

Паевые инвестиционные фонды и общие фонды банковского управления: конкурентная борьба и перспективы развития

© 2007 А.В. Трофимовская
Московский государственный университет экономики,
статистики и информатики (МЭСИ)

Рассматриваются вопросы конкуренции между паевыми инвестиционными фондами и общими фондами банковского управления.

Что происходит на фондовом рынке в течение последних четырех лет? Попробуем в этом разобраться. Неровный, но значительный рост курсов акций и фондовых индексов, а также облигаций впечатляет даже самых недоверчивых инвесторов. Только за последние два года средства в паевых фондах увеличились более чем в 2 раза (с 75 до 175 млрд. руб.). Осенью 2006 г. индустрии коллективных инвесторов исполнилось 10 лет. К этому времени число паевых фондов и фондов банковского управления достигло более 500. Объем средств, привлеченных управляющими компаниями на российский рынок в 2005 г., был равен 14 млрд. долл. В первом полугодии 2006 г. совокупный объем средств, привлеченных управляющими компаниями в открытые и интервальные фонды, составил 1,1 млн. долл., а капитал в управлении общих фондов банковского управления (ОФБУ) составил 151 тыс. долл. В 2006 г. максимально успешно стартовали ОФБУ: подавляющее большинство первый квартал завершили с прибылью. Впрочем, средняя доходность ОФБУ по-прежнему заметно отстает от прибыльности паевых инвестиционных фондов (ПИФов). Если у ПИФов средняя доходность в первом квартале находилась в диапазоне от 25 до 35%, то у ОФБУ - в пределах 10 - 20%.

Для людей, которые не стремятся стать профессионалами финансового рынка, дорога к инвестированию на фондовом рынке проходит через механизмы коллективных инвестиций. Рассмотрим два варианта такого рода инвестиций - ПИФы и ОФБУ. Деятельность ОФБУ регламентируется фактически одним документом - Инструкцией Центрального банка РФ №63. Согласно данному документу, ОФБУ может быть создано только тем банком, который работает более года и обладает собственным капиталом свыше 100 млн. руб., при этом кредитная организация по показателям работы за шесть отчетных периодов должна быть отнесена ЦБ к категории финансово стабильных банков. По мнению управляющих фондами, эти обстоятельства

служат весомым аргументом, свидетельствующим о надежности ОФБУ.

В качестве документа, удостоверяющего факт передачи имущества в доверительное управление ОФБУ, клиенту выдается сертификат долевого участия. Однако сертификат не имеет статуса ценной бумаги в отличие от инвестиционного пая, а это порождает следующие ограничения:

- 1) его можно купить-продать только в управляющем банке или у его агента;
- 2) невозможно оставлять в наследство или дарить;
- 3) сложно оформить кредит под залог сертификата;
- 4) закрыт выход на биржу.

Анализируя вышеперечисленные ограничения, можно сделать следующие выводы. Отсутствие статуса ценной бумаги у нынешних сертификатов ОФБУ затрудняет для банков кредитование под залог. Под нынешние сертификаты выдавать кредиты банкам слишком рискованно: в залоге у них остается не имущество, а лишь право инвестора на долю управления в общем имуществе фонда. У банков нет никаких гарантий того, что, взяв кредит, клиент на следующий день не заберет пай, и помешать этому банк не сможет. Если бы сертификат имел статус ценной бумаги, то в данном случае они могли бы учитываться на персональном депозитарном счете, где их можно было бы заблокировать в качестве кредитного залога. Вероятнее всего, банки будут продвигать кредитование под залог пая в первую очередь среди собственных вкладчиков ОФБУ. Выдавать деньги клиентам фонда, доходность которого зависит от самого банка, более надежно, чем кредитовать пайщиков чужих фондов, чьи риски управления не могут быть достоверно оценены.

Кредитование под залог паев уже несколько лет практикуется среди ПИФов. Кредиты выдаются на 70-85% стоимости пая, обычно на срок не больше года, ставки от 13% и выше.

Массовым такое кредитование пока не стало. Занимаются этим лишь несколько банков, у которых есть свои ПИФы. К кредитованию клиентов сторонних инвестфондов банкиры относятся настороженно, активно предлагает эту услугу только «КИТ Финанс».

С перевоплощением пая ОФБУ в ценную бумагу у банковских фондов появится также право выхода на биржу. Биржевой интернет-трейдинг вопрос о вашем местонахождении для продажи или покупки пая делает неактуальным. В банках считают, что виртуализация процесса присоединения к ОФБУ должна стимулировать появление новых клиентов. Впрочем, опыт ПИФов это вовсе не подтверждает. Непосредственную торговлю паями через Интернет решила реализовать только УК «Мономах». Для осуществления этой программы компания выбрала технологическую платформу «Faktura.ru». Предполагается, что клиент, единожды получив электронно-цифровую подпись у любого участника «Faktura.ru» (а это 142 российских банка в 43 регионах), сможет совершать любые операции с паями фондов «Мономаха» (приобретение, погашение, обмен) с компьютера, не обращаясь в офисы.

Считаем, что паи нескольких десятков инвестиционных фондов уже не первый год обращаются и на РТС, и на ММВБ, но популярности они так и не приобрели. Но у ОФБУ больше шансов на успех, чем у ПИФов, так как в отличие от инвестиционных фондов они смогут предложить новые возможности для вложений. Спросом на бирже могут пользоваться паи фондов, ориентированные на зарубежные индексы, и бумаги, портфель из которых в России самостоятельно не составить. Институциональным инвесторам сейчас запрещено покупать акции зарубежных компаний, но, становясь пайщиками ОФБУ, они законно смогут обходить данное ограничение. По этой же причине паи «зарубежных» ОФБУ для диверсификации портфелей есть смысл приобретать прямым конкурентам - ПИФам.

По сравнению с ПИФами у ОФБУ есть большой плюс - более широкий спектр инструментов для инвестирования. Помимо акций и облигаций российских эмитентов ОФБУ могут вкладывать средства и в валюту, и в ценные бумаги российских и западных эмитентов, обращающиеся за рубежом, и в срочные инструменты. В десятке самых прибыльных фондов оказались четыре ОФБУ, инвестирующие в иностранные активы, и шесть - в отечественные. По прибыльности между «иностранными» и «нашими» фондами наблюдался паритет. Доход-

ность выше 10% показали 15 «иностранных» (33% от общего количества «иностранных» ОФБУ) фондов, и 16 «российских» (39% от общего количества).

Формально ПИФы тоже имеют возможность инвестирования в подобные активы. Однако на практике возникают, к примеру, такие проблемы, как:

- ограничение на вложение в иностранные ценные бумаги (не более 20% активов ПИФов);
- отсутствие соответствующей нормативно-правовой базы.

Безусловно, среди иностранных компаний найдется немало достойных эмитентов, ни в чем не уступающих российским «голубым фишкам». Учитывая фактически полную отмену с 1 июля 2006 г. ограничений на валютные операции и движение капитала, а также стремление Правительства Российской Федерации сократить инфляцию за счет переориентирования населения с потребления на сбережения и инвестиции, появление реальных механизмов работы ПИФов с ценными бумагами иностранных эмитентов было бы не только полезным для управляющих компаний, но и чрезвычайно актуальным. В связи с этим надо отметить, что, когда нынешняя Федеральная комиссия по финансовым рынкам еще была Федеральной комиссией по ценным бумагам, она рассматривала вариант законодательного оформления возможности выпуска в РФ российских депозитарных расписок, аналогичных существующим американским депозитарным распискам (ADR), выпускаемым американскими банками на акции иностранных эмитентов. К сожалению, практического развития эта инициатива не получила, хотя могла бы стать вектором в развитии разнообразных и высокодиверсифицированных паевых фондов.

Принимая во внимание рост рынка коллективных инвестиций, необходимо рассмотреть аспект расширения предложения финансовых инструментов для ПИФов путем включения таких активов, как драгоценные металлы и финансовые инструменты на их основе. Данный инструмент имеет ряд преимуществ: он ликвиден, имеет постоянно обновляемые биржевые котировки, а в период нестабильности валютных и фондовых рынков представляет собой неплохую альтернативу. Действующим законодательством ОФБУ разрешено инвестировать средства в драгоценные металлы. Стоит отметить, что и коммерческие банки могут открывать металлические счета. Все вышеперечисленное ставит ПИФы в неравные условия.

Существуют и другие классы активов, которые могли бы соседствовать в инвестиционных порт-

фелях ПИФов с привычными акциями и облигациями, в частности производные финансовые инструменты. Необходимо отметить, что срочный рынок на мировой арене стал оказывать влияние практически на все стороны экономической жизни общества. Согласно отчету Банка международных расчетов (BIS), номинальная стоимость всех деривативных контрактов в мире на конец 2005 г. составила 342 трлн. долл. при ВВП американской экономики в 12,5 трлн. долл., а мировой - в пределах 50 трлн. долл.

Действующая редакция Закона "Об инвестиционных фондах" позволяет управляющим компаниям приобретать за счет средств ПИФов производные финансовые инструменты (фьючерсы и опционные контракты на покупку или продажу ценных бумаг) с учетом следующих ограничений:

- производные инструменты, или деривативы, могут приобретаться управляющей компанией только в целях снижения рисков уменьшения стоимости активов паевого инвестиционного фонда;

- сумма обязательств по приобретенным деривативам должна составлять не более 10% стоимости активов паевого инвестиционного фонда.

Анализируя позицию управляющих компаний на российском рынке, можно сделать вывод, что большинство использует одну стратегию - зарабатывать максимальную прибыль на растущем рынке. Поэтому практически никто из управляющих компаний не защищается, стратегии хеджирования почти не используются. Таким образом, управляющим компаниям не сложно объяснить регулятору цель продажи фьючерса, к примеру, на индекс РТС или на акции "Газпрома". Значительно труднее оправдать контракт на покупку базового актива, так как это фактически длинная позиция, увеличивающая общий риск портфеля.

На российском финансовом рынке усилиями управляющей компании "Ак Барс Капитал" появился новый вид паевых инвестиционных фондов, так называемый фонд динамического хеджирования (Floor fund). На Западе такие фонды давно стали привычными для инвесторов. Несмотря на сложное название, суть работы фонда проста. Он гарантирует своим пайщикам, что в случае падения рынка стоимость их пая не снизится за определенный период больше чем на определенное количество процентов. В данном случае порог риска снижения стоимости (floor) пая "Ак Барс Капитал" определила в 5%. Поскольку уровень снижения можно гарантировать только за определенный период, фонд интервальный. Появление в России Floor fund -

вещь показательная. Это означает, что происходит эволюция финансового рынка: наступает разумное соотношение риска и доходности инвестиций. Особенно новый фонд может пригласиться начинающим инвесторам, которые не готовы вкладывать деньги надолго, а при вложении на пару месяцев никак не могут угадать с моментом покупки и продажи пая (покупают на пике роста и продают в нижней точке коррекции).

ОФБУ обладают большей гибкостью, в том числе и при работе на рынке производных инструментов. Говоря о рынке производных инструментов, необходимо отметить, что фонды пытаются спекулировать на нем. ОФБУ, как правило, создают сложные конструкции с помощью опционов. Такие конструкции позволяют выдерживать 15%-е падение рынка, но в случае более глубокого и резкого падения рынка, к примеру на 30%, резко сокращается ликвидность на рынке производных финансовых инструментов, что, в свою очередь, не позволяет быстро закрыть позицию по опционам, и в данном случае фонд может упасть вместе с рынком. Исходя из этого, можно констатировать, что рынок деривативов пока так и не стал популярным.

К концу 2006 г. управляющие компании активно расширяют свою продуктовую линейку, предлагая пайщикам индексные фонды и фонды фондов. Структура инвестиционного портфеля индексного фонда должна соответствовать структуре какого-либо фондового индекса, например, индекса РТС или индекса ММВБ (т.е. доли акций в портфеле фонда должны быть такими же, как доли этих же акций, используемые при расчете соответствующего индекса). Индексные фонды требуют от управляющей компании жесткого следования структуре выбранного индекса и не допускают никакого активного управления. Таким образом, индексные фонды предполагают пассивное следование цены пая за общим движением фондового рынка. Отсюда - основное преимущество и главный недостаток. Паи такого фонда сильно растут во время роста на российском рынке акций, но также сильно падают во время коррекции. Это объясняется тем, что стратегия такого фонда остается неизменной и во время роста, и во время падения.

Фонды фондов представляют собой ПИФы, активы которых вкладываются непосредственно в паи других фондов. Получается своеобразная "матрешка". Фонды фондов позволяют диверсифицировать портфель инвестора - приобретается только один фонд, средства которого инвестируются, как правило, в 20-30 фондов сторонних управляющих компаний. Главный

недостаток такого фонда - двойные издержки. Однако эти издержки заложены в стоимости пая, и инвестор может ориентироваться при выборе фонда фондов уже на "очищенный" результат.

На сегодня инвесторам и управляющим для развития индустрии ПИФов не хватает возможности открытия фондов с нестандартной структурой активов (хедж-фонды). Хедж-фонд - это инвестиционный фонд, не подпадающий под надзор рыночных регуляторов в силу своей дислокации (оффшорная зона) или особенностей клиентской базы. Хедж-фонды доступны только "квалифицированным инвесторам", в качестве которых в США, например, соответствующий закон подразумевает лиц, доходы которых составляют не меньше 200 тыс. долл. в год. По инициативе Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) разработаны поправки к Федеральному закону "Об инвестиционных фондах", позволяющие управляющим компаниям создавать хедж-фонды, приобретать пай которых смогут покупатели, отвечающие особым критериям. Но здесь возникают новые проблемы. Например, если определять квалифицированность инвесторов - физических лиц по абсолютной сумме инвестиций, минимальный порог которой установить на уровне выше 150-200 тыс. долл., то такое ограничение делает персональные инвестиции в хедж-фонды акций практически неинтересными. Ведь инвесторы, располагающие подобными суммами, вполне могут претендовать на индивидуальное обслуживание доверительными управляющими без использования паевых фондов или других форм коллективных инвестиций.

Остается также непонятным, насколько широко смогут управляющие компании варьировать инвестиционные декларации (т.е. состав и структуру допустимых активов) хедж-фондов и будут ли эти фонды по содержанию существенно отличаться от существующих ПИФов.

Российские ОФБУ уже овладели широким инструментарием деятельности. Однако в последнее время банкиров все больше привлекает такое направление, как инвестирование в недвижимость, правом на которое обладают ПИФы. Анализ деятельности фондов недвижимости показал, что среди них лишь один проработал три с половиной года, а остальные полтора десятка - свыше двух лет, что может показаться преждевременным. К тому же не у всех фондов недвижимость есть в собственности. Это позволяет сделать нам интересные выводы. Особенностью российского рынка фондов недвижимости является агрессивность. Некоторые фонды

за год продемонстрировали прирост стоимости паев в десятки процентов. Так, ПИФ "Нево-Инвест" за год увеличил стоимость пая в 10 раз, а фонд "Наш город" - в 27 раз. Есть фонды, которые выплачивали доход. Причем в ряде случаев доход составлял 9-10% за год (без учета стоимости пая).

Пока биржевая торговля паями фондов находится, по сути, в зачаточном состоянии. Фонды недвижимости в основном невелики, редко превышают 100 млн. долл., а число пайщиков в них ограничено.

Говоря о достоинствах ОФБУ, нельзя не отметить и тот факт, что в ПИФах более дорогое обслуживание. В настоящее время оно составляет 3-7% стоимости чистых активов, но нередко превышает и 10%. Насколько дешевле обходится обслуживание в ОФБУ, судить сложно, так как изменена сама структура взимания этой платы. Как правило, за управление фондами берется 1-1,5% стоимости чистых активов. Кроме того, управляющие берут 10-20% с прироста стоимости чистых активов.

Впрочем, в ОФБУ есть весьма существенное и безусловное преимущество перед паевыми фондами. Гарантией возврата средств ПИФа является стоимость чистых активов, приходящаяся на один пай, она зависит от ликвидности фонда на момент выхода пайщика из ПИФа. При этом управляющая компания не гарантирует возврата изначально внесенной суммы. Что касается ОФБУ, то, несмотря на то, что в них возврат первоначально внесенных средств также напрямую не гарантирован нормативными документами, банк несет ответственность за эти средства.

На сегодняшний день говорить о конкуренции ПИФов и ОФБУ еще рано. Представители инвестиционных компаний не считают банковские фонды конкурентами ПИФам, так как услуга представлена слабо, а большинство банков не стремится ее развивать. Специалисты банковского сектора признаются, что развитие ОФБУ сдерживает тот факт, что у кредитных организаций есть другие, более привычные и прогнозируемые услуги, в которые вкладываются деньги.

Но, с другой стороны, банкам необходимо развиваться, предлагать клиентам новые услуги. Всем известен факт, что ставки по депозитам не страхуют от инфляции и колебаний валютных курсов. По данным центра макроэкономического анализа «БДО "Юникон"», годовые вклады в долларах к середине лета 2005 г. обесценивались в среднем на 1,6%, вклады в рублях - на 2,7%, а в евро - на 12,6%. Чтобы не растерять клиентов,

банки начали продавать альтернативные инвестиционные продукты. Несмотря на то, что банковский бизнес и бизнес управления активами - это разные вещи, все-таки будущее, как показывает мировой опыт, за появлением "финансовых супермаркетов", которые будут размещать деньги клиентов в разные инструменты. Они смогут разместить деньги на фондовом рынке, даже вложить их в коллекцию живописи, но роль управляющей компании будет исполнять уже другая организация, качественно отличающаяся от современных российских управляющих компаний. В принципе, уже сегодня речь идет о переходном этапе преобразования банков в "финансовые супермаркеты".

Все коммерческие банки, работающие с агентами, можно разделить на две группы. В первую входят кредитные организации, у которых имеются аффилированные управляющие компании. Они продают в основном фонды этих компаний. Например, Банк Москвы является агентом управляющей компании Банка Москвы. Ко второй группе относятся банки с разветвленной филиальной сетью, продающие фонды нескольких независимых от них компаний. Это, прежде всего, Сбербанк, Внешторгбанк, Ситибанк. Впрочем, многие банки, имеющие свои управляющие компании, иногда продают паи фондов-конкурентов.

К сожалению, никакой статистики о том, сколько проданных паев приходится на банки, не существует. Очевидно только то, что значение банков как каналов сбыта инвестиционных продуктов постоянно растет.

По мнению многих специалистов, стратегическим направлением эволюции российских банков должно стать создание финансовых хол-

дингов. Это позволит им развиваться как универсальным финансовым институтам и реализовывать разнообразные потребности потребителей за счет предоставления им полного спектра услуг.

Говоря о практическом аспекте вопроса финансового супермаркета, необходимо отметить, что инвестиционный фонд "Auroga Russia Limited" объявил об учреждении компании "Кредитмарт", в которую будет инвестировано 12,5 млн. ф. ст. Она будет предоставлять физическим лицам широкий спектр финансовых услуг с использованием развитой дистрибуторской сети, включая собственные точки продаж, Интернет, банки-партнеры и риэлторские агентства. Спектр услуг "Кредитмарта" включает ипотечные кредиты, кредиты под залог жилья, потребительское кредитование, различные страховые и инвестиционные продукты. Партнерами должны стать страховые компании, риэлторские агентства. Однако возникают еще и такого рода проблемы, как нежелание банков сотрудничать с компанией, которая будет предлагать клиенту все варианты имеющихся на рынке кредитных предложений. Будучи конкурентами на кредитном рынке, банки отнюдь не заинтересованы в том, чтобы клиенты могли в одном месте изучить все предложения банков и понять их недостатки. Вместе с тем общее движение финансового рынка к формированию универсальных институтов вынуждает банки так или иначе включаться в этот процесс, чтобы сохранить и усилить свои позиции.

Все вышеизложенное позволяет, таким образом, заключить, что конкурентная борьба между ПИФами и ОФБУ в нашей стране только начинается и будет усиливаться по мере развития отмеченных финансовых институтов.

Поступила в редакцию 06.11.2006 г.