

Паевые инвестиционные фонды в современной России: критический анализ¹

Н.П. ДЕМЕНТЬЕВ, доктор физико-математических наук.

E-mail: dement@ieie.nsc.ru

ORCID0000-0001-5605-9640

Институт экономики и организации промышленного производства СО РАН, Новосибирск

Аннотация. В последние три года российские паевые инвестиционные фонды (ПИФы) демонстрируют высокие темпы роста. Одна из причин тому – снизившаяся доходность банковских депозитов. Тем не менее активы ПИФов по-прежнему остаются мизерными в сравнении с аналогичными организациями развитых стран Запада. Владельцы паев ПИФов (около 2 млн ед.) более чем наполовину состоят из лиц, четверть века назад вложивших приватизационные чеки в инвестиционные фонды. Результаты инвестирования оказались крайне неудовлетворительными, и ныне на одного из таких лиц приходится в среднем активы на чисто символическую сумму в 2 тыс. руб. В отличие от регулируемых инвестиционных фондов за рубежом, российские ПИФы обслуживают в основном не широкие слои населения, а узкую группу квалифицированных инвесторов, владеющих паями на сотни миллионов рублей. Банк России в последние годы значительно ослабил требования к ПИФам для квалифицированных инвесторов, рассчитывая, что они хотя бы частично привлекут российский капитал из зарубежных офшоров. Представляется, однако, неясным, приведут ли меры регулятора к уменьшению оттока капитала за рубеж, или, наоборот, отток возрастет.

Ключевые слова: ПИФы; взаимные фонды; типы и категории ПИФов; чистые активы; квалифицированные инвесторы; банки; конфликт интересов

При разработке российского законодательства по паевым инвестиционным фондам, несомненно, учитывался зарубежный опыт (американский, в первую очередь). По данным Международной ассоциации инвестиционных фондов (IIFA)², 31 декабря 2019 г. чистые активы регулируемых открытых инвестиционных фондов составляли во всем мире громадную сумму в 54,9 трлн долл., из которой на США приходилось 25,7 трлн, на страны Европы – 18,8 трлн долл. Такие фонды регулируются государством в отношении прозрачности их деятельности, форм организации,

¹ Статья подготовлена по плану НИР ИЭОПП СО РАН, проект Х1.170. 1.1. «Инновационные и экологические аспекты структурной трансформации российской экономики в условиях новой геополитической реальности». № АААА-А17-117022250127-8.

² URL: https://www.iifa.ca/industry_statistics/index.html (дата обращения: 02.09.2020).

видов и структуры инвестиций. Их паи должны выпускаться и выкупаться сразу же по предъявлению требования клиентом.

В США существует четыре основных типа регулируемых фондов: взаимные, биржевые, закрытые фонды и паевые инвестиционные трасты [Reid, Gallagher, 2014]. Фонды первых двух типов считаются открытыми. Что же касается паевых инвестиционных трастов, то они в статье не рассматриваются, поскольку ныне их активы незначительны в сравнении с фондами других типов.

В Европе рынок паевых инвестиционных фондов сильно интегрирован. Более половины его составляют фонды, регулируемые Директивами Европейского союза Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS). UCITS-фонд из любой страны ЕС может свободно работать в других странах союза. В середине 2019 г. чистые активы UCITS-фондов, составляли 9,5 трлн евро [Duvall and Giles, 2019]. Помимо UCITS-фондов, в мире существует множество других трансграничных инвестиционных фондов, большинство из которых представляют собой офшоры в Ирландии и Люксембурге [Plantier, Christopher, 2014].

В конце 2019 г. рыночная стоимость чистых активов (СЧА) всех российских паевых инвестиционных фондов оценивалась в 4474 млрд руб. (табл. 1). По тогдашнему обменному курсу эта сумма была равна 72 млрд долл. – мизерной сумме на фоне приведенных выше цифр. В России регулируемые открытыми фондами можно считать только открытые и биржевые паевые инвестиционные фонды (соответственно, ОПИФы и БПИФы). Однако на их долю приходилось всего лишь 9,2% стоимости чистых активов всех российских ПИФов.

Таблица 1. Ключевые показатели паевых инвестиционных фондов на 31.12.2019 г.

Показатель	Все ПИФы	ОПИФы	ИПИФы	ЗПИФы	БПИФы
Количество ПИФов, ед.	1531	255	40	1216	20
Количество владельцев паев, тыс. ед.	1897,9	741,9	1073,8	11,5	70,7
Активы, млрд руб.	5148,5	457,7	55,6	4618,3	16,9
Стоимость чистых активов (всего), млрд руб.	4473,6	454,7	52,1	3949,9	16,9
- для неквалифицированных инвесторов	899,4	454,7	6,6	421,2	16,9
- для квалифицированных инвесторов	3574,2	–	45,5	3528,7	–

Источник: составлено автором на основе материалов Банка России и сайта InvestFunds.

В конце 2019 г. доля закрытых паевых инвестиционных фондов (ЗПИФов) в стоимости чистых активов всех российских ПИФов составляла 89,7%. Пайщики ЗПИФов представляют собой крайне узкую группу юридических и физических лиц с весьма значительными финансовыми средствами. В этом сегменте сильно доминируют ЗПИФы для квалифицированных инвесторов, доля которых в стоимости чистых активов всех российских ПИФов составляла 78,9%. Информация о таких фондах по закону не разглашается, этим в какой-то степени и объясняется их привлекательность для крупных инвесторов. В США тоже существуют закрытые паевые инвестиционные фонды (Closed-End Funds), но они мало чем схожи с российскими ЗПИФами. Кроме того, их доля в чистых активах всех паевых фондов США весьма незначительна.

Несмотря на внешнее организационное сходство паевых инвестиционных фондов в России и США, между ними ныне имеются глубокие различия. Если в США в структуре ПИФов доминируют открытые взаимные фонды, работающие со сбережениями почти половины американских домохозяйств, то в России – закрытые ПИФы, обслуживающие инвесторов с крупными капиталами. Если в США информация о паевых инвестиционных фондах открыта, то в России информация о ЗПИФах для квалифицированных инвесторов не разглашается. Наконец, по чистым активам российские ПИФы примерно в 300 раз уступают американским. В статье анализируются затронутая выше проблематика и смежные вопросы более подробно.

В литературе существуют расхождения в классификации и названии паевых инвестиционных фондов. В данной статье принимается классификация ИФА, которой придерживаются Институт инвестиционных компаний (ICI) и ФРС США в своей статистике.

Основная часть используемой в статье информации взята из материалов Банка России «Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов» за разные годы³, «Основные показатели деятельности паевых инвестиционных

³ URL: http://old.cbr.ru/analytics/analytics_nfo/ (дата обращения: 02.09.2020). URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/27853/review_paif_19Q4.pdf (дата обращения: 02.09.2020).

фондов»⁴; из материалов сайта InvestFunds⁵; из статистики ФРС США «Financial Accounts of the United States – Z.1»⁶; из материалов ICI «60th Edition. Investment Company Fact Book»⁷. Далее ссылки на каждый из перечисленных источников либо не приводятся, либо указывается соответствующая организация из четырех названных (Банк России, InvestFunds, ФРС США, ICI).

Общие сведения и методологические понятия

Паевой инвестиционный фонд представляет собой имущественный комплекс, формируемый за счет средств инвесторов-пайщиков. Цель ПИФа – получение дохода от инвестирования привлеченных средств с дальнейшим распределением его между пайщиками. ПИФ не является юридическим лицом, поэтому в его работе участвуют обслуживающие организации, в том числе: управляющая компания, осуществляющая доверительное управление средствами фонда; специализированный депозитарий, контролирующий отчетность фонда и осуществляющий контроль за его имуществом; оценщик имущества фонда; аудитор фонда.

Закон предусматривает для пайщиков ПИФов ряд налоговых льгот [Корсун и др., 2018; Назырова, 2018]. Важнейшей из них является отложенное налогообложение. Сами ПИФы, не будучи юридическими лицами, от уплаты налогов освобождаются. Налог же на прирост стоимости паев платят их владельцы, но только в момент погашения или продажи паев. облагаются налогом и дивидендные доходы пайщиков, но в большинстве российских ПИФов выплата дивидендов не практикуется. Отложенное налогообложение означает, что реинвестируемая часть дохода ПИФа не облагается налогом.

До осени 2018 г. в России существовало три типа ПИФов: открытые, интервальные и закрытые фонды. Управляющие компании в открытых ПИФах выпускают новые паи и выкупают имеющиеся в любой рабочий день по требованию клиентов, тогда как в интервальных ПИФах (ИПИФах) – в оговоренные интервалы

⁴ URL: http://old.cbr.ru/finmarket/supervision/sv_coll/ (дата обращения: 02.09.2020).
URL: <https://cbr.ru/search/> (дата обращения: 02.09.2020).

⁵ URL: <https://investfunds.ru/funds-statistics/> (дата обращения: 02.09.2020).

⁶ URL: <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/default.htm> (дата обращения: 02.09.2020).

⁷ URL: <https://www.icifactbook.org> (дата обращения: 02.09.2020).

времени (не менее одного интервала за год), а в закрытых фондах – при завершении их функционирования. В сентябре 2018 г. появился четвертый тип – биржевые паевые инвестиционные фонды (БПИФы). Если продажа и покупка паев обычных ПИФов осуществляется в управляющих компаниях, то паи биржевых фондов можно продавать и приобретать на биржах как обычные акции. Как правило, структура активов биржевого фонда с небольшим отклонением повторяет структуру некоторого биржевого индекса.

Часть российских интервальных и закрытых ПИФов предназначена только для квалифицированных инвесторов. К таковым относятся Банк России, различные лицензированные организации (банки, пенсионные фонды, страховые организации и т.д.), некоторые зарубежные финансовые организации, лицензированные брокеры и дилеры. Прочие юридические и физические лица также могут быть квалифицированными инвесторами, но для этого они должны владеть активами в виде ценных бумаг и средств кредитных организаций на сумму, не ниже определенного законом минимума, либо иметь 2–3 года работы с ценными бумагами в финансовых организациях. Подробные требования к квалифицированным инвесторам можно найти в Указании Банка России от 29 апреля 2015 г.⁸ Ныне граждане России в подавляющем большинстве своем не удовлетворяют таким требованиям и потому не относятся к квалифицированным инвесторам.

Считается, что квалифицированные инвесторы по сравнению с прочими держателями ценных бумаг и пайщиками фондов имеют более полное представление о рисках своих инвестиций. Поэтому ПИФам для квалифицированных инвесторов позволено приобретать инструменты с более высоким риском, но и с более высокой потенциальной доходностью. Такие инструменты не торгуются, как правило, на биржах, поэтому и паи подобных фондов не обращаются на биржах. Согласно закону, информация о деятельности ПИФов для квалифицированных инвесторов не подлежит публичной огласке.

К осени 2016 г. по направлениям инвестирования насчитывалось 16 категорий ПИФов: фонды акций, облигаций,

⁸ URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_204480/
http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180527/ (дата обращения: 02.09.2020).

недвижимости, художественных ценностей и т.д., – названия категорий давались по базовому активу. В декабре 2016 г. вступило в силу Указание Банка России «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов»⁹, согласно которому количество категорий ПИФов постепенно будет сокращено до четырех (фонд рыночных финансовых инструментов, фонд финансовых инструментов, фонд недвижимости, комбинированный фонд). Особый интерес для крупных инвесторов представляют комбинированные фонды, которые могут инвестировать в любые активы, за исключением наличных денег. Такие фонды должны быть либо закрытыми, либо интервальными, предназначаются они только для квалифицированных инвесторов. В Указании по каждой из четырех категорий были перечислены требования к составу и структуре активов ПИФов.

В таблице 2 приведена актуальная классификация ПИФов. Из нее видно, что открытые и биржевые ПИФы, а также интервальные ПИФы для неквалифицированных инвесторов (ИПИФы для НКИ) могут быть только ПИФаами рыночных финансовых инструментов. ПИФы для квалифицированных инвесторов (КИ) могут относиться к одной из трех категорий: фонд финансовых инструментов, фонд недвижимости, комбинированный фонд. Закрытые ПИФы для неквалифицированных инвесторов (ЗПИФы для НКИ) могут быть либо фондами рыночных финансовых инструментов, либо фондами недвижимости. Более подробное описание классификации российских ПИФов до и после появления указания 2016 г. можно найти в статье О.В. Помаскиной [Помаскина, 2018].

Таблица 2. Типы и категории паевых инвестиционных фондов в новой классификации

Категории\Типы ПИФов	ОПИФ	ИПИФ для:		ЗПИФ для:		БПИФ
		КИ	НКИ	КИ	НКИ	
ПИФ рыночных финансовых инструментов	+		+		+	+
ПИФ финансовых инструментов		+		+		
ПИФ недвижимости				+	+	
Комбинированный ПИФ		+		+		

⁹ URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_204480/ (дата обращения: 02.09.2020).

Управляющим компаниям открытых ПИФов предписывалось привести свою деятельность в соответствие с указанием Банка России в течение одного года после его вступления в силу. То же самое должны сделать управляющие компании интервальных и закрытых ПИФов, но в течение трех и десяти лет соответственно.

Открытые и биржевые ПИФы: мизерные активы, признаки оживления в последние годы

В литературе нередко утверждается, что российские паевые инвестиционные фонды – это аналоги взаимных фондов¹⁰ в США и некоторых других странах, однако это далеко не так. Взаимные фонды США удовлетворяют четырем ключевым свойствам. Они по своему типу являются открытыми, выполняют посреднические функции в движении денег домашних хозяйств (обычно с невысокими и средними доходами) в другие секторы экономики, инвестируют привлеченные средства в рыночные финансовые инструменты, работают в условиях информационной открытости. В конце 2019 г. 45% домохозяйств США владели паями взаимных фондов. Из таблицы 3 видно, что корпоративные акции и долговые ценные бумаги составляли 90% чистых активов взаимных фондов. В России тогда же 88% чистых активов всех ПИФов приходилось на закрытые ПИФы (табл. 1), которые не удовлетворяют ни одному из указанных выше ключевых свойств взаимных фондов. В нашей стране только открытые ПИФы можно считать аналогами взаимных фондов, однако в конце 2019 г. на их долю приходилось всего лишь 8,9% активов всех российских ПИФов.

В течение кризисного 2008 г. стоимость чистых активов открытых ПИФов сократилась почти в три раза – с 91,6 до 31,8 млрд руб. (данные InvestFunds). Затем последовало медленное восстановление. В реальном выражении (с учетом инфляции) докризисный уровень ОПИФов был достигнут только к 2017 г. Однако в 2017–2019 гг. темпы их роста резко возросли, и за три года чистые активы увеличились почти в 3,5 раза – со 130,8 до 454,7 млрд руб. Рост обеспечивался главным образом

¹⁰ ICI включает фонды денежного рынка в состав взаимных фондов, а ФРС в своей статистике – нет, она приводит данные по фондам денежного рынка отдельно. В статье принимается версия ICI, поскольку российские аналоги фондов денежного рынка включаются в состав открытых ПИФов.

за счет выдачи новых паев. За три года количество паищиков увеличилось почти в два раза – с 376 до 742 тыс. лиц.

Таблица 3. Чистые активы паевых инвестиционных фондов США на 31.12.2019, млрд долл.

Вид актива	Инвестиционные фонды		
	Взаимные	Закрытые	Биржевые
Все чистые активы	21293,8	277,7	4396,2
Наличность и депозиты	267,4	–	–
Соглашения РЕПО	1274,4	–	–
Долговые ценные бумаги	7434,1	170,5	825,5
Ценные бумаги открытого рынка	336,5	–	–
Казначейские ценные бумаги	2341,5	3,2	231,9
Ценные бумаги агентств и предприятий, поддерживаемых государством	1411,9	–	–
Муниципальные ценные бумаги	966,8	92,3	49,3
Корпоративные и иностранные облигации	2377,5	75,0	544,3
Корпоративные акции	11890,8	107,2	3485,8
Прочие активы	427,1	–	84,9

Источник: ФРС США.

Увеличению спроса на паи ОПИФов способствовала их высокая доходность, составлявшая в течение трех лет в среднем 10,2% годовых. Кроме того, в эти же годы значительно снизилась доходность депозитов в кредитных организациях – главном конкуренте ПИФов в привлечении сбережений населения. Если в 2015–2016 гг. средневзвешенные процентные ставки по депозитам физических лиц сроком от года до трех лет варьировались от 7,4 до 13,2% годовых, то в 2017–2019 – от 5,3 до 7,1% годовых.

Впрочем, конкуренция между банками и ПИФами не мешает им сотрудничать. Многие банки становятся агентами паевых фондов и за вознаграждение привлекают новых клиентов ПИФов, частенько обещая им нереально высокую доходность вложений.

По своему статусу российские открытые ПИФы могут инвестировать только в рыночные финансовые инструменты, то есть в те инструменты, для которых определена или может быть рассчитана рыночная стоимость. Это главным образом

активы, допущенные к торгам на биржах РФ и биржах, расположенных в странах БРИКС, ЕАЭС, ОЭСР, ЕС и вошедших в специализированный перечень, утвержденный Банком России. Согласно данным таблицы 4, ныне почти все активы открытых ПИФов состоят из акций и облигаций российских эмитентов, а также из иностранных ценных бумаг.

Таблица 4. Активы ПИФов на 31 декабря 2019 г., млрд руб.

Виды активов	ОПИФы	ИПИФы	ЗПИФы	БПИФы
Активы, в том числе:	457,7	55,6	4618,3	16,9
Денежные средства	7,4	12,1	344,6	0,2
Акции российских эмитентов	112,0	6,7	645,8	2,9
Облигации российских эмитентов	200,1	1,2	98,1	2,3
Государственные ценные бумаги	28,7	0,5	147,3	5,0
Ценные бумаги субъектов РФ	8,7	0,0	23,6	–
Иностранные ценные бумаги	86,9	24,4	47,6	6,2
Паи ПИФов	–	8,7	447,8	–
Вклады в уставные (складочные) капиталы российских организаций	–	0,0	840,4	–
Недвижимость	–	–	939,4	–
Ипотечные ценные бумаги и закладные	3,6	0,0	17,5	0,0
Прочие активы	10,3	1,9	1066,1	0,2
Чистые активы	454,7	52,1	3949,9	16,9

Источник: Банк России

За 2019 г. паи ОПИФов возросли в цене в среднем на 13,8%. Столь высокая доходность была обеспечена за счет облигаций и акций российских эмитентов. Фонды с преобладанием облигаций российских компаний показали доходность в 12%, а с преобладанием акций – в 30,7%. За этот год активы ОПИФов в акциях российских эмитентов возросли с 49 до 112 млрд руб. Впрочем, средневзвешенная доходность корпоративных акций может сильно изменяться во времени, в 2017 г. она была даже отрицательной, и из-за нынешнего кризиса такое же, скорее всего, произойдет в 2020 г.

На долю иностранных ценных бумаг в конце 2019 г. приходилось 19% активов ОПИФов. Фонды с их преобладанием показали очень низкую доходность (0,5%), что было обусловлено, главным образом, укреплением рубля на валютном рынке. За 2019 г. обменный курс доллара снизился с 69,5 до 61,9 руб., а евро – с 79,5

до 69,3 руб. В I полугодии 2020 г. из-за пандемии и падения доходов от нефтегазового экспорта курс рубля на валютном рынке заметно снизился. В ближайшие месяцы не следует ожидать его укрепления, и, надо полагать, по результатам года доходность иностранных ценных бумаг превысит 15%.

Как указывалось выше, за 2017–2019 гг. стоимость чистых активов ОПИФов возросла со 130,8 до 454,7 млрд руб. Несмотря на очень высокие темпы роста, последняя сумма, равная 7,3 млрд долл. по текущему обменному курсу, выглядит ничтожной в сравнении с чистыми активами взаимных фондов США (21,3 трлн долл. на ту же дату). В числе причин столь огромного разрыва можно указать низкие доходы большей части населения России и его глубоко укоренившееся недоверие к отечественным финансовым институтам.

Следует также отметить, что значительная часть паев взаимных фондов США приобретается пенсионными фондами. По данным ФРС, в конце 2019 г. рыночная стоимость паев во владении домашних хозяйств и частных пенсионных фондов составляла 16,3 трлн долл. Таким образом, американским домохозяйствам прямо или через частные пенсионные фонды принадлежало более трех четвертей чистых активов взаимных фондов. В России система негосударственного пенсионного обеспечения развита пока очень слабо, поэтому она не может предъявить значительный спрос на паи ПИФов. В конце 2019 г. приобретенные ею паи составляли 240,3 млрд руб., или 3,9 млрд долл. по обменному курсу.

Биржевые паевые инвестиционные фонды могли бы считаться разновидностью открытых ПИФов, но в России и США они выделяются в особый тип. Как уже указывалось, активы биржевого фонда формируются в основном из ценных бумаг в соответствии с избранным биржевым индексом. Так, портфель российского фонда «ВТБ – Фонд Акций американских компаний» (VTBA ETF) составляют акции крупнейших американских компаний, входящих в индекс S&P 500.

Важным преимуществом биржевых ПИФов являются низкие (по сравнению с другими видами ПИФов) комиссионные издержки, поскольку инвестиционная деятельность управляющих компаний в таких фондах сводится к копированию структуры биржевого индекса, а работа аудиторов и оценщиков активов также незатруднительна в свете открытой биржевой информации.

К другим плюсам биржевых ПИФов следует отнести прозрачность их инвестиционных портфелей (сведения о биржевых индексах открыты для всех) и высокую ликвидность паев. По данным Банка России, за 2019 г. и первую половину 2020 г. стоимость чистых активов БПИФов выросла с 1 до 31,2 млрд руб. При этом только за 2019 г. число владельцев паев возросло с 3,2 до 70,7 тыс. И это несмотря на неблагоприятную экономическую конъюнктуру в стране и мире. Весьма значительную часть активов составляют иностранные ценные бумаги (36,7% в конце 2019 г.). Скорее всего, уже через год-другой биржевые ПИФы по объему активов перегонят интервальные фонды, а затем всерьез станут соперничать с открытыми. Очень быстро развиваются биржевые инвестиционные фонды (ETF) и за рубежом. В течение 2008–2017 гг. их активы росли на 25% в среднем за год [Амвросов, 2018].

Интервальные ПИФы: микропайщики как собственники от приватизации 1990-х гг., вывоз капитала

Согласно данным Банка России (табл. 1), на 31 декабря 2019 г. насчитывалось 1897,9 тыс. владельцев паев ПИФов, из которых 1073,8 тыс. были пайщиками интервальных ПИФов. Однако обе цифры следует воспринимать критически, поскольку в каждую из них входит более миллиона инвесторов с паями на чисто символические суммы. Появление этих минивладельцев прямо связано с жульнической приватизацией 1990-х гг. и неэффективной политикой управляющих компаний.

На 30 сентября 2019 г. насчитывалось 36 интервальных ПИФов, в том числе 11 из них для неквалифицированных инвесторов (НКИ) и 25 – для квалифицированных (КИ). Стоимость их чистых активов в общей сложности составила 49612 млн руб., из которых на ИПИФы для НКИ приходилось 6276 млн руб., а для КИ – 43336 млн руб. На ту же дату число пайщиков всех ИПИФов насчитывало 1074,2 тыс. лиц, из них неквалифицированных инвесторов было 1073,6 тыс. ед., 11 квалифицированных – 0,6 тыс. ед. Стало быть, чистые активы в расчете на одного усредненного владельца пая ИПИФа для КИ составляли тогда около 72 млн руб.

¹¹ URL: http://old.cbr.ru/finmarket/supervision/sv_coll/ (дата обращения: 02.09.2020).

Совсем иная картина в ИПИФах для неквалифицированных инвесторов, среди которых особое место занимает ИПИФ «Альфа-Капитал». В этом фонде насчитывалось 1044,9 тыс. пайщиков, а его чистые активы оценивались в 2003 млн руб. Как видно, чистые активы в расчете на одного владельца пая составляли в среднем 1,9 тыс. руб. (менее средней дневной зарплаты по стране в 2019 г.). Таковыми оказались результаты инвестирования ваучеров в данный фонд!

Происхождение более чем миллиона минипайщиков связано с приватизацией 1990-х гг. Все они вложили полученные ваучеры в чековый инвестиционный фонд «Альфа-Капитал», преобразованный затем в акционерное общество открытого типа, а еще позже (в 1998 г.) – в Интервальный паевой инвестиционный фонд «Альфа-Капитал»¹². За последние 15 лет стоимость пая ИПИФа «Альфа-Капитал» снизилась почти вдвое в реальном выражении (с учетом инфляции). Действительно, за период 30 июня 2005 г. – 30 июня 2020 г. расчетная стоимость пая возросла в 1,61 раза¹³, тогда как потребительские цены – в 3,03 раза. Управляет этим ИПИФом управляющая компания УК «Альфа-Капитал», входящая в консорциум «Альфа-Групп», контролируемый из-за рубежа офшорной материнской компанией. При таких обстоятельствах совсем уж неудовлетворительные результаты УК «Альфа-Капитал» в управлении средствами более чем миллиона бывших владельцев ваучеров не кажутся удивительными.

К концу 2019 г. количество владельцев паев ИПИФа «Альфа-Капитал» практически не изменилось по сравнению с концом I квартала 2016 г. (более ранних данных в публикуемой статистике Банка России не найдено). Надо полагать, владельцы либо забыли о своих паях, либо не озабочиваются процедурой их закрытия из-за ничтожности накопленных сумм.

За 2017–2019 гг. стоимость чистых активов ИПИФов для неквалифицированных инвесторов увеличилась с 5,9 до 6,6 млрд руб., а для квалифицированных – с 12,2 до 45,5 млрд руб. Как видно, высокие темпы роста ИПИФов практически полностью обеспечивали комбинированные фонды.

¹² URL: https://cbr.ru/static/fsfr/fsfr_vkkr/component/content/article/259.html (дата обращения: 02.09.2020).

¹³ URL: https://www.alfacapital.ru/disclosure/pifs/ipifsi_ak/ (дата обращения: 02.09.2020).

Хотя эти фонды могут вкладывать средства почти в любые активы, в последние годы инвестируют они преимущественно в экономики зарубежных стран. За 2017–2019 гг. активы ИПИФов в иностранных ценных бумагах возросли с 3 до 24,4 млрд руб. (43,9% от всех активов ИПИФов в конце 2019 г.). А вот активы в акциях и облигациях российских эмитентов снизились за это же время с 13,2 до 7,9 млрд руб. Если такие тенденции продолжатся, то скоро иностранные ценные бумаги составят более половины активов ИПИФов. В связи с этим возникает вопрос, стоит ли предоставлять налоговые и другие преимущества тем ПИФам, которые занимаются преимущественно вывозом капитала из страны.

Крупный капитал – основной владелец закрытых ПИФов

Как показано в таблице 1, в конце 2019 г. насчитывалось 11,5 тыс. владельцев паев закрытых ПИФов, а чистые активы этих фондов составляли 3949,9 млрд руб. В расчете же на одного владельца паев в среднем приходилось 343 млн руб. Таким образом, владельцами паев ЗПИФов являются, как правило, физические и юридические лица, располагающие весьма значительными финансовыми ресурсами.

Как и интервальные ПИФы, закрытые делятся на две группы, одну из них составляют фонды только для квалифицированных инвесторов, а другую – фонды для неквалифицированных инвесторов. На 31 декабря 2019 г. чистые активы ЗПИФов для КИ оценивались в 3528,7 млрд руб., из которых 3059,7 млрд руб. приходилось на комбинированные фонды. Стоимость чистых активов ЗПИФов для НКИ была более чем в восемь раз меньше – 421,2 млрд руб. Впрочем, и в этих фондах тон задают квалифицированные инвесторы либо лица, удовлетворяющие требованиям для квалифицированных инвесторов, но почему-то не зарегистрированные в качестве таковых. На это указывают хотя бы данные по двенадцати ЗПИФам для НКИ с наибольшими чистыми активами (табл. 5).

В конце 2019 г. в этих фондах насчитывалось всего лишь 53 пайщика, но на их долю приходилось 3/5 чистых активов всех ЗПИФов для НКИ (255,3 из 421,2 млрд руб.). Из таблицы видно, что в «Фонде “Реконструкция и Развитие”» чистые активы

в расчете на одного владельца паев составляли 1,6 млрд руб., а в фонде «Стратегические инициативы» – 25,8 млрд руб. В других десяти фондах аналогичные показатели принимали промежуточные значения. Ясно, что со столь внушительными активами пайщики фондов вполне соответствуют статусу квалифицированных инвесторов.

Таблица 5. 12 крупнейших закрытых ПИФов для неквалифицированных инвесторов, на 31 декабря 2019 г.

Закрытый ПИФ	СЧА, млн руб.	Количество паев	Количество владельцев паев
Недвижимости «ДОМ.РФ»	65788	52000000	13
Смешанных инвестиций «Стратегические активы»	51524	560000	2
Рентный «АК БАРС – Горизонт»	30507	859359	6
Акции «Спортивест»	19447	9095	5
Рентный «Казанский земельный инвестиционный фонд»	13118	982409	4
Рентный «Михайловский – Рентный»	12954	4345184	8
Недвижимости «Фонд "Реконструкция и Развитие"»	12922	10000000	8
Недвижимости «РВМ Мегалполис»	11782	39987	1
Смешанных инвестиций «Коммерческие Инвестиции»	11122	5122348	2
Смешанных инвестиций «Спектр»	8888	8444038	2
Смешанных инвестиций «РВМ Русский Транзит»	8699	77496	1
Рентный «Земельный»	8505	4360441	1

Источник: Банк России

Отметим, что в 84 из 210 ЗПИФов для неквалифицированных инвесторов имеется только один пайщик, хотя некоторые из таких владельцев владеют миллионами паев. Многие «единоличники» фактически сами управляют фондами, и если они недовольны управляющей компанией, то от имени фонда могут подыскать взамен другую, более сговорчивую (закон позволяет это делать). Вообще, удивительно, что в России ПИФы с одним владельцем паев тоже считаются организациями коллективного инвестирования с соответствующими льготами и преимуществами.

Хотя информация по ЗПИФам для квалифицированных инвесторов не публикуется, число таких фондов и владельцев их паев можно рассчитать. Поскольку Банк России публикует соответствующие сведения по всем ЗПИФам и отдельно по ЗПИФам для неквалифицированных инвесторов, то разность между ними дает искомые сведения. Оказалось, что в конце 2019 г. существовало 1006 закрытых фондов для квалифицированных инвесторов, в которых насчитывалось 4,9 тыс. владельцев паев. Как видно, в одном таком фонде имелось в среднем чуть менее пяти пайщиков. Если поделить чистые активы таких ПИФов на число владельцев паев, то получится, что на одного пайщика в среднем приходилось более 720 млн руб. Едва ли можно сомневаться в том, что значительная часть ЗПИФов для КИ имеет лишь одного владельца паев на сумму в десятки млрд руб.

Привлекательность ЗПИФов для крупных инвесторов объяснить нетрудно. Участвуя в них, пайщики могут повысить защиту своего имущества от недружественных захватов и взысканий. Действительно, выделение имущества пайщика из ЗПИФа не допускается, поэтому рейдеры и кредиторы могут получить только инвестиционные паи, что не представляет для них большого интереса. Сведения о владельцах паев ЗПИФов не раскрываются управляющими компаниями, что тоже снижает возможности для захватов. Непрозрачность ЗПИФов (особенно ЗПИФов для квалифицированных инвесторов) привлекательна для бизнеса еще и потому, что он далеко не все в своей деятельности склонен предавать огласке.

Вообще, для крупного капитала российские ЗПИФЫ представляют собой своего рода альтернативу зарубежным офшорам. В Банке России считают, что «в условиях деофшоризации вложений вероятен дальнейший рост спроса на паи ЗПИФов»¹⁴. Подразумевается, что российский капитал, осевший в зарубежных офшорах, хотя бы частично будет репатрирован в отечественные ЗПИФЫ. Ниже будет указано, что помимо введения комбинированных ПИФов Банк России предпринял дополнительные меры по расширению

¹⁴ URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/27853/review_paif_19Q4.pdf (дата обращения: 02.09.2020).

инвестиционных возможностей паевых фондов для квалифицированных инвесторов.

До недавнего времени крупнейшим активом закрытых ПИФов была недвижимость, но затем ситуация существенно изменилась. Если в середине 2016 г. доля недвижимости в активах ЗПИФов составляла 43,7%, то в конце 2019 г. – 20,3%. Одной из причин тому было изменение в конце 2016 г. требований Банка России к составу активов фондов недвижимости. Был «значительно сокращен круг объектов недвижимости, являющихся разрешенными для инвестирования ЗПИФами с неограниченными в обращении паями» [Тропина, 2020]. Кроме того, повысились квалификационные требования к оценщикам стоимости имущества ЗПИФов. Это также могло уменьшить расчетную стоимость активов фондов, поскольку ранее она нередко превышалась оценщиками по договоренности с заинтересованными лицами. К таким лицам можно отнести, в частности, российские банки, использовавшие ЗПИФы для «рисования» активов в своих балансах.

В декабре 2013 г. глава Департамента банковского регулирования Банка России В. Поздышев в одной из своих публикаций [Поздышев, 2013] прямо обвинял банки в использовании ЗПИФов «для маскировки проблемных, непрофильных и неработающих активов (проблемные кредиты, земельные участки, долгострой, долевое участие в обществах)». Банки передавали проблемные объекты недвижимости, полученные ими по договорам об отступном или в виде залога, паевым фондам, после чего «карманные» оценщики завышали их стоимость. Взамен банки получали паи с завышенной стоимостью, что помогало им скрывать дыры в балансах, возникающие большей частью от банального разворовывания активов, и до поры до времени успешно отчитываться перед Банком России. Подобные махинации банков с ЗПИФами получили широкое распространение, что послужило одной из главных причин эпидемии банковских банкротств во втором десятилетии нынешнего века [Дементьев, 2017]. За 2014–2019 гг. количество действующих кредитных организаций сократилось с 923 до 442 ед. (см. годовые отчеты ЦБ РФ за 2013 и 2019 гг.).

Злоупотреблениям способствовало то обстоятельство, что многие паевые инвестиционные фонды вместе с управляющими

компаниями входят в различные финансовые конгломераты. Очевидно, что подобные ситуации особенно благоприятны для возникновения конфликта интересов между конгломератами и пайщиками. В мае 2020 г. вступил в силу закон, призванный повысить защиту прав пайщиков ПИФов в условиях конфликта интересов¹⁵. Он обязывает управляющие компании возмещать пайщикам убытки, если они (компании) действовали в условиях конфликта интересов, не уведомив об этом пайщиков. ПИФам же для квалифицированных инвесторов были сняты все запреты на действия с элементами конфликта интересов, если такие действия предусмотрены в правилах доверительного управления. Кроме того, в отличие от других ПИФов, с января 2020 г. процедура согласования правил доверительного управления ЗПИФами для КИ стала осуществляться не в Банке России, а в специализированных депозитариях¹⁶. Разница значительная, ведь ПИФ сам подбирает для себя депозитарий. Выше уже говорилось, что в последние годы Банк России целенаправленно снижает требования к ПИФам для КИ.

Существующие в США закрытые паевые фонды (Closed-End Funds) имеют мало общего с российскими ЗПИФами. Их роль на финансовых рынках незначительна в сравнении с взаимными и биржевыми фондами. Если в конце 2019 г. взаимные и биржевые фонды располагали чистыми активами в 21294 и 4396 млрд долл. соответственно, то активы закрытых фондов составили около 278 млрд долл. (табл. 3). В отличие от российских ЗПИФов для КИ, информация об американских закрытых фондах открыта. Кроме того, инвестируют они только в рыночные финансовые инструменты, чем дополнительно обеспечивается прозрачность их деятельности. Если в США пайщиками закрытых фондов являются в основном домашние хозяйства (примерно 3 млн со средними доходами), то в России – крайне узкая группа крупных инвесторов. В конце 2019 г. чистые активы американских закрытых фондов в расчете на одного домохозяйства-пайщика в среднем составляли около 90 тыс. долл., тогда как чистые активы российских ЗПИФов в расчете на одного владельца паев – 343 млн руб. (около 5,5 млн долл. по обменному курсу).

¹⁵ URL: <http://www.cbr.ru/Press/event/?id=2598> (дата обращения: 02.09.2020).

¹⁶ URL: https://cbr.ru/press/pr/?file=27042020_171110info1.htm (дата обращения: 02.09.2020).

Краткие выводы

Российский рынок паевых инвестиционных фондов, медленно восстанавливавшийся после кризиса 2008 г., в последние три года демонстрирует высокие темпы роста. Тому способствовало снижение доходности депозитов в банках – главном конкуренте ПИФов в привлечении сбережений населения. Несмотря на определенные успехи ПИФов, их активы и ныне выглядят мизерными в сравнении с аналогичными организациями развитых стран Запада.

Население России неохотно участвует в паевых фондах. Приобретает оно главным образом паи открытых ПИФов, чистые активы которых (7,3 млрд долл. в конце 2019 г. по обменному курсу) сопоставимы по стоимости с имуществом не самого богатого российского миллиардера. Главные причины тому – стагнация в экономике, низкие доходы населения, его недоверие к финансовой системе.

Более половины владельцев паев ПИФов (1,9 млн лиц в конце 2019 г., по статистике Банка России) составляют лица, паи которых имеют скорее символическое, нежели реальное значение. В 1990-х гг. все они вложили ваучеры в чековый фонд «Альфа-Капитал», ставший затем ИПИФом «Альфа-Капитал». Ныне стоимость паев во владении одного из таких пайщиков составляет в среднем около 2 тыс. руб. Более солидных инвесторов насчитывается менее 0,9 млн ед., это в основном пайщики открытых фондов.

Обычно российские ПИФы вместе со своими управляющими компаниями входят в различные финансовые конгломераты. Этот факт, а также непрозрачность деятельности закрытых ПИФов создают условия конфликта интересов.

В нынешней России на закрытые ПИФы приходится около 90% чистых активов всех ПИФов, в том числе на ЗПИФы для квалифицированных инвесторов – около 80%. Участники ЗПИФов составляют крайне узкую группу лиц, большинство из которых владеет паями на сотни миллионов рублей. Многие ЗПИФы имеют лишь одного владельца паев, но при этом считаются организациями коллективного инвестирования.

Российские ЗПИФы для КИ едва ли можно считать аналогом каких-либо ПИФов за рубежом. Они, например, имеют мало общего с закрытыми фондами (Closed-End Funds) в США, которые ныне обслуживают около 3 млн домохозяйств,

инвестируют только в рыночные финансовые инструменты и работают в условиях высокой прозрачности.

Банк России в последние годы значительно снизил требования к ПИФам для КИ, рассчитывая, что они хотя бы частично вернут российский капитал из зарубежных офшоров. Сейчас такие фонды могут инвестировать практически в любые активы, включать в правила доверительного управления действия с элементами конфликта интересов, а согласование таких правил стало осуществляться не в Банке России, а в специализированных депозитариях. Приведут ли предпринятые регулятором меры к уменьшению оттока капитала за рубеж, или, наоборот, отток увеличится – большой вопрос.

Литература

Амвросов В. А. Развитие мирового рынка ETF и его перспективы // Горизонты экономики. 2018. № 5(45). С. 139–144.

Дементьев Н. П. Российские паевые инвестиционные фонды: закрытые общества миллионеров // ЭКО. 2017. № 9(519). С. 176–189

Корсун А. Ю., Исакова А. И., Протченко А. Р. Особенности налогообложения паевых инвестиционных фондов // В сб.: Теоретические и практические аспекты трансформации налоговой системы России. Материалы Всероссийской научно-практической конференции. 2018. С. 90–94.

Назырова Д. Р. Налогообложение инвестиционных фондов: зарубежный опыт и возможности его применения в России // В сб.: Современная налоговая система: состояние, проблемы и перспективы развития. Материалы XII международной научной конференции «Современная налоговая система: состояние, проблемы и перспективы развития». Уфа. 2018. С. 88–95.

Поздышев В. У ЦБ много вопросов к оценке закрытых паевых фондов. 2013. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/2363786> (дата обращения: 02.09.2020).

Помаскина О. В. Тенденции развития паевых инвестиционных фондов на финансовом рынке Российской Федерации // Инновационное развитие экономики. 2018. № 4 (46). С. 238–246.

Тропина Ж. Н. Новые категории паевых инвестиционных фондов и перспективы развития коллективного инвестирования в России // Вестник Института экономики и антикризисного управления. 2020. № 28. С. 5. URL: <https://icay.ru/wp-content/files/nd/vestnik/28/Tropina-01.pdf> (дата обращения: 17.09.2020).

Duvall, James, and Giles Swan. Ongoing Charges of UCITS in the European Union. 2019. URL: www.ici.org/pdf/per25-07.pdf (дата обращения: 02.09.2020).

Plantier, L. Christopher. Globalisation and the Global Growth of Long-Term Mutual Funds. 2014. URL: www.iciglobal.org/pdf/icig_per01-01.pdf. (дата обращения: 02.09.2020).

Reid, B., Gallagher, E. An Overview of the U.S. Regulated Fund Industry // Business Economics. 2014. № 49. Pp. 271–281.

Статья поступила 06.09.2020.

Статья принята к публикации 15.09.2020.

Для цитирования: Дементьев Н. П. Паевые инвестиционные фонды в современной России: критический анализ // ЭКО. 2020. № 11. С. 62-82. DOI: 10.30680/ECO0131-7652-2020-11-62-82.

Summary

Dementiev, N.P., Doct. Sci. (Phys. and Math.), Institute of Economics and Industrial Engineering, SB RAS, Novosibirsk

Unit Investment Funds in Modern Russia: Critical Analysis

Abstract. Over the past three years, Russian unit investment funds (UIFs) have shown high growth rates. One reason for this is decreased income from bank deposits. However, the assets of UIFs remain meagre as compared with those of similar organizations in Western developed countries. Over half of UIFs shares (about 2 million units) holders are those who invested their privatization vouchers in funds a quarter of a century ago. Investment performance has been deeply unsatisfactory, and now the average assets per person average very nominal two thousand rubles.

In contrast to foreign regulated investment funds, Russian unit investment funds mainly serve not the general public, but a small group of qualified investors holding shares worth hundreds million rubles. In recent years, the Bank of Russia has significantly lowered UIF requirements for qualified investors, expecting that they will at least partly attract Russian capital from foreign offshores. Still, it is not clear, whether the regulator's measures will reduce capital outflow or, on the contrary, increase outflows.

Keywords: unit investment funds; mutual funds; types and categories of unit investment funds; net assets; qualified investors; banks; conflict of interest

References

Amvrosov, V.A. (2018). Razvitie mirovogo rynka ETF i ego perspektivy [The development of world ETF industry and its prospects]. *Gorizonty ekonomiki*. No. 5(45). Pp. 139–144. (In Russ.).

Dementiev, N.P. (2017). Rossijskie paeve investicionnye fondy: zakrytye obshchestva millionerov. Russian unit investment funds: closed companies of millionaires. *ECO*. No. 9 (519). Pp. 176–189. (In Russ.).

Duvall, James, and Giles, Swan. (2019). Ongoing Charges of UCITS in the European Union. Available at: www.ici.org/pdf/per25-07.pdf (accessed 02.09.2020).

Korsun, A. Yu., Isakova, A.I., Protchenko, A.R. (2018). Osobennosti nalogoblozheniya paevykh investitsionnykh fondov. Tax treatment of share investment funds. *Teoreticheskie i prakticheskie aspekty transformatsii nalogovoy sistemy Rossii: materialy Vserossiyskoy nauchno-prakticheskoy konferentsii*. Rostov-na-Donu. Pp. 90–94. (In Russ.).

Nazyrova, D.R. (2018). Nalogooblozhenie investitsionnykh fondov: zarubezhnyi opyt i vozmozhnosti ego primeneniya v Rossii. Taxation of investment funds: International practices and their potential applications in Russia. *Sovremennaya nalogovaya sistema: sostoyanie, problemy i perspektivy razvitiya: materialy XII mezhdunarodnoy konferentsii*. Ufa. Pp. 88–95. (In Russ.).

Plantier, L. Christopher. (2014). Globalisation and the Global Growth of Long-Term Mutual Funds. Available at: www.iciglobal.org/pdf/icig_per01-01.pdf (accessed 02.09.2020).

Pomaskina, O.V. (2018). Tendentsii razvitiya paevykh investitsionnykh fondov na finansovom rynke Rossiyskoy Federatsii. Trends in the development of share investment funds in the financial market of the Russian Federation. *Innovatsionnoe razvitie ekonomiki*. No. 4 (46). Pp. 238–246. (In Russ.).

Pozdyshev, V. (2013). U TsB mnogo voprosov k otsenke zakrytykh paevykh fondov. The Central Bank has many questions to the evaluation of close-end share investment funds. *Kommersant*. Dec 09. Available at: <https://www.kommersant.ru/doc/2363786> (Accessed 02.09.2020). (In Russ.).

Reid, B., Gallagher, E. (2014). An Overview of the U.S. Regulated Fund Industry. *Business Economics*. No. 49. Pp. 271–281.

Tropina, Zh.N. (2020). Novye kategorii paevykh investitsionnykh fondov i perspektivy razvitiya kollektivnogo investirovaniya v Rossii [New Categories of Unit Investment Funds and Prospects for the Development of Collective Investment in Russia]. *Vestnik Instituta ekonomiki i antikorizivnogo upravleniya*. No. 28. P. 5. Available at: <https://ieay.ru/wp-content/files/nd/vestnik/28/Tropina-01.pdf> (accessed 17.09.2020). (In Russ.).

For citation: Dementiev, N. P. (2020). Unit Investment Funds in Modern Russia: Critical Analysis. *ECO*. No.11. Pp. 62-82. (In Russ.). DOI: 10.30680/ECO0131-7652-2020-11-62-82.