

КОЛЛЕКТИВНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ И ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

COLLECTIVE INVESTMENTS AND STATE REGULATION

В. Б. Черников,
соискатель

В статье рассматривается комплекс проблем, связанных с недостаточным уровнем развития в России рынка коллективных инвестиций. Показана объективная природа таких проблем и демонстрируется, что поддержка со стороны государства могла бы значительно ускорить процесс превращения данного сегмента рынка во вполне цивилизованный, подобный рынку западных стран, где коллективные инвестиции играют значительную роль в экономике.

In this paper number of problem connected with insufficiency of level of Russian collective investing market development is demonstrated. The nature of such problems is shown and it is mentioned that the government aid could accelerate process of described market segment transformation into civilized western market, where collective investing has significant role in the economy.

Ключевые слова: активы, инвестиции, коллективные инвестиции, мелкие собственники, управляющие компании, финансово-промышленные группы, фонды.

Key words: assets, investing, collective in vesting, small owners, managing companies, financial-producing groups, funds.

Многие инвестиционные проекты требуют объединения усилий нескольких инвесторов. В связи с этим особое значение приобретают коллективные инвестиции, позволяющие аккумулировать значительные средства и делить риски между инвесторами. Одной из форм коллективного инвестирования во многих странах является привлечение средств слоя мелких собственников, однако в постсоветской России в силу известных причин процесс формирования такого слоя идет медленно. Если сюда прибавить невысокую финансовую грамотность населения, то становится ясно, что рассчитывать на мелких собственников как на инвесторов в ближайшей перспективе не стоит. С другой стороны, именно они и являются основными инвесторами во всем цивилизованном мире. Каков же способ решения данного противоречия?

В настоящее время рынок коллективных инвестиций сформирован в основном за счет активов крупных закрытых фондов. В большинстве своем это фонды и управляющие компании (УК), которые управляют фондами. Они не ориентированы на привлечение средств массовых инвесторов. Более того, часто УК, обслуживающие закрытые фонды, входят в состав более крупных финансово-промышленных (ФПГ) или финансовых групп (ФГ), управляя при этом средствами этих групп, а также активами их собственников, т.е. являются кэптивными структурами¹. И сразу возникает проблема – управление такими структурами может пресле-

довать цели, отличные от «классических» инвестиционных задач – достижения максимальной доходности, ликвидности и надежности, например, структурирование пакета активов и защита прав собственности на эти активы. В таких случаях формат паевого инвестиционного фонда (ПИФ) используется для получения налоговых выгод, а также снижения рисков потери собственности².

Ориентация УК в первую очередь на сотрудничество с крупными единичными клиентами в рамках закрытого паевого инвестиционного фонда (ЗПИФ) приводит к тому, что основная масса лоббистских усилий саморегулируемых организаций (СРО) рынка практически не затрагивает интересы мелких инвесторов³.

Опережающее развитие закрытых фондов не выполняет задачу по трансформации сбережений населения в инвестиции. Рост благосостояния населения, постепенное удовлетворение базовых потребительских запросов, а также сохранение относительной стабильности в развитии российской экономики должны привести к существенному увеличению количества участников, вовлеченных в систему коллективного инвестирования. Имеет место дисбаланс в ресурсной структуре рынка, а значительный перевес количества закрытых фондов недвижимости в общей структуре фондов свидетельствует о непропорциональности рынка коллективных инвестиций⁴.

¹ Системные ограничения существующей модели рынка коллективных инвестиций. Рейтинговое агентство «Эксперт РА». URL: raexpert.ru/strategy/conception/part4/10/ (дата обращения: 25.05.2011).

² Тенетник О.С. Стратегии эффективного размещения средств в фонды коллективного инвестирования: автореф. ... канд. экон. наук. М., 2010. – С. 7.

³ Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» // Российская газета. – № 237–238. – 04.12.2001.

⁴ Российский рынок коллективных инвестиций – в отстающих // Финанс. URL: <http://www.finansmag.ru/articles/116464> (дата обращения: 01.06.2011).

Преодоление структурного дисбаланса в этой сфере должно достигаться за счет специализации статуса ЗПИФ. По своим целям было бы целесообразно разделить закрытые фонды на два принципиально разных типа, с различными подходами к регулированию и с разными инвестиционными возможностями: «ПИФ-трасты» и классические коллективные фонды. Это позволит наиболее полно использовать возможности привлечения инвесторов в зависимости от видов инвестиционных проектов и уровня рисков, обеспечивая при этом их минимизацию при высокой доходности.

Первый тип – это так называемые «ПИФ-трасты», то есть фонды, основной задачей которых является оптимизация собственности инвесторов, снижение рисков владения, повышение прозрачности структуры собственников, оптимизация налогообложения инвестиционных проектов.

Второй тип закрытых фондов – классические коллективные фонды. Основной задачей этих фондов будет предоставление массовым инвесторам возможностей по участию в реализации различных проектов, в первую очередь – строительных. Формат инвестиционных фондов должен обеспечивать возможности легитимного участия инвесторов и в крупных инфраструктурных проектах, и опять таки способствовать формированию в России широкого слоя мелких собственников¹.

Законодательные новации в сфере регулирования деятельности паевых фондов предоставили рынку возможности для развития, однако без детальной проработки «узких мест» в законодательстве отрасли реализовать эти возможности не удастся. Такими «узкими местами» являются: отсутствие института обязательного присвоения экспертного рейтинга рыночным агентам; неудовлетворительный антимонопольный контроль над деятельностью на рынке коллективных инвестиций; отсутствие законодательного закрепления ряда понятий и действий на этом рынке. Необходим комплекс базовых мер, способных улучшить ситуацию в сфере регулирования отрасли коллективных инвестиций².

Важную проблему в сфере налогового законодательства выделяет в своем докладе «О мерах по

совершенствованию регулирования и развития рынка ценных бумаг на 2008–2012 гг. и на долгосрочную перспективу» и Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР). При передаче управляющей компании инвестиционного фонда статуса плательщика НДС в отношении операций с имуществом ПИФ, не являющимся собственностью УК, мы создаем ряд проблем для управляющих компаний фондов недвижимости, в частности, искажаются результаты расчета стоимости чистых активов указанных фондов³. В итоге все это негативно сказывается на потоке инвестиций в указанные фонды, что заставляет частных инвесторов искать более привлекательные по показателям доходности инструменты инвестирования⁴.

В свою очередь, развитие общих фондов банковского управления (ОФБУ) во многом будет зависеть от способности ФСФР и ЦБ РФ решить вопрос с правовым положением этой формы коллективного инвестирования и синхронизировать требования, регламентирующие работу фондов банковского управления.

Государственное регулирование в сфере деятельности инвестиционных фондов – и только оно – должно постепенно привести эту форму коллективного инвестирования к ориентации исключительно на непрофессиональных массовых инвесторов. Перспективы роста рынка взаимных фондов будут определяться тем, насколько эффективно этот тип инвестирования будет выполнять свою социальную функцию по созданию долгосрочной финансовой «подушки безопасности» для населения.

Серьезным барьером на пути развития коллективных инвестиций выступает и низкая капитализация отечественного фондового рынка, а также дефицит ликвидных ценных бумаг и производных финансовых инструментов⁵. Малая емкость фондового рынка не позволяет осуществлять крупные сделки без риска потери стоимости в результате сильных движений котировок, стимулируя тем самым внебиржевую торговлю.

Следует отметить, что проблемой повышения конкурентоспособности российского фондового рынка вплотную занимается как ФСФР в рамках реализации стратегии «Россия 2020: мировой фи-

¹ Системные ограничения существующей модели рынка коллективных инвестиций. Рейтинговое агентство «ЭКСПЕРТ РА». URL: raexpert.ru/strategy/conception/part4/10/ (дата обращения: 25.05.2011).

² Подробнее см.: Бескровный А. Регулирование рынка коллективных инвестиций: новый вектор развития // Рынок ценных бумаг. – 2008. – № 5. – С. 43–51.

³ Федорова Е.А., Панкратов К.А. Влияние мирового финансового рынка на фондовый рынок России // Аудит и финансовый анализ. – 2009. – № 2. – С. 25–33.

⁴ См.: Комов Л.Е. Развитие деятельности коллективных инвесторов на рынке ценных бумаг: автореф. ... канд. экон. наук. М., 2011. – С. 3.

⁵ Галиц Л. Финансовая инженерия: инструменты и способы управления финансовым риском. М.: ТВП, 2002. – С. 82.

нансовый центр», так и крупнейшая СРО отрасли – НАУФОР – в рамках создания «идеальной» модели фондового рынка РФ на долгосрочную перспективу (до 2020 г.)¹.

Практики раскрытия результатов управления в соответствии с едиными стандартами GIPS (Global Investor Performance Standards) в настоящее время придерживаются лишь немногие российские управляющие компании². При этом отсутствие единого стандарта предоставляет возможности недобросовестным управляющим, а также финансовым пирамидам действовать наряду с профессиональными УК, зачастую выигрывая в борьбе за мелкого вкладчика в своих рекламных обещаниях.

Наступление периода высокой волатильности и повышенных рисков, начавшегося с американского ипотечного кризиса, продемонстрировало неспособность многих УК эффективно действовать в условиях нестабильного рынка: более тщательно отбирать финансовые инструменты, контролировать риски (методы оценки риска CAR – «Capital at risk», VAR – «value at risk»), использовать хеджирующие стратегии³.

Наконец, еще одна проблема – на рынке не существует никаких компенсаторных механизмов, подобных системе страхования вкладов в банковской среде, либо гарантийного фонда Российского союза автостраховщиков (РСА) в системе ОСАГО, потому наличие внутреннего института управления рисками является единственным гарантом надежности вложения средств в УК ПИФ для инвестора. Но и это не все.

Отсутствие привлечения в обязательном порядке института рейтинговой оценки надежности и качества услуг управляющих приводит к тому, что УК не концентрируются на вопросах управления рисками. Получение высокой рейтинговой оценки невозможно без подтверждения эффективности системы риск-менеджмента и прозрачности инвестиционного процесса в УК. Однако до тех пор, пока выявление рейтинга не является распространенной практикой на рынке, большинство управляющих не чувствуют этого дополнительного стимула к повышению надежности и качества своих услуг, в частности, за счет совершенствования системы управления рисками⁴.

Между тем, развитые финансовые рынки характеризуются наличием класса финансовых активов, образованных за счет структурирования долга – секьюритизации. Наиболее важными с точки зрения рынка коллективных инвестиций можно признать ипотечные ценные бумаги – класс финансовых активов, реализованный в виде облигаций с обеспечением платежами по ипотечным кредитам. Отсутствие подобного рода инструментов в перечне допустимых объектов вложений инвестиционных фондов тормозит как развитие социально значимого сектора ипотечного кредитования в России, так и ограничивает инвестиционные возможности управляющих компаний. При этом использование синтетической секьюритизации может отрицательно влиять на финансовый рынок, приводя к ипотечному кризису как, например, это произошло в США.

В отличие от так называемых «трансграничных» программ секьюритизации с использованием иностранных «компаний специального назначения» (SPV – special purpose vehicle), на баланс которых переводятся базовые активы, выпуск ценных бумаг в форме инвестиционных паев или ипотечных ценных бумаг является отечественным вариантом секьюритизации без продажи активов за рубеж. В перспективе такой механизм дает возможность реализовать ценные бумаги, возникшие в результате секьюритизации, как внутри страны, так и на мировых фондовых рынках наряду с другими российскими ценными бумагами, что позволит привлечь дополнительное долгосрочное финансирование на развитие ипотеки в России.

Масштабные государственные планы по улучшению жилищной ситуации населения гарантируют постоянный рост объемов ипотеки и обуславливают необходимость повышения ликвидности этого сектора через механизмы секьюритизации.

Не менее важно поддержание высоких темпов реализации инфраструктурных проектов, разного рода национальных проектов, крупных венчурных проектов, программ бюджетного финансирования с использованием ресурса рынка коллективных инвестиций. Для этого необходимо создание возможностей по работе с инфраструктурными облигациями, выпущенными в рамках реализации крупных проектов.

¹ Системные ограничения существующей модели рынка коллективных инвестиций. ...

² Там же.

³ Арнольд Г. Руководство по корпоративным финансам. Пособие по финансовым рынкам, решениям и методам. Баланс Бизнес Букс, 2007. – С. 256

⁴ Галиц Л. Финансовая инженерия: инструменты и способы управления финансовым риском. – С. 215.

Развитие рынка ипотечных и инфраструктурных ценных бумаг в будущем способно превратить Россию в один из ведущих финансовых центров мира.

Рынок коллективного инвестирования должен получить мощный импульс к развитию и за счет притока временно свободных средств госкорпораций, временно свободных средств государственных бюджетов и фондов разного уровня, а также иных бюджетных средств. Использование инфраструктуры рынка коллективного инвестирования должно решить вопросы повышения эффективности и прозрачности использования средств госкорпораций и госбюджета экономической системой, защиты этих активов от обесценения¹.

Подведем итог. Решение проблем функционирования институтов коллективных инвестиций на российском финансовом рынке зависит от динамики и уровня развития самих инвестиционных компаний, однако этот процесс «замкнут» на качество регулирования государством рыночной среды. При серьезной и масштабной правовой помощи со стороны государственных институтов этот процесс пойдет значительно быстрее, что позволит решить многие проблемы экономики России и улучшить социально-экономическое положение страны.

Библиографический список

1. Арнольд Г. Руководство по корпоративным финансам. Пособие по финансовым рынкам, решениям и методам. Баланс Бизнес Букс, 2007.
2. Бескровный А. Регулирование рынка коллективных инвестиций: новый вектор развития // Рынок ценных бумаг. – 2008. – № 5.
3. Галиц Л. Финансовая инженерия: инструменты и способы управления финансовым риском. М.: ТВП, 2002.
4. Комов Л.Е. Развитие деятельности коллективных инвесторов на рынке ценных бумаг: автореф. ... канд. экон. наук. М., 2011.
5. Обзор рынка коллективных инвестиций. Инвестпрофит. URL: <http://www.invest-profit.ru/pify/raevye-investicionnye-fondy/> (дата обращения: 01.06.2011).
6. Портрет рынка паевых инвестиционных фондов. URL: <http://pif.investfunds.ru/analytics/amount/> (дата обращения: 01.06.2011).
7. Приток/отток средств в российские фонды // Профиль рынка паевых инвестиционных фондов. URL: <http://pif.investfunds.ru/analytics/statistic/range/> (дата обращения: 01.06.2011).
8. Профиль рынка паевых инвестиционных фондов. URL: http://pif.investfunds.ru/analytics/statistic/market_profile/ (дата обращения: 01.06.2011).
9. Российский рынок коллективных инвестиций – в отстающих // Финанс. URL: <http://www.finansmag.ru/articles/116464> (дата обращения: 01.06.2011).
10. Рынок коллективных инвестиций и управления активами. URL: <http://www.tula-forum.ru/researches/concept2/part2/part24/> (дата обращения: 25.05.2011).
11. Системные ограничения существующей модели рынка коллективных инвестиций. Рейтинговое агентство «ЭКСПЕРТ РА». URL: <http://raexpert.ru/strategy/conception/part4/10/> (дата обращения: 25.05.2011).
12. Тенетник О.С. Стратегии эффективного размещения средств в фонды коллективного инвестирования: автореф. ... канд. экон. наук. М., 2010.
13. Федорова Е.А., Панкратов К.А. Влияние мирового финансового рынка на фондовый рынок России // Аудит и финансовый анализ. – 2009. – №2.

¹ Системные ограничения существующей модели рынка коллективных инвестиций. Рейтинговое агентство «ЭКСПЕРТ РА». URL: <http://raexpert.ru/strategy/conception/part4/10/> (дата обращения: 25.05.2011).

Черников В. Б. – аспирант, ОАО «НОМОС-БАНК», ведущий эксперт

Tchernikov V. B. – Postgraduate

e-mail: v_tech@rambler.ru