

## **Анализ конкурентных позиций инвестиционных фондов и иных типов посредников на российском рынке инвестиций и финансовых услуг**

Никифорова В.Д.  
ver.niko2011@yandex.ru

*Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов*

*В настоящее время получают развитие институты финансового посредничества. В статье анализируются конкурентные преимущества посредников в сфере инвестиционной деятельности и финансовых услуг. Автором раскрываются институциональные изменения на финансовом рынке России, направленные на совершенствование структуры финансово-кредитной системы.*

**Ключевые слова:** финансовый рынок, финансовые посредники, конкуренция, институциональные изменения.

На начало мирового финансового кризиса 2008 г, распространившегося и на Россию, инвестиционные фонды представляли одну из наиболее динамично развивающихся составляющих российской финансово-кредитной системы. Кризис наиболее сильно отразился на паевых инвестиционных фондах, представлявший динамично развивающийся, но еще недостаточно окрепший институт финансового посредничества. По данным Национальной лиги управляющих, россиянами из паевых инвестиционных фондов было изъято за январь-апрель 2008 г. около 7 млрд. руб. Не только пайщики, но и управляющие компании несли потери.

Ограниченная возможность диверсификации в связи с небольшим количеством обращающихся акций на российском рынке, а также довольно высокая систематическая (не поддающаяся диверсификации) компонента общего риска создали дополнительные трудности для инвестиционных фондов в условиях кризиса. Лишь те фонды, которые осуществляли лимитирование убытков, смогли не допустить существенного снижения их стоимости чистых активов. Законодательные ограничения на осуществление операций с производными финансовыми инструментами (фьючерсами, опционами), не позволили фондам, с одной стороны, воспользоваться кредитными плечом, с другой – сформировать высокий уровень неявного долга, который мог бы оказаться фатальным для многих фондов.

В условиях постоянного пребывания финансово-кредитной системы в динамическом развитии, чему в определенной мере способствуют кризисы, происходит изменение ее структуры. При этом одним из основных движущих механизмов такого изменения выступает конкуренция, которая наблюдается как на рынке привлечения денежных средств инвесторов, так и на рынке

инвестирования привлеченных средств. Несомненно, что в этой конкуренции наряду с инвестиционными фондами участвуют контрактно-сберегательные институты, коммерческие банки.

На денежном рынке коммерческие банки, занимающие традиционно особое положение в привлечении ресурсов, конкурируют с инвестиционными фондами денежного рынка, пассивы которых являются близким заменителем для текущих счетов, депозитов до востребования банков, но при этом доходность этих фондов несколько выше. На наш взгляд, с банками могут конкурировать и инвестиционные фонды акций и облигаций, обеспечивающие большую ликвидность и доходность. В этой связи, можно отметить, что институт инвестиционных фондов обладает потенциалом предоставления более выгодных условий инвесторам и влияния на рост конкурентоспособности рынка ценных бумаг.

Как свидетельствует практика, пока в нашей стране инвесторы предпочитают коммерческие банки, а в странах с развитыми финансовыми рынками, где банки традиционно доминировали, имеется тенденция снижения доли банков в финансовом посредничестве. Однако, если анализировать динамику развития паевых инвестиционных фондов последних трех лет, то можно отметить, что их число существенно возросло, среди них преимущественно закрытые (недвижимости, кредитные), растут чистый приток средств и доходность фондов, а также обороты вторичных торгов инвестиционными паями. Несмотря на отмеченные результаты в деятельности российских инвестиционных фондов, стоимость чистых активов этих фондов к ВВП составляет примерно 1%, и можно полагать, что им предстоит еще длительный путь эволюционного развития.

Сегодня коммерческие банки широко рекламируют и практикуют «микрофинансирование», стимулируют привлечение денежных средств населения под высокую процентную ставку, чему также способствует сложившаяся система страхования банковских вкладов. В то же время, многие банки, стремясь к диверсификации своего бизнеса, занимаются андеррайтингом, осуществляют депозитарную деятельность, оказывают брокерские услуги, что непосредственно влияет на развитие инвестиционных фондов.

Факторами роста пассивов и активов инвестиционных фондов в нашей стране могут стать более низкие транзакционные издержки диверсификации (за счет экономии масштаба), льготное налогообложение, более совершенная система регулирования, направленная на защиту инвесторов. Что касается снижения транзакционных издержек, то этому содействуют работы по созданию централизованной системы расчетов по инвестиционным паям на основе центрального депозитария (НРД). Определенное влияние на развитие института паевых инвестиционных фондов может оказать фактор взаимодействия фондов и коммерческих банков. С одной стороны, ценные бумаги, эмитированные банками, становятся объектами инвестиций для паевых инвестиционных фондов, с другой – банки участвуют в создании управляющих

компаний инвестиционных фондов, независимо от того, в составе банковских или инвестиционных групп.

В условиях, когда банки не готовы принимать на себя новые кредитные риски и связываться с обязательствами резервирования средств, закрытые паевые инвестиционные фонды, занимающиеся долевым финансированием инвестиционных проектов, стали представлять эффективную альтернативу банковскому кредитованию. Такое положение, на наш взгляд, во многом обеспечивается за счет преимущества, которое достигается в связи с особым режимом налогообложения прибыли закрытых паевых инвестиционных фондов. При получении в фонде дохода от реализации готового объекта недвижимости либо от сдачи его в аренду налогообложения прибыли не происходит, в результате, возможно реинвестирование прибыли. Эти фонды, с одной стороны, обеспечивают защиту активов от рейдерских атак, с другой – достижение максимальной экономической эффективности, как от рентного бизнеса, так и от спекулятивных операций на рынке недвижимости.

Рассматривая явления конкуренции между инвестиционными фондами и страховыми компаниями, пенсионными фондами, можно характеризовать их виды деятельности на рынке предложения инвестиционных продуктов не только как взаимозаменяемые, но также и как взаимодополняемые. Эти взаимосвязи проявляются через систему многоуровневого посредничества, которое становится все более распространенным. Снижение транзакционных издержек на рынке ценных бумаг создает благоприятные предпосылки для более эффективного осуществления деятельности всех категорий институциональных инвесторов. В то же время развитие конкуренции среди финансовых посредников, наряду с лоббированием законодательства в области защиты прав инвесторов, стимулированием развития торговой системы, может дать толчок развитию рынка ценных бумаг. При этом, по мнению зарубежных исследователей, инвестиционные фонды в основном следуют за развитием рынка ценных бумаг, а контрактно-сберегательные институты наиболее эффективны в развитии этого рынка.<sup>1</sup> Это обусловлено тем, что контрактно-сберегательные институты обладают более «длинными» ресурсами и имеют в своем арсенале более широкий набор инструментов инвестирования. Кроме того, их деятельность, особенно пенсионных фондов, получает наиболее благоприятный режим государственного регулирования.

Анализируя конкуренцию между финансовыми посредниками различных типов и ее влияние на структуру финансово-кредитной системы и рынок ценных бумаг, мы не преследуем цели противопоставлять развитие инвестиционных фондов, пенсионных фондов, страховых компаний, коммерческих банков. В нашей статье<sup>2</sup>, опубликованной ранее, мы

---

<sup>1</sup> Vittas D. Institutional investors and securities markets: which comes leads?/ D. Vittas [Электронный ресурс]// The World Bank, June 1998 – режим доступа: <http://papers.ssrn.com>; Catalan. M. Contractual savings or stock markets development: which leads?/M. Catalan., G. Impavido, A.R. Musalem [Электронный ресурс] - The World Bank. – August 2000 - режим доступа: <http://econ.worldbank.org>

<sup>2</sup> Никифорова В.Д. Процессы консолидации на российском финансовом рынке [Электронный ресурс]: Электронный научный журнал СПбГУНИПТ. Серия Экономика и экологический менеджмент. 2012. - №2.

анализировали современные тенденции, происходящие на отдельных секторах финансового рынка (фондового, страхового, банковского) в форме консолидации. Здесь же мы продолжаем направление данного исследования, включив в него более детальное рассмотрение вопросов конкуренции между финансовыми посредниками в сфере инвестиций.

Важным, на наш взгляд, является обеспечение равных конкурентных условий деятельности для всех типов институциональных инвесторов на российском рынке. В этой связи актуальным остается вопрос объединения регулирования институциональных инвесторов, в частности, подходы к определению собственных средств кредитных институтов должны являться базисом для определения собственных средств других категорий финансовых институтов, что соответствует общемировой практике. В перспективе необходимо развивать национальные требования к определению достаточности капитала, приблизив их к международным стандартам, более адекватно отражающим риски деятельности институциональных инвесторов.

Можно полагать, что усиление взаимодействия финансовых посредников на основе сотрудничества приведет к размытию четких границ между ними, порождая единые и совместимые технологии, новые комплексные продукты, адекватные растущему инвестиционному спросу. Сотрудничество происходит как между банками и небанковскими институтами, так и между банками и финансовыми институтами, которые чаще связывают не отношения собственности, а агентские отношения. Особенно востребованной на российском рынке стала совместная деятельность коммерческих банков и страховых компаний, которая проявляется во взаимных продажах продуктов через страховые и банковские каналы. Однако, в действующем общероссийском классификаторе услуг населению не находят отражения комплексные услуги финансовых посредников.

Следует отметить, однако, что сотрудничество между банками и страховыми компаниями нередко порождает «закрытый» список участников, ограничивая, таким образом, конкуренцию финансовых посредников и свободу выбора тех участников рынка, которые не входят в закрытый список о сотрудничестве. Что касается сотрудничества российских банков с негосударственными пенсионными фондами, то оно пока ограничивается трастом, инвестиционным консультированием и брокерским обслуживанием, что отчасти связано с отсутствием законодательного регулирования этой совместной деятельности. Кроме того, существующие нормативные ограничения ФСФР приводят к тому, что пенсионные резервы негосударственных пенсионных фондов в значительном объеме (до 20%) размещаются в депозиты и депозитные сертификаты банков, не позволяя им в большем объеме трансформировать эти резервы в доходные и долгосрочные инвестиции.

По причине нормативных ограничений не участвуют в становлении и развитии внутренней системы рефинансирования, необходимой для ипотечного кредитования, источники крупных инвестиций негосударственных пенсионных фондов, страховых компаний и банков во взаимодействии. Между тем,

расширение ипотечного кредитования создает положительные импульсы для развития всего финансового посредничества и реального сектора экономики. Наблюдается также ограниченность взаимодействия негосударственных пенсионных фондов и страховых компаний с паевыми инвестиционными фондами в связи с действующими правовыми актами, регламентирующими порядок размещения средств пенсионных и страховых резервов. Согласно действующим Правилам, доля инвестиционных паев может составлять не более 5% пенсионных резервов, а у страховых компаний – 10% страховых резервов.

Несомненно, деятельность институтов финансового посредничества в сфере инвестиций сопряжена с высокими рисками. И расширение границ и появление разнообразных форм взаимодействия можно рассматривать как перспективное направление деятельности разных типов посредников на российском рынке инвестиций и финансовых услуг. Этому в определенной мере будет способствовать снижение нормативных ограничений на размещение резервов страховых компаний и негосударственных пенсионных фондов, о чем выше отмечалось, а также совершенствование системы многоуровневого рефинансирования. Кроме того, демографические тенденции, наблюдаемые в нашей стране, на фоне которых можно ожидать возрастание роли долгосрочных сбережений, будут способствовать развитию институциональных инвесторов, включая пенсионные и инвестиционные фонды.

Определенное влияние в этом направлении должно оказать создание института квалифицированных инвесторов, направленное на разделение инвесторов на две группы в зависимости от степени риска. У квалифицированных пайщиков имеются инструменты дополнительного контроля над сделками с имуществом инвестиционного фонда, они могут вводить ограничения на раскрытие информации о деятельности фонда. В свою очередь, управляющая компания получает право приобретать для своих целей ценные бумаги, которые находятся в портфеле фонда, защитить инвестора в условиях сложившейся неблагоприятной конъюнктуры рынка. У нее появляется также возможность создания и использования структурированных инвестиционных продуктов, использования разнообразных инвестиционных стратегий. Можно полагать, что многие управляющие компании предпочтут работать с квалифицированными инвесторами по этим причинам.

На развитие института доверительного управления инвестиционными фондами, несомненно, способна оказывать существенное влияние государственная политика, направленная на обеспечение режима наибольшего благоприятствования для вовлечения средств инвестиционных фондов в финансирование инновационных проектов реального сектора экономики, в том числе и на условиях государственно-частного партнерства. При этом, следует иметь в виду, что для повышения доверия и стимулирования привлечения инвесторов, целесообразно использование компенсационных механизмов, предусматривающих организацию выплат, связанных с доверительным управлением фондами.

## **Список литературы**

1. Vittas D. Institutional investors and securities markets: which comes leads?/ D. Vittas [Электронный ресурс]// The World Bank, June 1998 – режим доступа: <http://papers.ssrn.com>.
2. Catalan. M. Contractual savings or stock markets development: which leads?/M. Catalan., G. Impavido, A.R. Musalem [Электронный ресурс] - The World Bank. – August 2000 - режим доступа: <http://econ.worldbank.org>.
3. Никифорова В.Д. Процессы консолидации на российском финансовом рынке/ В.Д. Никифорова// Научный журнал СПб НИУ ИТМО [Электронный ресурс]. – Санкт-Петербург: СПб НИУ ИТМО, 2012. - №2. – сентябрь. – Режим доступа: <http://open-mechanics.com/journals>

## **Analysis of the competitive positions of investment funds and other types of intermediaries in the Russian market of investment and financial services**

Nikiforova V.D.

*Saint-Petersburg state university of economy and finance*

*At the present time are the development of institutions of financial intermediation. The article analyzes the competitive advantages of intermediaries in the area of investment activity and financial services. The author reveals the institutional changes in the financial market of Russia, aimed at improving the structure of the financial-credit system.*

**Key words:** financial markets, financial intermediaries, competition, institutional changes.