

С.Н. Володин, Ю.В. Шамина
Национальный исследовательский университет —
Высшая школа экономики (Россия)

Первичный и вторичный рынки инвестиционных паев паевых фондов в России и за рубежом

Тенденции увеличения значимости ПИФ в России

Паевые инвестиционные фонды впервые появились в России 20 лет назад (основание первого фонда датируется 1996 г. [Абрамов, 2014, с. 5]). Исходя из этого, можно сделать вывод, что рынок коллективных инвестиций в нашей стране находится на первоначальном этапе становления. В течение последующих лет данный рынок претерпевал различные этапы развития, но в целом наблюдались тенденции к росту.

За период с 1996 по 2016 г. на рынке коллективных инвестиций наблюдаются тенденции активного развития, значительной предпосылкой которых было введение закона «О коллективных инвестициях» [Абрамов, 2014, с. 10]. Спрос на инвестиционный продукт в виде инвестиционных паев со стороны инвесторов может быть объяснен следующими факторами: возможность диверсификации портфеля с целью уменьшения риска, получение большей доходности по сравнению с депозитами в банке, доступность для инвестора из-за невысокой стоимости пая и строгое регулирование со стороны государства.

О тенденции развития рынка паевых инвестиционных фондов можно также сказать на основе анализа изменения количества паевых инвестиционных фондов за период с 2000 по 2016 г.: количество ПИФ изменилось с 577 функционирующих фондов в 2006 г. до 1298 фондов в 2016 г. [НЛУ, Интернет-ресурс]. Впрочем, в последние годы их количество стало постепенно снижаться, что особенно затронуло именно рыночные открытые инвестиционные фонды.

Несмотря на общие тенденции к росту сегмента, развитие рынка коллективных инвестиций в России значительно отстает от западных аналогов. Для проведения сравнительного анализа рассмотрим фонды взаимных инвестиций (*mutual funds*) в Соединенных Штатах Америки. Первый взаимный фонд, *Massachusetts Investors Trust*, был сформирован в 1924 г. [Abramov, 2014, p. 80]. Поэтому к периоду формирования

первых паевых инвестиционных фондов в России в США было сформировано уже более 4558 их аналогов [Абрамов, Акшенцева, Радыгин, 2010, с. 63]. На данный момент также наблюдаются значительные различия в количестве фондов коллективных инвестиций: на 2015 г. в России функционировало 1375 паевых инвестиционных фондов, в то время как в США их число достигло 8116 [Абрамов, Акшенцева, Чернова, 2015, с. 172]. И это нельзя объяснить только тем, что российский фондовый рынок пока что относится к разряду развивающихся. Так, на другом развивающемся рынке — бразильском, количество паевых фондов сравнимо с их количеством в США.

Первичный рынок паев ПИФ

Говоря о предпосылках развития первичного рынка инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, в первую очередь стоит отметить законодательную базу. Для создания паевых инвестиционных фондов как непосредственного участника фондового рынка Федеральной службой по финансовым рынкам был разработан целый перечень нормативно-правовых актов, направленный на защиту интересов пайщиков. Установление серьезного контроля над деятельностью ПИФов как со стороны государства в лице Центрального банка РФ, так и со стороны сторонних организаций: специального депозитария, на хранении у которого находятся активы фонда, и независимого аудитора, осуществляющего проверку деятельности управляющей компании, — повысило доверие граждан к этому финансовому институту. Таким образом, серьезное регулирование рынка паевых инвестиций является одной из причин наблюдавшегося ранее роста популярности паев ПИФов как достаточно надежного способа финансовых вложений. Другим фактом стало бурное развитие российского рынка в 2004—2007 гг., что привело и к росту стоимости паев инвестиционных фондов.

Одним из показателей, характеризующих степень доверия пайщиков к ПИФ в виде объемов осуществляемых ими вложений, является суммарная стоимость чистых активов. Этот показатель рассчитывается из суммарной стоимости активов фонда за вычетом обязательств, которые имеются на текущий момент и погашение которых планируется непосредственно из активов фонда. По данным, предоставленным Национальной лигой управляющих [НЛУ, Интернет-ресурс], построим диаграмму (рис. 1).

На основании построенной диаграммы можно сделать вывод о положительном приросте суммарной стоимости чистых активов

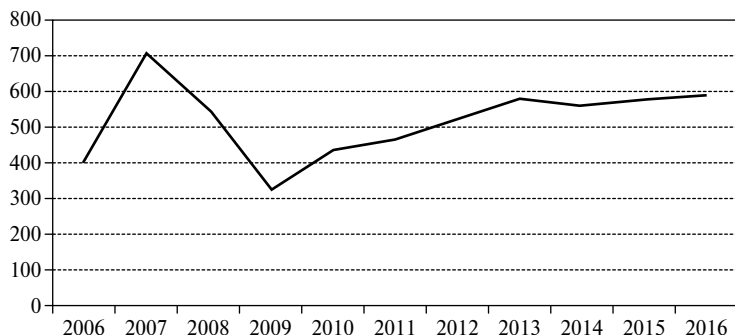


Рис. 1. Стоимость чистых активов паевых фондов, млрд руб.

паевых инвестиционных фондов в России, за исключением периода кризиса с 2008 по 2009 г., во время которого изменение стоимости чистых активов паевых фондов было отрицательным из-за экономической ситуации в стране. Однако после периода кризиса суммарная стоимость чистых активов ПИФ вновь возросла, почти достигнув значения в докризисный период. Впрочем, это во многом обуславливается ростом зачастую нерыночных — закрытых ПИФ (табл. 1) [НЛУ, Интернет-ресурс].

Таблица 1

СЧА ПИФ на 30 декабря, млрд руб.

Тип ПИФ	2004	2007	2008	2010	2012	2014	2015
Открытый	15	135	47	63	87	96	109
Закрытый	23	586	480	375	430	450	459
Интервальный	73	43	15	19	14	6	7
Всего	111	764	542	457	531	552	575

Основной рост стоимости чистых активов в период до 2008 г. сопровождался ростом стоимости чистых активов открытых и закрытых ПИФ. Как уже говорилось выше, это явление может быть объяснено тем, что в период до экономического кризиса доходы населения были достаточно высокие, поэтому их привлекали развивающиеся инвестиционные фонды, гарантирующие высокую доходность паев [Абрамов, Акшенцева, Чернова, 2015, с.184].

В период с 2008 г. на поведение инвесторов на рынке в значительной степени повлиял финансовый кризис в России. Стоимость чистых активов открытых и интервальных фондов значительно уменьшилась из-за того, что их годовая доходность достигла глубокого отрицатель-

ного значения при кризисе (например, для открытых фондов акций в 2008 г. этот показатель был равен $-63,4\%$ [Абрамов, Акшенцева, Чернова, 2015, с. 186]). Пайшики, не уверенные в возможности дальнейшей стабилизации рынка и достижения инвестиционными фондами положительной доходности, стали забирать денежные средства и, соответственно, СЧА паев значительно сократилось. Так, за период с 31 января 2008 г. по 30 января 2009 г. отток денежных средств из открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов составил 30,950 млрд руб. [Investfunds, Интернет-ресурс], что составляет значительную потерю средств в сравнении с предыдущими периодами. При этом на протяжении дальнейших периодов также наблюдался устойчивый отток денежных средств, что свидетельствует о сохранении недоверия пайщиков к данному инструменту.

Рынок паев закрытых паевых инвестиционных фондов был подвержен финансовому кризису в России в меньшей степени. Несмотря на то, что стоимость чистых активов закрытых инвестиционных фондов снизилась, ее колебания не были такими значительными, как в случае открытых и интервальных ПИФ. Одной из причин, объясняющих данное явление, выступает ориентация ЗПИФ на другую категорию — инвестиции в недвижимость. Такой выбор был обусловлен меньшей волатильностью цен в этой отрасли по сравнению с ценами акций [Лукашин, 2010, с. 27]. Не менее важным фактором является использование закрытых ПИФ для «переупаковки» бизнеса, с целью ухода от налогов (паевой фонд не является юридическим лицом, а значит, не платит налоги в период своего функционирования).

Для анализа тенденций на мировом рынке коллективных инвестиций может быть также использована суммарная стоимость чистых активов, являющаяся характеристикой доли рынка в экономике страны. Подавляющий объем мирового рынка ПИФ по суммарной стоимости чистых активов занимают США, достигая практически 50% от суммарной доли рынка. Следующим по величине рынком является рынок в Европе, занимая порядка 34%. За ними идут такие страны, как Люксембург, Франция, Ирландия и Великобритания. Рынок коллективных инвестиций в России по объему СЧА достигает лишь порядка 1% от общеевропейского рынка [Решедько, 2013, с. 143], что является крайне низким показателем.

Вторичный рынок инвестиционных паев ПИФ

Следует отметить, что для приобретения пая инвестор может обратиться непосредственно в управляющую компанию или к спе-

циальному агенту, что означает приобретение паев на первичном рынке. Как было рассмотрено выше, существует три вида паевых инвестиционных фондов, основным отличием которых является возможность погашения паев управляющей компанией и сроки, когда оно может быть осуществлено. В случае интервального ПИФа инвестор может приобрести и продать пай только в определенные, заранее регламентированные периоды (в России минимум два раза в год на протяжении двух недель), а в случае закрытого ПИФ — продажа паев невозможна до конца срока существования фонда, который, как правило, составляет до 15 лет. Вторичное же обращение инвестиционных паев гарантирует пайщикам возможность продать пай в любое время, что существенно снижает риски их инвестиций. Стоит отметить, что данное преимущество наиболее всего распространяется на закрытые и интервальные ПИФ, поскольку на сделки с паями открытых ПИФ нет ограничений по времени осуществления.

Другая трудность в приобретении паев на первичном рынке заключается в том, что для совершения такой сделки необходимо заключить договор с управляющей компанией или специальным агентом, которые находятся не во всех городах и имеют пай ограниченное число фондов. На данный момент в России функционирует 39 агентов, осуществляющих продажу паев паевых инвестиционных фондов. Подавляющее большинство агентов предоставляет пай только 10–15 фондов [Investfunds, Интернет-ресурс]. В первую очередь такими агентами являются банки: Ситибанк, банк ФК Открытие, Восточный экспресс банк и ВТБ 24 [Investfunds, Интернет-ресурс].

При этом специальные агенты берут определенную комиссию за совершение операций, а приобретение паев непосредственно у управляющей компании сопряжено с оплатой специальной надбавки (в случае продажи — скидкой). В случае продажи или приобретения инвестиционных паев на вторичном рынке взимается только комиссия брокера, которая значительно меньше.

Еще одной трудностью при приобретении и продаже паев ПИФ на первичном рынке является время совершения сделки. Для того чтобы купить или продать пай через управляющую компанию, необходимо отправить заявку, время осуществления которой до 15 дней, что сопряжено с возможностью изменения рыночной ситуации и, соответственно, стоимости пая. Обобщая вышесказанное, построим сравнительную таблицу (табл. 2) приобретения паев на первичном и вторичном рынках [Московская биржа, Интернет-ресурс].

Таблица 2

Сравнение приобретения паев на первичном и вторичном рынках

Критерий сравнения	Первичный рынок		Вторичный рынок
	Управляющая компания	Агент	Биржа
Комиссия за совершение операции	Минимальная надбавка	Надбавка за совершение операции больше, чем у УК	Комиссия брокера значительно ниже
Доступность	Требуется личное заключение договора	Требуется личное заключение договора	Дистанционная покупка и продажа
Сроки расчета с пайщиками	До 15 дней	—	До одного дня
Существенные недостатки	Достаточно высокая сумма для минимальных инвестиций	Работает не со всеми фондами, взимает высокую комиссию	Не распространено широко, мало паев ПИФ представлено

Таким образом, возможность обращения паев на бирже может рассматриваться как способ повышения их ликвидности и доступности для инвесторов.

Для рассмотрения тенденций биржевой торговли паями паевых инвестиционных фондов в России рассмотрим их обращение на Московской бирже [Московская биржа, Интернет-ресурс]. По данным биржи, сделки по покупке или продаже этого финансового инструмента совершаются довольно редко, что говорит о незначительном числе покупателей, предъявляющих спрос на паи. Также трудности возникают и со стороны управляющих компаний: для прохождения листинга и включения в котировальные списки первого и второго уровней требования со стороны Московской биржи высокие. Несмотря на общее, количество паев достаточно велико (рис. 2).

Политика действий управляющих компаний закрытых ПИФ значительно отличается. Биржевое обращение паев не является приоритетной целью, поскольку основной целью закрытых ПИФ является льготная налоговая политика, возможность проведения манипуляций с активами банков или других крупных организаций, или реализация собственного проекта в узком кругу инвесторов [Абрамов, Акшенцева, Радыгин, 2010, с. 112–113].

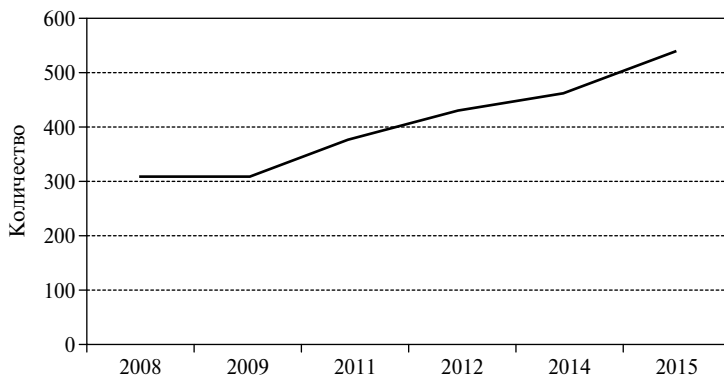


Рис. 2. Количество инвестиционных паев ПИФ на бирже

Возможность инвестиционных паев обращаться на бирже в России актуальна только для фондов, целью которых является привлечение новых пайщиков и увеличение активов фонда. Именно поэтому управляющие компании фондов не заинтересованы в повышении ликвидности паев на вторичном рынке. При этом обращение инвестиционных паев на вторичном рынке предполагает затраты со стороны фонда. Осуществление сделок с паями на бирже предполагает выплату комиссий бирже и вознаграждений расчетному депозитарию, выполняющему работу по фиксированию и проведению всех осуществляемых в ходе совершения сделок операций.

Вторичное внебиржевое обращение паев в России также представлено торговлей через некоторые банки и инвестиционные компании. Этот вид обращения получил наибольшее распространение среди паев интервальных фондов, паи которых банк имеет право продать и приобрести в определенные, заранее регламентированные в деятельности ПИФа периоды. В дальнейшие периоды, в течение которых управляющая компания не приобретает и не продает инвестиционные паи, инвесторы могут обратиться в банк для приобретения этих паев непосредственно у банка. Примером банка, осуществляющего такие сделки, является ВТБ Капитал [Investfunds, Интернет-ресурс], который предоставляет не только услуги по продаже и покупке инвестиционных паев, но и услуги по обмену инвестиционных паев одного открытого фонда на другой.

Тенденции дальнейшего развития и опыт зарубежных стран

Среди фондов, успешно осуществляющих торговлю своими инвестиционными паями на бирже, стоит выделить особую категорию фондов акций — биржевые фонды (*ETF — Exchange Traded Fund*), основанные еще в 1993 г. в США. С 1993 г. *ETF* получили широкое распространение по всему миру. *ETF* пользуются высокой популярностью среди инвесторов развитых стран мира: США, Великобритания, Франция и т.д. Также *ETF* пользуются популярностью среди индивидуальных инвесторов в США, которые владеют порядка 40–50% активов, находящихся в управлении этих фондов. Это говорит о высоком уровне доверия к этому финансовому инструменту.

Отличительной особенностью *ETF* является механизм его действия на бирже. По своей сути *ETF* является инвестиционным фондом, отслеживающим динамику определенного индекса. Его доли торгуются как обычные акции, что позволяет проводить с ними короткие продажи. Так, например, крупный американский фонд *PowerShares DB Gold Fund* полностью копирует индекс *NASDAQ 100*. *ETF* успешно торгуются на бирже из-за арбитражного механизма, позволяющего минимизировать разницу между расчетной стоимостью инвестиционных паев и их котировками на бирже. Необходимым условием работы арбитражного механизма является ежедневная публикация портфеля активов *ETF* и соотношение в нем ценных бумаг разного типа, так как стоимость паев соответствует динамике изменения стоимости базового актива.

Биржевые фонды как финансовые институты, способные успешно обращаться на бирже, привлекли внимание и в России. Первый их аналог — индексный ПИФ «Сбербанк — Индекс РТС Стандарт» был создан в 2010 г. [Investfuture, Интернет-ресурс]. Несмотря на успехи относительно других паевых инвестиционных фондов (количество сделок и объем торгов были выше) инвестиционный фонд был ликвидирован в 2013 г. из-за того, что так и не смог достичь популярности со стороны крупных институциональных инвесторов.

В 2013 г. началась торговля непосредственно акциями *ETF* на Московской бирже, они были представлены провайдером *FinEx Tradable Russian Corporate Bonds UCITS ETF*, зарегистрированным в Ирландии. Стратегией, выбранной *FinEx Group*, является выход на рынок *ETF* в развивающихся странах, в которых биржевые фонды еще не получили успешного распространения. Стоит отметить, что компания активно принимает меры по реализации выбранной стратегии. Так, на конец 2016 г. *FinEx Group* являлась единственной управляющей

компанией, акции биржевых фондов которой торгуются на Московской бирже. При этом на данный момент существует 15 *ETF* этой управляющей компании, которые активно функционируют на Московской бирже [Московская биржа, Интернет-ресурс]. Основными преимуществами представленных *ETF* являются очень низкие комиссии для инвесторов (порядка 0,5–1%, вместо 4–8% для паев ПИФов), а также возможность опосредованно вкладываться в различные активы, обычно недоступные непрофессиональным и неквалифицированным инвесторам, такие как иностранные акции, американские государственные облигации, еврооблигации.

Заключение

В заключение хотелось бы отметить, что отрасль коллективных инвестиций в России получила свое распространение относительно недавно и только начинает развиваться, о чем свидетельствуют тенденции увеличения числа паевых инвестиционных фондов и суммарная стоимость их чистых активов. Введение серьезного государственного контроля за деятельностью управляющей компании представляет дополнительные гарантии пайщикам, увеличивая привлекательность этой отрасли с точки зрения финансовых вложений. Однако первичный рынок инвестиционных паев ПИФ в России имеет гораздо меньшие масштабы по сравнению с такими странами, как США и Великобритания. Одной из причин, объясняющих данное явление, является период формирования этой отрасли в стране.

К сожалению, кризис 2008 г. в России также негативно сказался на развитии паевых инвестиционных фондов. В период кризиса наблюдался масштабный отток денежных средств из фондов, так как пайщики не были уверены в возможности дальнейшей стабилизации экономики и предпочитали избегать вложений, сопряженных с определенным уровнем риска. Введение в 2002 г. закона, позволяющего приобретать и продавать инвестиционные паи паевых фондов, предоставило инвесторам дополнительные возможности их реализации. Однако сделки с инвестиционными паями на бирже совершаются достаточно редко ввиду небольшого числа покупателей и продавцов. Одним из факторов, объясняющих эту тенденцию, является уровень финансовой грамотности населения. Другим — низкая доходность паев в последние годы, ведущая к их малой привлекательности для инвесторов.

Одной из знаменательных тенденций на вторичном рынке является разработка законодательной среды для создания биржевых фондов

(EFT) и обращения паев этих фондов на Московской бирже. Несмотря на то, что количество биржевых фондов в России на данный момент невелико, инвесторы получили дополнительные возможности диверсификации собственного портфеля и снижения транзакционных издержек. При дальнейших тенденциях развития этой отрасли ожидается увеличение количества биржевых фондов, что поможет сделать рынок коллективных инвестиций в России более привлекательным.

Список литературы

1. *Абрамов А.Е.* Институциональные инвесторы в мире: особенности деятельности и политика развития. М.: Дело, 2014.
2. *Абрамов А.Е., Акшенцева К.С., Радыгин А.Д.* Эффективность паевых инвестиционных фондов: теоретические подходы и опыт России // Экономическая политика. 2010. № 4.
3. *Абрамов А.Е., Акшенцева К.С., Чернова М.И.* Экономика инвестиционных фондов: монография. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2015. — 720 с.
4. *Лукашин И.Ю.* Российский фондовый рынок в период кризиса 2008—2009 гг. / И.Ю. Лукашин // Прикладная эконометрика. 2010. № 3 (19). С. 23—37.
5. Московская биржа. URL: <http://www.moex.com> (дата обращения: 03.04.2017).
6. Национальная лига управляющих. URL: <http://www.nlu.ru> (дата обращения: 03.04.2017).
7. *Решедько Л.В.* Проблемы и перспективы развития паевых инвестиционных фондов // Интерэкспо Гео-Сибирь. 2013. № 2.
8. *Abramov A.E.* The institutional investors in the World: Particularities of activities and development policy. Moscow: Delo, 2014.
9. Investfunds — информация о фондовом рынке. URL: <http://investfunds.ru> (дата обращения: 03.04.2017).
10. InvestFuture. Все об инвестициях в России. Открытый индексный паевой инвестиционный фонд «Сбербанк — Индекс РТС Стандарт». URL: <http://investfuture.ru/pifs/id/1880> (дата обращения: 03.04.2017).