

# РЫНОК ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИЧЕСКИХ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ В УСЛОВИЯХ РЕФОРМЫ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИЧЕСКОЙ ОТРАСЛИ РОССИИ

УДК 336.76

**Ольга Александровна Жданова**,  
к.э.н., доцент кафедры Экономической  
теории и инвестирования Московского  
государственного университета эконо-  
номики, статистики и информатики  
(МЭСИ)

Эл. почта: ozhdanova@mesu.ru

В статье проведен количественный и качественный анализ российского рынка электроэнергетических паевых инвестиционных фондов (ПИФов), освещены проблемы и перспективы его развития в современных условиях.

**Ключевые слова:** электроэнергетика, паевой инвестиционный фонд, кризис электроэнергетической отрасли.

**Olga A. Zhdanova**,  
PhD in Economics, MESI, the Department  
of Economic Theory and Investment  
E-mail: ozhdanova@mesu.ru

## THE MARKET OF ELECTRICAL POWER MUTUAL INVESTMENT FUNDS IN THE CONDITIONS OF REFORM OF ELECTRICAL POWER BRANCH OF RUSSIA

In article the quantitative and qualitative analysis of the Russian market of electrical power mutual investment funds (Mutual funds) is carried out, problems and prospects of its development in modern conditions are revealed.

**Keywords:** power industry, mutual investment fund, crisis of electrical power branch.

### 1. Введение

В настоящее время в электроэнергетической отрасли России сложилась достаточно сложная ситуация, напрямую негативно влияющая на функционирование ПИФов с электроэнергетической направленностью. Российский электроэнергетический рынок находится в двояком положении: с одной стороны присутствует избыток мощностей, а с другой стороны – эти мощности сильно физически и морально изношены. Необходима модернизация, но свободных финансовых ресурсов для ее проведения нет. Коммерческая эффективность вложений вызывает опасения в виду прогнозируемого сохранения тенденции превышения предложения над спросом, длительности сроков окупаемости проектов и незавершенной реформы отрасли в целом, как следствие перечисленные факторы влекут за собой повышение многих инвестиционных рисков.

Перед проведением реформы электроэнергетической отрасли России [1] прогнозы основывались на том, что спрос на электроэнергию будет расти, в то время как в настоящий момент он не только не увеличивается, но даже и падает. Уже функционирующие станции не выводятся из эксплуатации, не модернизируются и не консервируются. По сути, электроэнергетическая отрасль стоит на месте в своем развитии. Как в таких условиях функционируют электроэнергетические ПИФы? Какие результаты они показывают?

### 2. Состояние электроэнергетической отрасли России и ее влияние на паевые инвестиционные фонды электроэнергетической направленности

Исходно реформа электроэнергетического сектора предполагала, что будет развиваться рыночная конкуренция в каждом сегменте отрасли, будут привлечены капиталы частных инвесторов, которые модернизируют отрасль и выведут ее на качественно новый уровень развития [1]. Однако практика показывает, что привлечь капитал в отрасль получилось только тогда, когда были подписаны договоры о поставках мощности, по которым государство гарантирует собственникам генерирующих компаний возврат инвестиций в размере 14%. Только на таких условиях инвесторы согласились работать и вкладывать капитал в энергетическую инфраструктуру. На привлеченные средства построено, модернизировано и введено в эксплуатацию достаточно много объектов. Все это выглядит привлекательно, если бы не спад спроса в отрасли.

Проведение реформы РОА ЕС России обосновывалось необходимостью модернизации предприятий отрасли и увеличением производственных мощностей. По прогнозам спрос на электроэнергию должен был превысить ее предложение в 2005–2007 годах, и далее этот разрыв должен был только увеличиваться. Реформа предполагала не только создание множества предприятий и соответственно увеличение конкуренции на рынке, но и обязательное создание новых мощностей или их модернизацию. В начале реформы такой подход, с учетом прогнозов, был оправдан. Инвесторы могли вкладываться в проекты, предполагая окупаемость примерно в 15 лет и рентабельность порядка 14%. Рост потребления электроэнергии должен был составлять порядка 4,1–5,2 процентов в год, т.е. на конец 2014 года составлять примерно 1356–1444 млрд киловатт в час [2]. Однако фактические данные по потреблению электроэнергии не соответствуют прогнозным. Первый спад энергопотребления наблюдался в 2008–2009 годах, когда спрос упал на 4,6% по итогам 2009 года. Второй отрицательный ре-

зультат был показан рынком в 2013 году, когда потребление упало на 0,6% [2]. Все это весомо отличается от плановых показателей, которые были заложены в программу реформирования электроэнергетической отрасли.

При этом введение в эксплуатацию новых объектов в сфере электроэнергетики идет активно. В 2015 году будет введено 7645 МВт ДПМ, на 722 МВт увеличится мощность Саяно-Шушенской и Богучанской ГЭС, на 600 МВт – двух блока Курской АЭС и двух блоков Ленинградской АЭС, а также еще 644 МВт введут участники рынка. Для сравнения: из эксплуатации будет выведено всего 957 МВт. При этом спрос снизился на 5187 МВт. Из-за избытка предложения цены на Урале упали на 24%, в европейской части России – на 12%. В Сибири цена заметно возросла (на 84%), однако это во многом связано с аномально низкой ценой, сложившейся годом ранее [2]. В связи с падением цен можно ожидать существенного уменьшения прибыли и снижение рентабельности предприятий, что сначала негативно отразится на цене акций компаний, потом приведет к снижению дивидендных выплат (если они в целом будут выплачиваться), а следовательно и к снижению доходности электроэнергетических ПИФов.

В представленной ситуации конъюнктурного дисбаланса предполагается удвоить выработку электроэнергии атомными электростанциями до 2035 года. И это притом, что стоимость 1 кВт АЭС обходится в среднем в пять раз дороже стоимости 1 кВт парогазовой установки [3]. Естественно, в конечном итоге может подорожать стоимость электроэнергии для конечных потребителей, но при этом рентабельность атомных электростанций не возрастет, акции таких предприятий не поднимутся в цене, а у электроэнергетических ПИФов опять будет отсутствовать потенциал роста.

В 2013 году стартовала программа поддержки возобновляемой энергетики [4], на реализацию которой тоже нужны финансовые средства, и они также в конечном итоге

будут косвенно получены от конечных потребителей, прежде всего за счет увеличения стоимости электроэнергии. Плюс к этому, развитие альтернативной энергетики приведет к еще большему дисбалансу спроса и предложения, поэтому альтернативные источники энергии необходимо развивать не по всей территории России, а только в тех ее регионах, где это экономически и социально необходимо. Но на данный момент альтернативной энергетики на российском рынке крайне мало, ее доля в общей структуре энергопотребления минимальна, но в будущем может увеличиться.

В условиях превышения предложения над спросом логично сократить объем производимой электроэнергии. Однако в некоторых случаях договор на поставку мощности разорвать нельзя, т.к. это поставит под угрозу безопасность либо самого предприятия, либо надежность электро- и теплоснабжения конечных потребителей, либо создаст социальную напряженность, так как многие предприятия являются градообразующими.

Тем не менее, не смотря на реформирование отрасли и заключение договоров на поставку мощности с обязательствами модернизации и нового строительства, в целом по отрасли сохраняется очень высокий процент эксплуатируемого устаревшего оборудования. Из-за этого предприятия, работающие на старом оборудовании, несут высокие расходы и еще сильнее снижают потенциальную прибыль и рентабельность, но финансовых ресурсов для модернизации до сих пор не хватает. Вполне естественно, что акции таких предприятий не только не растут в цене, но и падают, что в свою очередь ведет к падению стоимости чистых активов электроэнергетических ПИФов.

Еще необходимо помнить, что вывод энергетического объекта из эксплуатации обходится в \$500–600 за 1 кВт установленной мощности при стоимости строительства \$2–3 тыс. руб. за 1 кВт [2]. Также возникает необходимость сохранения инфраструктуры в целом, в том числе с целью ее использования в буду-

щем, если будет наблюдаться увеличение спроса на электроэнергию, а здесь важно помнить, что неиспользуемые объекты изнашиваются гораздо быстрее, т.е. в будущем на их модернизацию будет необходимо потратить гораздо больше финансовых и временных ресурсов.

На электроэнергетическом рынке намечается и еще один тренд: создание крупными предприятиями собственных объектов, способных производить электроэнергию. Это приводит к сокращению прибыли электроэнергетических предприятий, последовательному снижению стоимости их ценных бумаг, а далее и доходности электроэнергетических ПИФов. В 2013 году объем распределенной генерации оценивался в 3,4 ГВт, к 2020 году он увеличится до 20–25 ГВт [2]. Распределенная генерация к 2025 году может достичь 10% от общего объема энергомощности [3]. Развитие малой и средней энергетики, конечно, необходимо в труднодоступных районах страны, которых много на территории России, но полностью отказываться от мощных и крупных энергетических компаний, способных обеспечить надежные поставки электроэнергии не целесообразно.

В условиях санкций, примененных к Российской Федерации со стороны ряда стран, остро встает вопрос о необходимости импортозамещения и обеспечения, таким образом, безопасности. В ОАО «Россети» в 2012 г. доля применения технологически сложного импортного оборудования составляла 45%, в 2013 г. – 38% [5], а через 2–3 года, по словам О. Бударгина, по большей части импортной продукции предприятие перейдет на аналоги, произведенные в России. С учетом девальвации российского рубля национальная продукция стала более конкурентоспособной, но неизвестно, как долго продержится этот эффект, т.е. как долго не будут повышаться цены на национальную продукцию в условиях высокой инфляции. В целом по отрасли проблема импортозамещения не может быть полностью решена в ближайшие 3–4 года, что создает

дополнительную напряженность и не позволяет электроэнергетическим ПИФам генерировать более высокую доходность.

В электроэнергетической отрасли остается нерешенной и сервисная проблема. Конечные потребители хотят видеть высококачественное, быстрое и квалифицированное обслуживание, но не готовы при этом к повышению тарифов, а сами электроэнергетические предприятия не могут из своих собственных

средств, без повышения цен, инвестировать в проекты улучшающие качество обслуживания. Сбытовая надбавка, как правило, покрывает только текущие затраты.

На данный момент тарифы на электроэнергию растут меньшими темпами, чем инфляция, что, конечно, негативно сказывается на доходности предприятий энергетической отрасли, а значит и на доходности электроэнергетических ПИФов. Здесь также можно отметить, что

большинство специалистов в области энергетики говорят о необходимости установить действующий в течение длительного времени тариф, чтобы потенциальные инвесторы могли лучше просчитать финансовые показатели по инвестиционным проектам и риски, а также имели некоторую уверенность в реализации проектов.

Основными потребителями электроэнергии являются предприятия, которые в настоящее время

Таблица 1

Электроэнергетические ПИФы и их характеристики [6]

№	Название фонда	Тип	Категория	Доходность за 3 года, %	Стоимость чистых активов, руб.
1	Альфа-Капитал Электроэнергетика	открытый	акции	-40.87% (на 29.01.2015)	104 864 304.54 (на 29.01.2015)
2	БАЛТИНВЕСТ – Фонд электроэнергетики	открытый	акции	-58.06% (на 29.01.2015)	2 523 519.33 (на 29.01.2015)
3	ВПИ – Электроэнергетика	открытый	акции	–	8 520 650.95 (на 29.01.2015)
4	ВТБ – Фонд Электроэнергетики	открытый	акции	-61.31% (на 29.01.2015)	182 368 717.40 (на 29.01.2015)
5	Газпромбанк – Индекс ММВБ – Электроэнергетика	открытый	индексный	-62.48% (на 29.01.2015)	68 291 489.28 (на 29.01.2015)
6	ДОХОДЬ – Электроэнергетика	открытый	акции	-51.22% (на 29.01.2015)	778 334.67 (на 29.01.2015)
7	Интерфин ЭЛЕКТРО-ЭНЕРГЕТИКА	открытый	акции	-56.59% (на 29.01.2015)	18 444 525.21 (на 29.01.2015)
8	Интерфин ЭНЕРГИЯ	открытый	акции	-54.00% (на 29.01.2015)	428 338 818.63 (на 29.01.2015)
9	КапиталЪ – Энергетический	открытый	акции	-26.38% (на 29.01.2015)	29 245 211.14 (на 29.01.2015)
10	Максвелл Энерго	открытый	акции	-50.33% (на 29.01.2015)	34 108 498.87 (на 29.01.2015)
11	ОПЛОТ – Альтернативная энергетика	интервальный	акции	-46.37% (на 31.12.2014)	1 036 954.25 (на 31.12.2014)
12	Открытие – Индекс ММВБ – электроэнергетик	открытый	индексный	-58.49% (на 29.01.2015)	20 175 563.52 (на 29.01.2015)
13	Райффайзен – Электроэнергетика	открытый	акции	-63.40% (на 29.01.2015)	232 476 126.78 (на 29.01.2015)
14	РГС – Электроэнергетика	открытый	акции	-61.15% (на 29.01.2015)	10 103 602.83 (на 29.01.2015)
15	РИКОМ – электроэнергетика	открытый	акции	-42.13% (на 29.01.2015)	364 349.60 (на 29.01.2015)
16	Сбербанк – Электроэнергетик	открытый	акции	-61.00% (на 29.01.2015)	346 953 819.23 (на 29.01.2015)
17	Солид – Мировая энергетика и инновационные технологии	открытый	смешанный	-43.54% (на 29.01.2015)	454 990.61 (на 29.01.2015)
18	СТОИК– Электроэнергетика	открытый	акции	-46.42% (на 29.01.2015)	3 254 556.97 (на 29.01.2015)
19	УРАЛСИБ Энергетическая перспектива	открытый	акции	-65.12% (на 29.01.2015)	48 819 196.82 (на 29.01.2015)
20	Чистая Энергия	закрытый	смешанный	18.00% (на 31.12.2014)	213 280 113.23 (на 31.12.2014)
21	Энергетика Севера	закрытый	акции	-1.61% (на 31.12.2014)	506 214 321.96 (на 31.12.2014)

мя, с одной стороны, нацелены на максимальное снижение энергоемкости, а с другой стороны, с большой осторожностью приступают к реализации новых проектов или «замораживают» их на некоторый период времени, до стабилизации экономической, финансовой и валютной ситуации. Следовательно, электроэнергетическим предприятиям не следует ожидать импульса к развитию, даже с учетом того, что отрасль должна развиваться и модернизироваться опережающими темпами. Это в свою очередь влияет на цены акций таких предприятий, а далее приводит к снижению стоимости чистых активов электроэнергетических ПИФов.

В целом электроэнергетическая отрасль в России требует изменений, которые могли бы решить обозначенные выше проблемы.

### 3. Электроэнергетические паевые инвестиционные фонды на российском рынке

По данным Investfunds функционирует 21 ПИФ с отраслевой специализацией в области электроэнергетики (табл. 1).

В данный список не вошли ПИФы, инвестиционные паи которых ограничены в обороте, например, закрытый хедж-фонд «Энергетик» под управлением ЗАО «ВТБ Капитал Управление Активами», закрытый паевой инвестиционный фонд долгосрочных прямых инвестиций «Энергетический», Управляющая компания (УК) – ЗАО «Кубанская управляющая компания».

Подавляющее большинство электроэнергетических ПИФов являются открытыми (18 фондов), но также имеется 1 интервальный и 2 закрытых (рис. 1).

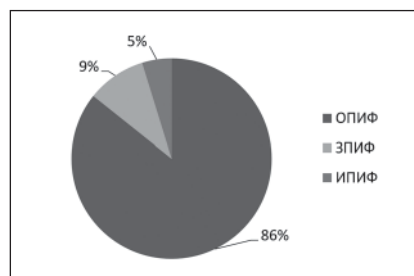


Рис. 1. Типы электроэнергетических ПИФов

Большинство фондов являются открытыми, что удобно мелким инвесторам и дает им дополнительное преимущество – ликвидность за счет возможности приобретения и погашения инвестиционных паев в любой рабочий день (при этом следует помнить, что между моментом подачи заявки на погашение инвестиционного пая и осуществлением фактических денежных выплат может быть временной лаг в 10 дней [7]).

В соответствии с делением на категории большинство ПИФов являются фондами акций. Также есть 2 индексных фонда и 2 смешанных фонда (рис. 2). Они соответственно занимают 81%, и по 9,5% рынка электроэнергетических ПИФов.

В основе обоих индексных фондов лежит индекс ММВБ – электроэнергетика. На данный момент не работает ни один индексный электроэнергетический ПИФ, базой формирования которого являлся бы индекс РТС – электроэнергетика. Ранее, на основе второго индекса функционировал открытый индексный ПИФ «БИНБАНК «Индекс РТС – Электроэнергетика» под управлением ООО «Управляющая компания БИНБАНКА», но фонд был прекращен по решению УК в 2012 году [8].

Если рассмотреть динамику изменения индексов ММВБ – Электроэнергетика и РТС – Электроэнергетика, то можно констатировать, что за период с 11.01.2005 года по 11.01.2015 года индекс РТС – Электроэнергетика упал на 65,83 пункта (-65,83%), а индекс ММВБ снизился на 182,39 пункта (-18,2%) [9]. Таким образом, отсутствие ПИФов, сформированных на базе индекса РТС – Электроэнергетика, обосновано.

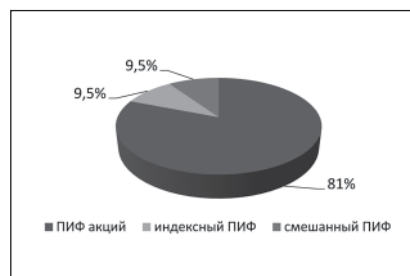


Рис. 2. Категории электроэнергетических ПИФов

Большинство электроэнергетических ПИФов включают в состав своих активов ценные бумаги крупных и хорошо известных электроэнергетических компаний, которые в настоящее время находятся в некотором «провале». Можно было бы рекомендовать включить в состав имущества ПИФа ценные бумаги предприятий малой и средней энергетики, с учетом уже реально наблюдаемого роста рынка распределенной генерации, а также потенциала его развития.

Доходность электроэнергетических ПИФов отрицательная, и такая динамика сохраняется уже несколько лет. За последние 3 года средняя доходность ПИФов электроэнергетической отрасли составила -44,40%. При этом наибольшую отрицательную доходность показал открытый ПИФ акций «УРАЛСИБ Энергетическая перспектива» – минус 65,12%, а наименьшую (минус 1,61%) – закрытый ПИФ акций «Энергетика Севера». Также один фонд (закрытый ПИФ смешанных инвестиций «Чистая Энергия») показал положительную трехлетнюю доходность в 18%.

В таких условиях инвесторы не интересуются электроэнергетическими ПИФаами, отток средств из них многократно превышает приток капитала, что создает еще более сложные условия их функционирования.

За последние несколько лет некоторые электроэнергетические ПИФы прекратили свое существование, к таким фондам, в том числе, относятся интервальный ПИФ акций «Мономах – Энергия», прекращенный в феврале 2010 года по решению УК, открытый ПИФ акций «Алемар – Российская энергетика», также прекращенный по решению УК в июне 2014 года. Некоторые электроэнергетические ПИФы были прекращены в связи с тем, что одновременно были получены заявки на погашение более 75% инвестиционных паев. К таким фондам относятся, в том числе, открытый ПИФ акций «Ингосстрах электроэнергетика» (прекращен в 2008 году), открытый ПИФ акций «АГАНА – Энергетика» (прекращен в 2012 году).



Несколько ПИФов были прекращены в связи с объединением имущества ПИФов. Так, в октябре 2014 года по решению УК был осуществлен обмен инвестиционных паев открытого ПИФа акций «Меркури – Глобальная электроэнергетика» (присоединяемый фонд) на инвестиционные паи открытого ПИФа акций «Меркури Кэпитал Траст – Акции» (фонд, к которому осуществлялось присоединение). При формировании фонда «Меркури – Глобальная электроэнергетика» в ноябре 2010 года стоимость инвестиционного пая составляла 1000 руб., а в октябре 2014 года она равнялась 211,43 руб. [10]. Т.е. примерно за 4 года стоимость пая снизилась на 788,57 рублей, а доходность инвестора, который приобретал паи фонда при его формировании и держал их до обмена, составила отрицательную величину в размере –78,857%.

Электроэнергетические ПИФы находятся в упадке, что вызвано в первую очередь не управленческими ошибками инвестиционных менеджеров, а общим состоянием электроэнергетической отрасли.

#### Выводы

Стратегия развития электросетевого комплекса России нуждается в пересмотре, т.к. уже сейчас не соответствует реалиям рынка, а прогнозные величины сильно отличаются от фактических. Именно изменение общей стратегии развития отрасли способно вывести электроэнергетическую отрасль в целом, и электроэнергетические ПИФы в частности из той «ямы», в которой они оказались в настоящее время, т.к. внутренние резервы предприятий уже практически исчерпаны и требуется кардинальный пересмотр векторов развития. Помимо корректировки основных направлений, необходимо обратить внимание и на частные моменты, в т.ч. решить вопрос ускорения выделения земель для строительства на них различных инфраструктурных энергетических объектов, пересмотреть сроки выдачи разрешений на проведение земляных работ в сторону их уменьшения.

В рейтинге Doing Business 2014 года по показателю «присоединение к электрическим сетям» Россия опустилась на 2 позиции и заняла 143 место из 189 возможных [11]. Положение России в данном рейтинге очень точно характеризует ситуацию в электроэнергетической отрасли и ее дальнейшие перспективы на ближайшие несколько лет.

Рынок электроэнергетических ПИФов, неразрывно связанный с рынком электроэнергетики в целом, находится в упадке: стоимость чистых активов падает, доходность фондов в подавляющем большинстве случаев отрицательная, отток капитала из фондов превышает приток. Вывести рынок электроэнергетических ПИФов из кризиса может только глобальная общая реформа электроэнергетической отрасли.

#### Литература

1. Постановление Правительства Российской Федерации от 11.07.2001 г. №526 «О реформировании электроэнергетики Российской Федерации» (в ред. от 20.03.2013 г. №240)
2. Семашко Н. Худший КОМ десятилетия // Тематическое приложение к газете Коммерсантъ. Энергетика. – 17 декабря 2014. – №229. – С.17, 21
3. Готова Н. Агрессивный атом // Тематическое приложение к газете Коммерсантъ. Энергетика. – 17 декабря 2014. – №229. – С.19
4. Распоряжение Правительства Российской Федерации от 08.01.2009г. №1-р «Основные направления государственной политики в сфере повышения энергетической эффективности электроэнергетики на основе использования возобновляемых источников энергии на период до 2020 года» (в ред. от 28.05.2013г. №861-р)
5. Минилак К. Интервью О. Бударгина // Тематическое приложение к газете Коммерсантъ. Энергетика. – 17 декабря 2014. – №229. – С.17, 20
6. ПИФы и ДУ. Investfunds // <http://pif.investfunds.ru/>
7. Федеральный Закон Российской Федерации от 29.11.2001г. №156-ФЗ «Об инвестиционных

фондах» (в ред. от 12.03.2014г. №33-ФЗ)

8. Реестр ПИФов по состоянию на 30.01.2015 года // [http://www.cbr.ru/sbrfr/?PrId=pollid\\_investment](http://www.cbr.ru/sbrfr/?PrId=pollid_investment)

9. Индексы Московской Биржи // <http://moex.com/ru/indices>

10. Меркури – Глобальная электроэнергетика // <http://www.mctrust.ru/fund/openfund/globalnaya-elektroenergetika>

11. Рейтинг экономик // <http://russian.doingbusiness.org/Rankings>

#### References

1. The resolution of the government of the Russian Federation from 11.07.2001g. No. 526 “About reforming of power industry of the Russian Federation” (in an edition from 20.03.2013g. No. 240)
2. Semashko N. The worst LUMP of decade// Tematicheskoe prilozhenie k gazete Kommersant. Energetika. – 17 dekabrya 2014. – №229. – S.17, 21
3. Gotova N. Aggressive Atom// Tematicheskoe prilozhenie k gazete Kommersant. Energetika. – 17 dekabrya 2014. – №229. – S.19
4. The order of the Government of the Russian Federation from 08.01.2009g. No. 1-r “The main directions of a state policy in the sphere of increase of power efficiency of power industry on the basis of use of renewables for the period till 2020” (in an edition from 28.05.2013g. No. 861-r)
5. Minilak K. O. Budargin's interview// Tematicheskoe prilozhenie k gazete Kommersant. Energetika. – 17 dekabrya 2014. – №229. – S.17, 20
6. Mutual funds and DU. Investfunds//<http://pif.investfunds.ru/>
7. The federal law of the Russian Federation from 29.11.2001g. No. 156-FZ “About investment funds” (in an edition from 12.03.2014g. No. 33-FZ)
8. The register of mutual funds as of 30.01.2015 // [http://www.cbr.ru/sbrfr/?PrId=pollid\\_investment](http://www.cbr.ru/sbrfr/?PrId=pollid_investment)
9. Indexes of the Moscow Exchange//<http://moex.com/ru/indices>
10. Mercury – Global power industry//<http://www.mctrust.ru/fund/openfund/globalnaya-elektroenergetika>
11. Rating of economies//<http://russian.doingbusiness.org/Ranking>