торговые стратегии по сравнению с традиционными фондами.

Особенности российского рынка инвестиционных фондов. В настоящее время российский финансовый рынок остается менее развитым по сравнению с западными странами. По словам С. К. Дубинина, «российские финансовые институты не вполне справляются с ролью трансмиссионного механизма между международными источниками финансовых ресурсов и спросом отечественной экономики на инвестиции... Наблюдается преобладание банковского посредничества при явном недостатке развития небанковских секторов» [6].

Один из факторов, препятствующих развитию небанковского сектора, – низкая финансовая грамотность населения. По данным рейтингового агентства *Standard & Poor's*, лишь

¹ URL: <http://www.investopedia.com/terms/i/investment-fund.asp>

38% россиян финансово грамотны¹. В рамках совместного проекта Министерства финансов Российской Федерации и Всемирного банка для оценки финансовой грамотности населения в 2016 г. было проведено тестирование россиян [7], в результате которого выяснилось, что большинство респондентов не считает все финансовые услуги понятными обычному человеку. При этом четверть опрошенных вообще не имеет сбережений, треть – полагает, что объема их сбережений хватит не более, чем на один месяц жизни при отсутствии доходов. Абсолютное большинство (98%) хранит сбережения в банке, и лишь 1% – в инвестиционной компании. Недоверие населения к небанковским финансовым институтам не способствует развитию отрасли коллективных инвестиций.

Действующие регулирующие нормы фокусируются на паевых инвестиционных фондах и акционерных инвестиционных фондах. В отличие от европейского законодательства, в российской практике определение альтернативных инвестиционных фондов (АИФ) полностью отсутствует, а к альтернативным вложениям причисляются любые инвестиции, кроме банковских депозитов.

Согласно Указу Президента Российской Федерации от 21 марта 1996 г. № 408 «Об утверждении Комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров» [8], к формам коллективного инвестирования относятся паевые инвестиционные фонды (ПИФ), кредитные союзы, акционерные инвестиционные фонды, инвестиционные банки и негосударственные пенсионные фонды. Огромная популярность ПИФов в предкризисное время привела к тому, что сегодня о них знают даже россияне, никак не связанные с экономикой. Акционерные фонды решают те же задачи, что и ПИФы, но их количество на рынке несущественно: на конец 2016 г. на рынке действовали всего лишь три акционерных инвестиционных фонда [9].

С юридической точки зрения ПИФы по характеру своей деятельности аналогичны зарубежным фондам: инвесторы передают свои средства в доверительное управление без перехода права собственности на него. Определение ПИФа отражено в ст. 10 Федерального закона от 29.11.2001 № 156 «Об инвестиционных фондах» [10], понятие доверительного управления – в ст. 5 Федерального закона от 22.04.1996 № 39 «О рынке ценных бумаг» [11]. В дополнение к этому в ст. 1012 ГК РФ даются определение доверительного управления имуществом и его основные характеристики [12].

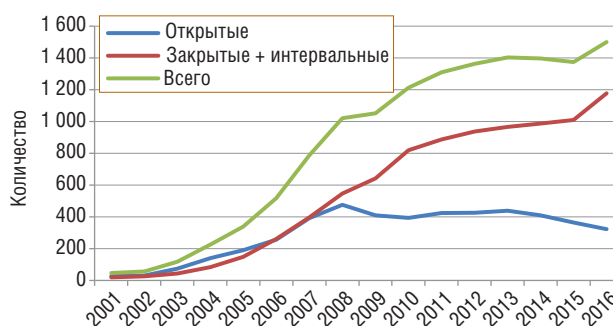
Остановимся подробнее на инвестиционных характеристиках фондов, чтобы выяснить, присущи ли российским ПИФам черты зарубежных традиционных или альтернативных фондов.

Российский рынок ПИФов. Сразу после появления Федерального закона № 156 ПИФы в России стали бурно развиваться вплоть до 2008 г. Тем не менее сегодня их число все еще несоизмеримо с европейским (1,5 тыс. против 19 тыс.) [13].

Рост открытых фондов после кризиса 2008 г. прекратился, и появилась тенденция к их сокращению. Закрытые фонды, напротив, успешно преодолели кризис и продолжили рост (интервальные фонды при расчетах были объединены с закрытыми по причине их незначительного количества).

Аналогичная динамика прослеживается в стоимости чистых активов ПИФов: открытые фонды так и не смогли вернуться к предкризисным показателям. Чистые активы закрытых фондов в противовес этому выросли более чем в два раза с 2008 г. На наш взгляд, количество и стоимость чистых активов фондов отражают спрос на них со стороны

Рис. 1. Динамика роста российских ПИФ



Источник: составлено авторами по данным: URL: <http://pif.investfunds.ru/analytics/amount/>

инвесторов. Очевидно, что закрытые фонды в последнее десятилетие являются более востребованными.

По мнению авторов, открытые ПИФы сравнимы с традиционными фондами в связи со своей доступностью для любых инвесторов, открытостью и прозрачностью, ликвидностью вложений. Закрытые ПИФы частично похожи на АИФ по своим инвестиционным характеристикам, таким как низкая ликвидность, долгосрочность инвестирования и ограниченная возможность досрочного вывода средств.

Что касается различий, все ПИФы подвержены государственному регулированию: по ним законодательно установлен размер издержек, который несет пайщик. Это в первую очередь величина скидки и надбавки, т. е. выплат пайщика при покупке и продаже паев соответственно, а также максимально допустимый размер вознаграждения управляющей компании и управляющего, что отличает их от АИФ, где размер вознаграждения может варьировать. Набор финансовых инструментов, доступный для инвестирования через закрытые ПИФы, также ограничен. Накладываются ограничения на использование финансового рычага и вложения в деривативы. Эти инструменты играют значительную роль в инвестициях АИФ.

Таким образом, российские ПИФы имеют как сходства с зарубежными фондами, так и отличия от них. Чтобы выяснить, могут ли они выступать в качестве альтернативы рынку, проанализируем динамику доходности ПИФов и сравним ее с индексом ММВБ (MICEX)². Период с 2004 г. является достаточно репрезентативным, так как до этого закрытые фонды не предоставляли данные о своей деятельности. Кроме того, это позволяет анализировать результаты как в докризисный период, так и во время и после рецессии.

По открытым и интервальным фондам была рассчитана среднемесячная доходность, а по закрытым – средняя за квартал. Для унификации данных среднемесячная доходность была пересчитана в среднеквартальную. Общее количество наблюдений составило 156.

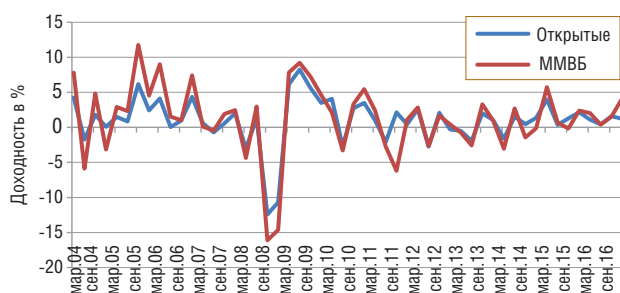
Оказалось, что доходность открытых ПИФов в целом повторяет динамику индекса (рис. 2). При этом до 2008 г. наблюдалась максимальная доходность, которая ни разу не отмечалась впоследствии. Наибольшее падение доходности открытых фондов произошло во II–III кварталах 2008 г., что свидетельствует о незащищенности открытых фондов перед кризисом. Интервальные фонды продемонстрировали такую же динамику, хотя в теории утверждается, что из-за их более низкой ликвидности их доходность должна отличаться.

Закрытые фонды показали другие результаты: динамика индекса ММВБ отражается в доходности фондов с определенным лагом (рис. 3). Поэтому в кризис закры-

¹ URL: <http://www.rbc.ru/economics/18/11/2015/564cb0b49a794735ec96b7d2>

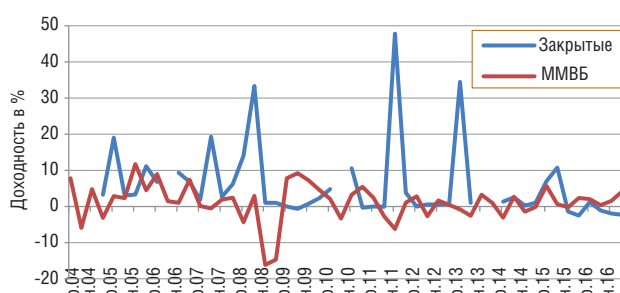
² URL: <https://mfd.ru/>

Рис. 2. Сравнение доходности открытых фондов и индекса ММВБ



Источник: составлено авторами по данным: URL: <http://pif.investfunds.ru/funds/rate.phtml>

Рис. 3. Сравнение доходности закрытых фондов и индекса ММВБ



Источник: составлено авторами по данным: URL: <http://pif.investfunds.ru/funds/rate.phtml>

тые ПИФы, единственные из фондов, продемонстрировали положительную доходность.

Согласно результатам расчетов, открытые и интервальные фонды имеют значительную корреляцию с индексом, которая составила 0,92 ($R^2 = 0,85$) и 0,91 ($R^2 = 0,83$) соответственно. Закрытые фонды существенно от них отличаются: их корреляция с рынком составила -0,12 ($R^2 = 0,01$). Отрицательная корреляция означает, что при увеличении одной переменной другая должна уменьшаться, т. е. при росте индекса ММВБ доходность закрытых ПИФов будет падать.

Таким образом, закрытые ПИФы могут сопоставляться с зарубежными AIF. Тем не менее, заметим, что в некоторых случаях anomalously высокая доходность отдельных ПИФов привела к завышенной рассчитанной средней доходности.

Для более точной оценки целесообразно исключать из выборки фонды со слишком сильно отличающимися данными.

Подводя итоги, рассмотрим перспективы развития российского рынка ПИФов на примере объема выдачи инвестиционных паев и количества владельцев паев (рис. 4).

Рис. 4. Объем выдачи паев по типам инвестиционных фондов



Источник: составлено авторами по данным: URL: <http://cbr.ru/publ/?Prtdid=bbs>

Расчеты показывают, что динамика продаж открытых фондов остается стабильной, в то время как закрытые фонды демонстрируют тенденцию к росту, что позволяет рассуждать об их большей востребованности. В 2016 г. объем продаж последних достиг 300 млрд руб., что примерно в четыре раза превышает показатели 2011 г. Интервальные фонды объединены с открытыми ввиду незначительного количества выданных паев.

Число владельцев паев закрытых фондов остается на крайне низком уровне. При этом в течение рассматриваемого периода оно возросло от 8,6 до 13,4 тыс. Сопоставляя эти данные с объемом продаж паев, можно сделать вывод о значительном в среднем объеме паев, приходящемся на одного владельца. Аналогично закрытым фондам количество владельцев открытых фондов увеличилось. Это позволяет сделать вывод о положительной динамике отрасли.

Итак, различия между российскими и зарубежными фондами по их инвестиционным характеристикам и результатам деятельности оказываются не слишком существенными. Вместе с тем различия в используемых классификациях фондов, закрепленных на законодательном уровне, значительные. Адаптация российского законодательства в сфере фондов и его приближение к европейским нормам могли бы сделать европейский рынок более понятным и привлекательным для российских инвесторов, а российские фонды – для граждан ЕС.

Список литературы

1. Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS).
2. Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010 (AIFMD).
3. EFAMA, 2014. Trends in European Investment Funds 2003–2013, Brussels: European Fund and Asset Management Association.
4. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.
5. URL: <https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>
6. Дубинин С. К. Финансализация экономического роста и российская национальная финансовая система // Финансы: теория и практика. 2017. № 4. С. 6–21.
7. Уровень доступности финансовых услуг в Российской Федерации. Отчет по результатам комплексного исследования среди потребителей и поставщиков финансовых услуг. М., 2016.
8. Указ Президента Российской Федерации от 21 марта 1996 г. № 408 (ред. от 16.10.2000 № 1756) «Об утверждении Комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров».
9. Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов. Банк России. 2016. № 3.
10. Федеральный закон от 29.11.2001. № 156 (ред. от 01.05.2017) «Об инвестиционных фондах».
11. Федеральный закон от 22.04.1996. № 39 (ред. от 29.12.2012) «О рынке ценных бумаг».
12. Статья 1012 Гражданского кодекса Российской Федерации.
13. EFAMA, 2014. Trends in European Investment Funds 2003–2013, Brussels: European Fund and Asset Management Association.