

6.2. РОССИЙСКИЙ РЫНОК КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ: ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ПРОБЛЕМЫ

Володин С.Н., к.э.н., доцент,
департамент финансов;
Кузнецова М.С., студент

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», г. Москва

Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ

Статья посвящена анализу специфики развития российского рынка коллективных инвестиций и предоставляемых им инвестиционных возможностей для пайщиков. В ходе рассмотрения наблюдаемых тенденций авторами были выделены основные проблемы, присущие данному рыночному сегменту. Их решение, безусловно, может способствовать преодолению кризисного состояния, сложившегося после рыночного спада 2008 г. В статье также раскрываются основные инвестиционные характеристики российских паевых фондов, что позволит отечественным инвесторам более качественно оценить предоставляемые ими возможности получения рыночной прибыли.

Механизм работы и роль паевых фондов на финансовом рынке

Паевой фонд представляет собой инвестиционный портфель, который создается с целью получения прибыли на объединенные в фонд активы и распределения этой прибыли между вкладчиками пропорционально имеющемуся у них количеству паев. Согласно Федеральному закону «Об инвестиционных фондах», инвестиционный пай – это именная ценная бумага, владелец которой имеет право собственности на имущество паевого инвестиционного фонда (ПИФ), созданного управляющей компанией. Данная организация считается достаточно надежной, поскольку находится под строгим контролем со стороны государства, ее деятельность детально регламентирована и контролируется национальным регулятором.

Денежная оценка ПИФа производится посредством самого главного для фондов показателя – стоимости чистых активов (СЧА) фонда [8]. Рассчитывается СЧА как разница между всеми активами фонда и всеми его обязательствами [1]. При этом ценой одного пая, из которых состоит ПИФ, является СЧА, поделенная на количество паев. Если будет продан один дополнительный пай, то общее количество паев вырастет на единицу, а СЧА увеличится на размер, равный стоимости проданного пая. Стоимость самого пая не меняется, так как изменится и числитель, и знаменатель в расчетной формуле. С ростом стоимости активов фонда, растет и стоимость пая, и, следовательно, прибыль вкладчика фонда.

При инвестировании средств в ПИФ цена одного пая используется только для определения точной доли ПИФа, которую приобретает инвестор. Она не влияет на решение пайщика относительно суммы инвестиций, поскольку количество приобретаемых паев может варьироваться и быть дробным числом. А после по-

купки пая инвестору важна текущая цена пая, чтобы определить прирост его активов. К примеру, если цена пая выросла на 10%, то и вложенный в этот взаимный фонд капитал инвестора вырастет на эти самые 10%, независимо от количества купленных паев. Поэтому для инвестора доходность вложений определяется, исходя из разницы стоимости пая, а не СЧА, так как СЧА меняется и при внесении или извлечении пайщиками средств из фонда.

Сосредоточивая существенные ресурсы и направляя их в различные объекты, ПИФы играют немаловажную роль на финансовом рынке, поскольку становятся рычагом перераспределения инвестиций между экономическими субъектами и отраслями экономики [5, 13]. Они также являются особым институциональным механизмом, который способствует перераспределению сбережений в инвестиции. В результате успешное развитие данного сегмента является крайне важным для любого национального рынка и поэтому активно стимулируется как со стороны государства, так и биржевых организаций.

Тем не менее, развитие российского рынка паевых фондов нельзя назвать успешным. Наблюдаемые тенденции, равно как и некоторые специфические особенности отечественного рынка, позволяют говорить о наличии ряда весьма серьезных проблем, преодоление которых, бесспорно, могло бы положительным образом повлиять на имеющуюся ситуацию.

Тенденции развития российского рынка коллективных инвестиций и особенности закрытых паевых фондов

Российский рынок коллективных инвестиций, история развития которого началась в 1990-е гг., является относительно молодым в сравнении с рынками стран с развитыми экономиками. Несмотря на это, институты коллективного инвестирования за прошедшие годы уже показали неплохую динамику роста. Из всевозможных форм коллективного инвестирования в настоящее время наибольшую популярность на российском рынке получили ПИФы.

Вплоть до начала 2000-х гг. количество ПИФов росло крайне медленно: ввиду наблюдавшейся тогда сильной нестабильности в экономике, они не пользовались популярностью среди населения. Однако после преодоления кризиса 1998 г. первичный рынок паев стал наращивать свои объемы. Появлялось все большее количество паевых фондов (рис. 1), которое особенно сильно возросло за период 2003-2012 гг., после чего вплоть до сегодняшнего дня наблюдалась некоторая стабилизация по этому показателю [10].

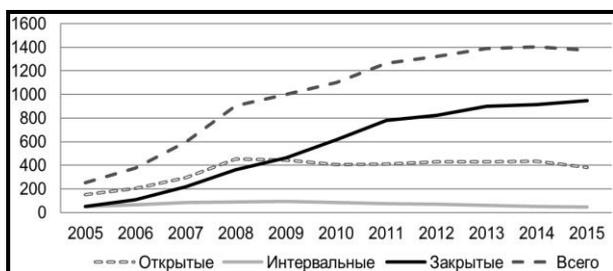


Рис. 1. Количество ПИФов за период с 2005 по 2015 гг.

Между тем, если посмотреть на рис. 1, то можно заметить, что развитие рынка паевых фондов происходило крайне непропорционально по разным типам фонда. Как известно, уже начиная с 2003 г. появилось разделение фондов на закрытые, открытые и интервальные. Несмотря на незначительное превышение количества открытых фондов над закрытыми до 2008-2009 гг., дальнейший рост последних явно доминировал над другими типами, что образовало определенный перекоп на российском рынке коллективных инвестиций. Данная тенденция не присуща рынкам других стран.

В целом значительный рост количества ПИФов до 2008 г. обеспечивался прежде всего общим ростом российского рынка, как это хорошо заметно на рис. 2 [15]. При росте рыночных цен стоимость чистых активов большинства фондов растет аналогичными темпами. И это позволило управляющим компаниям легко привлечь большую массу инвесторов, наблюдающих за успехами фондов. Но когда рост рынка прекратился, количество всех типов фондов, кроме закрытых, тоже перестало возрастать, поскольку доходность ПИФов крайне сильно зависит от рынка в целом. И при отсутствии роста, а тем более рыночном падении, паевые фонды перестают быть интересными инвесторам.

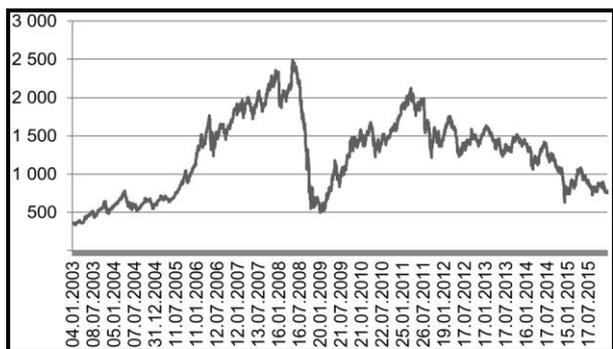


Рис. 2. Динамика индекса РТС с 2003 по 2015 гг.

И здесь можно отметить один интересный факт: количество закрытых ПИФов продолжало непрерывно расти, несмотря ни на какие рыночные ситуации. Причины этого заключаются в том, что в российской действительности данная форма инвестиций позволяет существенно экономить на налогах, в связи с чем интерес к этому финансовому инструменту не пропадает при любой рыночной ситуации [14]. И это особенно относится именно к закрытым

ПИФам, поскольку их объектами инвестирования могут являться нерыночные активы, например недвижимость. К тому же закрытый ПИФ может существовать достаточно длительный срок – до 15 лет. Поэтому фактически закрытые ПИФы в Российской Федерации на практике часто используются не как рыночный инструмент коллективных инвестиций, а в целях «переупаковки» бизнеса для экономии на налогах.

Поскольку инвестированием в недвижимость и рентные активы, по российскому законодательству, разрешено заниматься только закрытым ПИФам, то именно их использование приобрело такую высокую популярность для реализации подобных, явно нерыночных целей. Как результат – образовавшийся перекоп в сторону развития закрытых ПИФов на российском рынке нельзя рассматривать в качестве положительного фактора развития национального финансового рынка.

Таким образом, при анализе российского рынка коллективных инвестиций обязательно необходимо учитывать имеющуюся особенность функционирования закрытых ПИФов, что весьма существенно меняет представление о динамике всего рынка в посткризисном периоде. И если обратить внимание именно на рыночные фонды – открытые и интервальные, то можно отметить, что мировой финансовый кризис 2008-2009 гг. крайне негативно сказался на их развитии. Фактически после него количество открытых и интервальных фондов практически непрерывно уменьшалось, что говорит о потере у инвесторов доверия к данному типу вложения средств.

Кризис 2008-2009 гг. как фактор потери доверия инвесторов к паевым фондам

Большие потери, понесенные инвесторами при падении рынка в ходе кризиса 2008-2009 гг. вызвали крайне негативное отношение к ПИФам у многих из них. И оно остается неизменным вплоть до сегодняшнего дня. Это подтверждается опросом, проведенным Всероссийским центром изучения общественного мнения (ВЦИОМ) относительно сбережений российских граждан (рис. 3) [3].

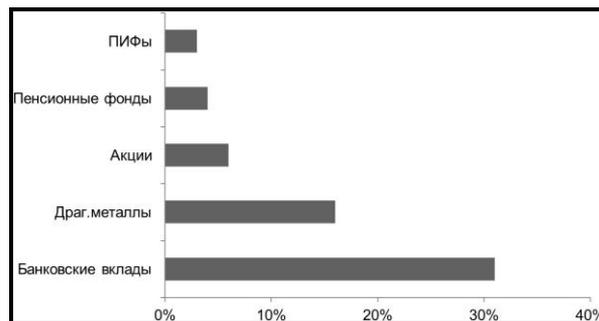


Рис. 3. Популярность различных форм инвестиций в РФ

Как видно из представленной диаграммы (см. рис 3), на 2014 г. вложения в ПИФы оставались крайне непопулярными. А самыми надежными средствами инвестирования россияне считали приобретение недви-

жимости (51%) и банковские вклады (31%). Вложения же в паевые фонды посчитали надежным способом размещения средств и хотели бы видеть их объектом инвестирования только 3% опрошенных. Как результат – они находятся на самом последнем месте по привлекательности инвестиционных активов у российского населения. Такая потеря доверия к ПИФам после кризиса весьма отрицательно отразилась и на показателях объема их СЧА. Упав при кризисе на 71%, в течение 2009-2010 гг. он смог восстановиться на фоне сильного роста цен рыночных активов, но в дальнейшем уже практически всегда имел тенденцию к снижению (табл. 1) [11].

Таблица 1

ДИНАМИКА СЧА

Млрд. руб.

Год	СЧА
2006	118%
2007	16%
2008	-71%
2009	94%
2010	29%
2011	-29%
2012	-13%
2013	-14%
2014	-23%
2015	12%

При этом падение СЧА ПИФов после кризиса 2008-2009 гг. было вызвано не только общерыночным спадом, наблюдавшимся после некоторого восстановления рынка к 2011 г. (рис. 2). Не менее важным фактором здесь явился и практически непрерывный отток средств из фондов (табл. 2) [7, с. 93], который, начавшись с кризиса 2008-2009 гг., уже не останавливался вплоть до настоящего времени.

Таблица 2

СРЕДНЕЕ ЗНАЧЕНИЕ ПРИВЛЕЧЕННЫХ СРЕДСТВ АКТИВНО И ПАССИВНО УПРАВЛЯЕМОМИ ФОНДАМИ

Млн. руб.

Годы	ПИФ акций	Индексные ПИФ
2005	15	24
2006	180	146
2007	-7	32
2008	-33	12
2009	-31	-18
2010	-10	-22
2011	-6	0
2012	-54	-37
2013	-21	-36
2014	-22	-3
2015	-35	-10
Среднее значение	-3,6	6,4

И это является одной из главных проблем российского рынка коллективных инвестиций: вернуть доверие пайщиков после столь значительного падения рынка и понесенных убытков управляющим компаниям оказалось не под силу, несмотря на используемые маркетинговые средства и рекламную активность. О том, что отток средств из фондов

обуславливался именно падением доверия населения к самим ПИФам как инструменту вложения средств, говорит и то, что вывод инвесторами средств из фондов наблюдался даже на фоне существенного роста рынка в 2009-2011 гг. Даже возможность получения достаточно высокой доходности, существовавшая в то время, не смогла обеспечить привлечение новых средств в ПИФы.

В последние годы отток средств из фондов также продолжался, причем достаточно устойчиво. Поскольку и 2013-й, и 2014 гг. характеризовались высокой нестабильностью российского рынка, то отток средств из фондов был весьма существенным. При этом он был весьма неравномерным по разным типам фондов. Так, в 2014 г. отток из фондов акций составил 3,9 млн. руб., из фондов облигаций -- 33,7 млн. руб., а и индексных фондов – всего 260 тыс. руб. Как видно, основной отток средств наблюдался из фондов облигаций, считающихся более надежным инструментом из-за низкой волатильности доходности. И это также во многом говорит о подрыве доверия пайщиков к фондам. Вместе с этим, в некоторые фонды отмечался и приток средств, но достаточно незначительный: в смешанные фонды (1,5 млн. руб.), фонды денежных средств (719 тыс. руб.) и фонды фондов (5,2 млн. руб.). Что в целом не смогло переломить общую отрицательную ситуацию.

В результате из-за ухудшения общего состояния российского рынка коллективных инвестиций, с начала 2014 г. стало уменьшаться и количество самих паевых фондов (на 0,4%). Но все же наблюдались и некоторые положительные сдвиги: несмотря на отток средств в целом, количество пайщиков выросло (на конец 2014 г. составило в среднем 5060 в сравнении с 4089 на конец 2013 г.) [9]. Но это не смогло переломить общую ситуацию к лучшему, хотя, бесспорно, являлось положительным фактором.

Что касается 2015 г., то российским инвесторам в целом удалось адаптироваться к непростой ситуации, сложившейся на финансовом рынке. Несмотря на негативную тенденцию, наблюдавшуюся в начале года (например, только в феврале инвесторами было выведено 18 млрд. руб.), к концу года интерес вкладчиков к ПИФам возрос – в ноябре чистый приток средств в открытые фонды составил примерно 3 млрд. руб., а в декабре – 2,6 млрд. руб. Данная тенденция может быть объяснена стабилизацией цен на нефть осенью 2015 г., а также деэскалацией ситуации на востоке Украины. В результате суммарный приток денежных средств в ПИФы в 2015 г. составил более 1 млрд. руб., что является благоприятным результатом в сравнении с 2014 г., когда пайщики вывели из фондов более 15 млрд. руб. [5]. Поэтому все же остаются некоторые надежды на то, что если фондовые рынки в ближайшее время не будут охвачены какими-то новыми глобальными потрясениями, некоторое улучшение ситуации с восстановлением доверия населения к ПИФам вполне возможно. Однако на данный момент об этом говорить еще рано, поскольку какого-то улучшения общеэкономической ситуации в РФ на конец 2015 г. в целом не наблюдалось, хоть это и не сказало отрицательно на динамике показателей рынка ПИФов (табл. 3).

Таблица 3

**ДИНАМИКА РЫНКА ПИФОВ И КЛЮЧЕВЫХ
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ В РФ В
2013-2015 гг.**

Показатель	Изменение показателя, %		
	2013 г.	2014 г.	2015 г.
СЧА ПИФов [15]	-14	-23	12
Валовый внутренний продукт РФ [11]	1,3	1,0	-3,7
Индекс Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ) [15]	2,0	-7,1	26,1

Некоторое возрастание популярности рынка коллективных инвестиций объяснялось прежде всего ростом общерыночного индекса, что сделало вложения в паевые фонды достаточно прибыльными. Например, на конец 2015 г. доходность вложений в ПИФы акций потребительского рынка, оказавшаяся максимальной среди всех типов фондов, составила 47% годовых. По ряду других типов фондов также наблюдалась положительная динамика. Но все же это нельзя прямо отнести к успехам рынка паевых фондов в целом. При развороте общерыночной динамики отношение инвесторов может легко измениться на прямо противоположное, поэтому об улучшении общего уровня доверия к фондам, которое обеспечивало бы устойчивость показателей инвестирования в них средств, говорить пока не приходится.

Таким образом, можно отметить, что в последние годы российский рынок коллективных инвестиций переживает не лучшие времена, что обуславливается как внутренними, так и внешними факторами. При этом существенное влияние на развитие рынка оказывает неблагоприятная по отношению к РФ внешняя ситуация, связанная с давлением на экономику санкций и падением цен на нефть. Это, наряду с рассмотренными выше внутренними причинами, свойственными российскому рынку коллективных инвестиций, привело практически к затяжному спаду, наблюдавшемуся в последние 7-8 лет. При этом исключение в виде положительной динамики сегмента закрытых ПИФов нельзя напрямую отнести к положительным факторам, отражающим развитие рынка коллективных инвестиций, поскольку их использование зачастую обуславливалось причинами, не связанными с динамикой фондового рынка и экономической ситуацией в целом.

Проблемы выбора оптимального фонда на российском рынке

Несмотря на имеющиеся сложности развития российского рынка коллективных инвестиций, те инвесторы, которые выбирают в качестве объекта размещения средств паевые фонды, сталкиваются с задачей выбора оптимального фонда, который мог бы принести наибольшую доходность при меньшем риске. В текущих условиях неопределенности, сопровождаемых негативными макроэкономическими показателями (падение цен на нефть в начале 2016 г., снижение курса рубля, падение индекса Московской биржи), это является особенно важным, поскольку непрерывного роста рынка, обеспечивающего высокую доходность

практически всех ПИФов, как это было до 2008 г., ожидать уже не приходится. В результате для инвесторов становится как никогда значимым выбор правильного фонда для размещения средств. И прежде всего, встает задача выбора между двумя главными типами фонда – активно и пассивно управляемыми.

В случае активного управления (классический пример – фонды акций) менеджеры периодически меняют структуру фонда, выбирая, когда, как и в каком объеме покупать и продавать те или иные акции. Естественно, за труд управляющих взимается дополнительная плата, что является одним из факторов, отталкивающих инвесторов.

Альтернативой в данном случае является инвестирование в фонды с пассивным управлением. Как правило, когда говорят о пассивно управляемых фондах, имеют в виду индексные ПИФы, стратегия управляющих которых заключается в том, чтобы вкладывать деньги инвесторов в корзину ценных бумаг, соответствующую составу определенного фондового индекса (например, индекса ММВБ).

Несмотря на привлекательность активного управления, при котором менеджеры фонда постоянно следят за изменениями, происходящими в стоимости различных ценных бумаг, и, казалось бы, способны на извлечение большей выгоды от управления доверенными им средствами, на практике это им не всегда удается. И хотя значительно более популярными среди российских граждан являются активно управляемые фонды, расчеты, проведенные авторами, показали, что с точки зрения соотношения риска и доходности пассивно управляемые фонды не являются менее привлекательными для инвесторов.

Почему же инвесторы так склонны выбирать активно управляемые фонды? Дело в том, что когда они приходят на рынок, то видят, что лучшие из таких фондов могут обеспечить сверхдоходность, что хорошо отражает рис. 4 [7].

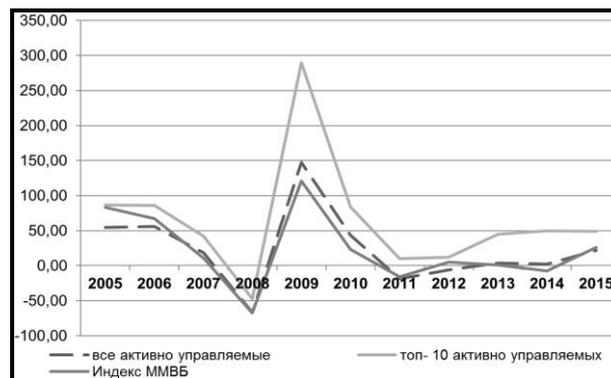


Рис. 4. Средняя доходность ПИФов акций и индекса ММВБ, %

А поскольку пассивно управляемые фонды предназначены лишь для того чтобы копировать динамику фондового индекса, их доходность не может существенно отличаться от рынка в целом. И ее динамика всегда в целом соответствует изменению рыночного индекса.

Таблица 4

**ПОКАЗАТЕЛИ РЫНОЧНОГО РИСКА ДЛЯ
ВЗАИМНЫХ ФОНДОВ**

Показатели рыночного риска	Активно управляемые	Пассивно управляемые
Коэффициент Шарпа по первой десятке, <i>n + 1</i>	0,32	0,28
Коэффициент Шарпа по первой десятке, <i>n</i>	0,64	0,34
Коэффициент Шарпа по всем фондам	0,34	0,36

Однако на практике угадать, какие активно управляемые фонды окажутся лучшими в будущем периоде, крайне сложно. Как показали проведенные расчеты показателей риска и доходности (табл. 4) [7], если выбирать лучшие фонды текущего года и инвестировать в них, то результаты, получаемые в следующем году, не будут значимо отличаться по активно и пассивно управляемым фондам. А значит, лучшая текущая десятка фондов не может обеспечивать лучшие вложения по соотношению риска и доходности в будущем периоде.

Впрочем, если рассмотреть и сами показатели доходности (табл. 5), то можно увидеть, что и в этом случае выбор фондов из лучших в данный момент не способен принести значимо высоких результатов, чем в среднем по активно управляемым фондам.

Таблица 5

**СРЕДНЯЯ ДОХОДНОСТЬ АКТИВНО И ПАССИВНО
УПРАВЛЯЕМЫХ ФОНДОВ**

Годы	%	
	<i>n + 1</i> , топ-10, активные	<i>n</i> , все активные
2005	–	55
2006	60	56
2007	26	19
2008	-70	-66
2009	95	148
2010	73	44
2011	-13	-18
2012	3	-6
2013	22	4
2014	0	3
2015	19	28
Среднее значение	21,5	21,1

Как результат, налицо наличие на российском рынке коллективных инвестиций весьма серьезной проблемы, заключающейся в том, что инвестору крайне сложно выбрать фонд, способный в будущем принести ему сверхдоходность. Поскольку главным показателем для инвестора при выборе фонда является его текущая доходность, то инвесторы, по сути, могут ориентироваться только на него. Но как показали проведенные расчеты, в этом случае инвесторы не получают ожидаемой высокой доходности, что неизбежно приведет к разочарованию в паевых фондах как инструменте для вложения средств. С этим также может быть связана потеря доверия к ПИФам, наблюдающаяся в течение всего периода времени после кризиса 2008 г.

С другой стороны, как показывает рис. 4, несмотря на широкие возможности активно управляемых фондов по формированию инвестиционной стратегии, им не всегда удается обыграть динамику общерыночного индекса. Средняя доходность по всем таким фондам периодически оказывается ниже доходности рынка в целом. И это тоже является крайне неблагоприятным фактором, отталкивающим инвесторов. Если вложения в фонды не могут обеспечить инвесторам большую доходность, чем рынок, вряд ли они смогут вызвать повышенный интерес у населения.

На основе проведенных расчетов было установлено и то, что, для российских фондов не существует явной разницы между активным и пассивным типом управления: и тот, и другой обеспечивает примерно одинаковые результаты по соотношению риска и доходности (исходя из примерно равных значений коэффициента Шарпа по первой десятке в периоде *n + 1* и по всем фондам, табл. 4). Поэтому инвесторы, выбирая активно управляемые фонды, получают вместе с тем более высокий риск, но в долгосрочном периоде они не могут рассчитывать на получение большей доходности, чем при менее рискованном пассивном управлении. Безусловно, это также отталкивает их от расширения вложений средств в паевые фонды.

Но являются ли эти проблемы выбора паевого фонда специфическими именно для российского рынка? И можно ли это как-то преодолеть за счет развития рынка ПИФов? Для ответа на данный вопрос был рассмотрен самый известный и развитый рынок коллективных инвестиций – рынок США.

Проблема оптимального выбора фонда инвесторами на рынке США

Как показывают эмпирические данные, с проблемой выбора фонда инвесторы сталкиваются и на фондовом рынке США. Даже на самом развитом рынке возможности получения сверхдоходности крайне невысоки. Существуют две причины, объясняющие такой результат: неоптимальное поведение управляющих и высокие издержки инвестирования [4, с. 69].

Рис. 5, основанный на данных годового отчета S&P [16], показывает, что активное управление фондом приводит к результатам, худшим, чем результаты следования динамике индекса в подавляющем числе случаев. Причем данная тенденция сохранялась в окрестности 80% на всех временных промежутках.

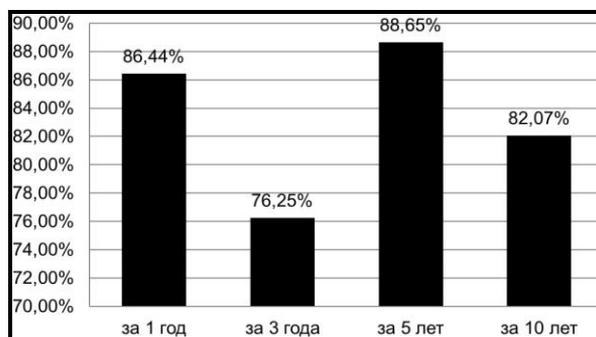


Рис. 5. Доля активно управляемых фондов США, не переигравших индекс S&P 500, по состоянию на 2014 г.

Таким образом, активно управляемые фонды и на американском рынке по большей части неэффективны. Поэтому, хотя некоторые инвесторы надеются на то, что выбранный активно управляемый фонд сможет переиграть рынок, многие все же склоняются к более стабильным пассивно управляемым.

Отличительной особенностью пассивно управляемых инвестиционных фондов является то, что отслеживание индекса не предполагает возможности сверхвысокой прибыли. Но индексные фонды все равно популярны среди инвесторов, так как пассивное управление не провоцирует высоких расходов. Комиссия за управление таким фондом будет куда ниже, чем при активном управлении, поскольку работа менеджеров фонда включает в себя более простые и предсказуемые функции. Операционные расходы при пассивном управлении будут гораздо ниже, так как они не будут включать в себя трудоемкого анализа различных секторов и предприятий. А сами индексные фонды, как правило, крупнее активно управляемых, что позволяет им пользоваться экономией от масштаба. Согласно данным, предоставленным в отчете *ICI* (см. рис. 5) [6], можно увидеть, что при общей убывающей динамике в течение многих лет операционные расходы индексных фондов всегда были на существенную величину меньше расходов активно управляемых фондов.

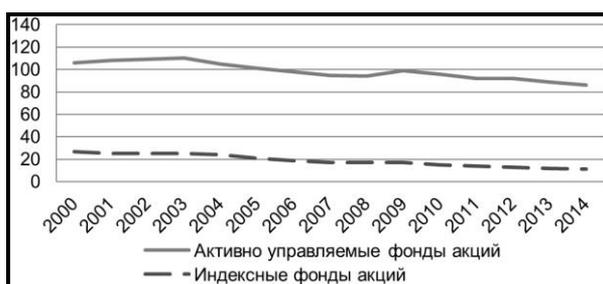


Рис. 6. Коэффициент операционных расходов, средневзвешенный по активам

Причем в случае пассивного управления фондом оборот значительно ниже, чем при активном управлении, что приводит к более низкому размеру взимаемого налога. Аналогично и транзакционные издержки будут значительно ниже, так как при пассивном управлении проходит меньше операций, чем при активном. Однако пайщики далеко не все-

гда могут оценить структуру расходов активно управляемых фондов, поскольку она является достаточно непрозрачной. Поэтому они могут считать, что именно активное управление способно принести им большую доходность.

В результате можно говорить о том, что и на американском рынке активно управляемые фонды вряд ли могут принести пайщикам более высокую доходность, чем рынок в целом. Это показывает, как низкая вероятность того, что управляющие смогут обеспечить получение доходности выше рынка (см. рис. 5), так и явно более высокие издержки активного управления фондом (см. рис. 6). Поэтому можно сделать вывод о том, что проблема оптимального выбора фонда свойственна не только российскому рынку, но и самому развитому рынку США. А значит, вряд ли можно ожидать, что на отдельно взятом российском рынке возможно существенное улучшение данного показателя, которое смогло бы привлечь новых пайщиков более высокой доходностью от инвестиций.

Основные выводы по работе

Проведенный анализ российского рынка коллективных инвестиций показал наличие целого ряда проблем, из-за которых на данный момент развитие данного сегмента рынка находится под угрозой. Прежде всего было отмечено наличие значительного перекоса в развитии российского рынка паевых фондов, обусловленного доминированием закрытых паевых фондов. Но именно они чаще всего не являются рыночными, а используются в целях оптимизации налогообложения. Поэтому при анализе развития рынка паевых фондов их можно исключить из рассмотрения. Но тогда динамика развития данного сегмента рынка выглядит совсем иначе: вместо стабильного роста при рассмотрении только открытых и интервальных фондов фактически наблюдается затяжной спад, продолжающийся с начала кризиса 2008 г. На фоне этого можно говорить о наличии серьезных проблем в развитии российского рынка коллективных инвестиций.

Как было показано, это обуславливается целым рядом серьезных причин. Со времен кризиса у инвесторов сложилось явное недоверие к данному инструменту инвестирования средств. В результате чего наблюдается практически непрерывный отток активов из российских ПИФов в посткризисном периоде. Причем эта тенденция является весьма стабильной, и даже временные успехи фондов фактически не смогли повлиять на ее изменение. Как следствие – количество самих фондов (именно рыночных – открытых и интервальных) постепенно сокращается, что говорит о затухании рынка.

При этом было показано, что активно управляемые фонды фактически неспособны принести большую доходность, чем пассивно управляемые, что явно говорит не в пользу первых. И это тоже немало дискредитирует профессиональных управляющих активами фондов, способствуя дальнейшей потере интереса у инвесторов к рынку коллективных инвестиций.

Подчеркивает опасения и то, что для рядового инвестора выбрать такой фонд, который смог бы при-

нести ему доходность больше рынка, на практике является практически невозможным. Поскольку, как показал анализ самого развитого рынка коллективных инвестиций США, эта проблема присуща и данному рынку, то можно утверждать о ее глобальном характере, так что вряд ли на отдельно взятом российском рынке ситуацию в этом плане удастся изменить в лучшую сторону. Без этого же сложно ожидать успешного развития рынка в ближайшие годы, поскольку именно получение сверхдоходности является основным фактором привлечения средств новых инвесторов.

Литература

1. Об определении стоимости чистых активов инвестиционных фондов, в том числе о порядке расчета среднегодовой стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда и чистых активов акционерного инвестиционного фонда, расчетной стоимости инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, стоимости имущества, переданного в оплату инвестиционных паев [Электронный ресурс] : указание Центрального банка РФ от 25 авг. 2015 г. №3758-У. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
2. Володин С. Сравнение активно и пассивно управляемых инвестиционных фондов [Электронный ресурс] / С.Н. Володин, М.С. Кузнецова // Корпоративные финансы. – 2015. – №4. – С. 88-102. URL: <https://cfjournal-hse.ru/data/2016/01/20/1136447771/37.pdf>.
3. Всероссийский центр изучения общественного мнения (ВЦИОМ) [Электронный ресурс]. URL: <http://wciom.ru/index.php?id=236&uid=114819>.
4. Гаврилюк В. Паевые инвестиционные фонды в РФ: хронологический срез развития индустрии [Текст] / В.И. Гаврилюк // Вестник РЭУ. – 2012. – №10. – С. 66-72.
5. Гайдаев В. Коллективное инвестиционное [Электронный ресурс] / В. Гайдаев // Коммерсант. – 13 января. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/2890320>
6. Данные отчета ICI [Электронный ресурс]. URL: http://www.icifactbook.org/fb_ch5.html#fees
7. Московская биржа [Электронный ресурс] : официальный сайт. URL: <http://moex.com/>
8. ПИФ [Электронный ресурс]. URL: <http://mir-fin.ru/pif.html>.
9. Рейтинг паевых инвестиционных фондов (ПИФ) по итогам 2013 года [Электронный ресурс]. URL: <http://vid1.rian.ru/ig/ratings/PIF-012014.pdf>.
10. Статистика Национальной лиги управляющих [Электронный ресурс]. URL: http://nlu.ru/stat-count_pifs.htm
11. Федеральная служба государственной статистики [Электронный ресурс] : официальный сайт. URL: <http://www.gks.ru>.
12. 2015 investment company fact book [Electronic resource]. URL: http://www.icifactbook.org/fb_ch5.html#fees.
13. Dealing with the active [Electronic resource]. URL: <http://www.etf.com/publications/journalofindexes/joi-articles/1159.html>.
14. How tax-efficient is your mutual fund? // Morningstar [Electronic resource]. URL: <http://news.morningstar.com/articlenet/article.aspx?id=373782>.
15. Investfunds [Электронный ресурс] : информационный портал. URL: <http://pif.investfunds.ru/funds/rate.phtml>.
16. SPIVA U.S. Year-end 2014 [Electronic resource]. URL: <https://us.spindices.com/search/?ContentType=SPIVA>.
17. The cost of owning ETFs and index mutual funds [Electronic resource]. URL: <http://global.morningstar.com/us/documents/pr/Cost-Of-Owning-Index-ETF-MFS.pdf>.
18. The case for index-fund investing [Electronic resource]. URL: https://pressroom.vanguard.com/content/nonindexed/Updated_The_Case_for_Index_Fund_Investing_4.9.2014.pdf.

Ключевые слова

Фондовый рынок; паевые инвестиционные фонды; проблемы развития российского рынка.

Володин Сергей Николаевич

Кузнецова Мария Сергеевна

РЕЦЕНЗИЯ

Статья Володина С.Н. и Кузнецовой М.С. посвящена одному из наиболее популярных в мире инструментов вложения средств – паевым инвестиционным фондам. К сожалению, несмотря на то, что во многих странах этот инструмент приобрел достаточно большое распространение и пользуется заслуженным интересом у рядовых инвесторов, не обладающих глубокими профессиональными знаниями в области финансов, в России данный рыночный сегмент остается пока что практически в зачаточном состоянии.

Авторами работы устанавливаются основные причины этого, что делает проведенное исследование значимым как с теоретической, так и практической точки зрения. В работе описывается целый ряд факторов, обуславливающих затяжной спад в данном сегменте российского рынка, что позволяет говорить о комплексном характере рассмотренных закономерностей. Исследование авторов может быть интересно как экономистам, занимающимся эмпирическим анализом российского рынка, так и рядовым инвесторам, поскольку позволит им глубже понять специфику российских паевых фондов и оценить предоставляемые ими инвестиционные возможности. Самостоятельные расчеты, выполненные авторами, позволили выявить новые закономерности, присущие российскому рынку коллективных инвестиций, что сделало возможным более качественной оценки его специфики. А рассмотрение последних тенденций на рынке паевых фондов подчеркивает актуальность работы, в результате чего она может быть рекомендована к публикации.

Берзон Н.И., д.э.н., профессор, Департамент финансов, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», г. Москва.

[Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ](#)