

**Russian mutual funds market research**  
**Marenova E. (Russian Federation)**  
**Исследование российского рынка паевых инвестиционных фондов**  
**Маренова Е. В. (Российская Федерация)**

*Маренова Елизавета Вячеславовна / Marenova Elizaveta - студент магистратуры,  
кафедра прикладной математики, факультет прикладной математики и информационных технологий,  
Финансовый университет при правительстве Российской Федерации, г. Москва*

**Аннотация:** в статье анализируется текущее состояние рынка коллективных инвестиций в РФ, а также рассматриваются факторы, оказывающие влияние на состояние рынка.

**Abstract:** the article analyzes the current situation of the mutual funds market in Russia and determines the factors that influence the market.

**Ключевые слова:** анализ, исследование, паевые инвестиционные фонды.

**Keywords:** analysis, research, mutual funds.

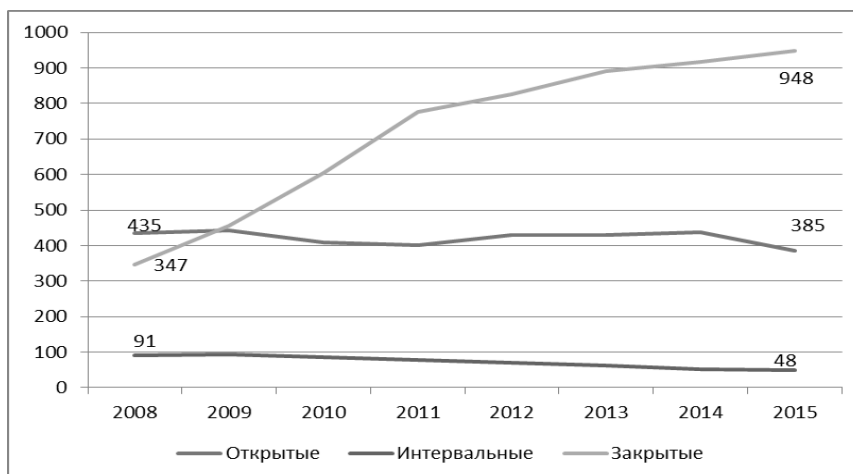
Согласно федеральному закону от 29.10.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах», паевым инвестиционным фондом (ПИФ) считается обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией. Таким образом, ПИФ не имеет ОПФ, поскольку не является юридическим лицом, а основная его функция – аккумуляция долгосрочных денежных ресурсов розничных и институциональных инвесторов. Из-за сложности принятия решения о вложении денежных средств многие инвесторы предпочитают делегировать полномочия по управлению имуществом посредством создания ПИФов.

Развитие современного рынка коллективных инвестиций проходило в несколько этапов [1]. Первый этап пришелся на период с 2003 г. по середину 2006 года. На протяжении этих лет на фондовом рынке наблюдалось практически безостановочное ралли, и именно в эти годы сформировался сегмент открытых интервальных ПИФов. За три года индекс РТС вырос в три раза, и потому управляющим оказалось легко привлекать массовых инвесторов в инвестиционные фонды, а банкам - в ОФБУ.

Второй этап развития рынка – период с середины 2006 г. до начала 2007 года. Именно в это время фондовый рынок начал испытывать проблемы, связанные с повышением волатильности, и привыкшие к практически гарантированной доходности инвесторы стали менее охотно покупать паи открытых и интервальных фондов. Вместе с тем, на фоне замедления роста массового сегмента рынка стал агрессивно развиваться закрытый сегмент: возрос спрос крупных инвесторов на услуги управляющих, при этом сами УК переключили свое внимание на работу с крупными корпоративными и индивидуальными инвесторами (в том числе – страховыми компаниями и негосударственными пенсионными фондами), столкнувшись со сложностями работы на розничном сегменте и падении интереса населения к ПИФам.

Третий этап начался в 2007 году и длится до сих пор. Его главная особенность – высокая волатильность фондового рынка и, соответственно, высокие риски, сопровождающиеся падением доходности вложений в финансовые инструменты фондового рынка. Усиление колебаний рынка, замедление темпов его роста привели к тому, что розничный сегмент рынка коллективных инвестиций практически остановился в развитии. Приток активов новых пайщиков нивелируется уходом старых, не готовых принимать возросшие риски. На фоне стагнации розницы рынок доверительного управления активами получил мощную поддержку со стороны сегмента закрытых фондов, а также вложений институциональных инвесторов. К началу 2008 г. на рынке паевых инвестиционных фондов функционировало около 300 управляющих компаний и более 1000 инвестиционных фондов. Следует отметить, что период с 2003 по 2007 г. отличался своей стабильностью и именно на него приходится пик развития паевых инвестиционных фондов. Так, в 2007 г. количество управляющих компаний выросло более чем на 40 %.

*Диаграмма 1. Количество ПИФов в РФ с начала 2008 г. по конец 2015 г.*



К концу 2007 года закрытые фонды практически сравнялись с открытыми по количеству, при этом значительно опередили их по сумме активов под управлением. Следует отметить, что закрытые фонды можно назвать институтом коллективного инвестирования лишь с оговоркой, поскольку в российской практике через ЗПИФы крупные инвесторы часто реализуют строительные проекты, а крупные собственники структурируют свои активы. В первую очередь отметим, что наибольшую долю по численности занимают закрытые паевые инвестиционные фонды, их доля составляет 66,1 %. На долю открытых паевых фондов приходится 29,7 %, интервальные фонды занимают 4,2 %. Наиболее привлекательными для средних и мелких инвесторов являются открытые фонды, что подтверждается и 65 сложившимися мировыми тенденциями. В долгосрочной перспективе они рассматриваются наиболее доходными и надежными: инвестор имеет возможность достаточно быстро продать свои ценные бумаги, что существенно отличает данный объект, например, от продажи недвижимого имущества.

Таблица 1. Средний размер открытых фондов на 01.01.2016 (млн. руб.)

Тип фонда	Размер
Акции	186,42
Облигации	609,13
Индексный	69,69
Смешанный	256,41
Денежный	290,53
Фондов	401,84

Именно данная характеристика фондов и предопределила дальнейшую динамику развития сектора, поскольку из-за обвала фондового рынка в 2008 году лишь фонды денежного рынка продемонстрировали рост стоимости пая. Стоимость чистых активов открытых паевых фондов сократилась на 65 % [2]. Серьезное падение фондового рынка в 2008 г. привело к тому, что в течение 2009 г. приток новых клиентов в ПИФы практически отсутствовал. В этот период частные инвесторы сделали выбор в пользу активов с фиксированной доходностью и валюты. Российские частные инвесторы, в отличие от западных, не нацелены на долгосрочное инвестирование. И в 2008 г., и в 2009 г. ПИФы столкнулись с масштабным выводом средств из фондов, при этом клиенты вынуждены были фиксировать убытки. Так, общий отток средств из открытых ПИФов, по данным Национальной лиги управляющих, за 2008 г. составил приблизительно 17 млрд. рублей, за 2009 г. – более 11 млрд. рублей [3]. После мирового финансового кризиса доверие инвесторов к открытым ПИФам так и не вернулось, что отразилось на численности фондов и величине чистых активов.

График 1. Динамика СЧА по типам ПИФов с 2008 по 2015 г/г. (млрд. руб.)



Динамика количества паевых инвестиционных фондов показывает рост только по закрытым ПИФ, тогда как число открытых и интервальных ПИФ является постоянным с 2007 г. Это объясняется тем, что к закрытым паевым инвестиционным фондам проявили интерес коммерческие банки, у которых на балансе числится значительная доля недвижимости. В соответствии с нормативами они не могут держать в объектах недвижимости сумму, превышающую десять процентов всех активов. На практике этот показатель значительно выше, поэтому банки заинтересованы передать данные активы со своего баланса в управляющую компанию паевого инвестиционного фонда, не желая невыгодно продавать объект недвижимости. Даже введение в 2011 году налога на имущество закрытых ПИФов, которое привело к закрытию более 60 фондов недвижимости, стоимость чистых активов которых приближалась к 17 млрд. руб., не оказало влияния на направление развития рынка. Закрытые ПИФы недвижимости являются особенно актуальными инструментами инвестирования для розничных инвесторов, поскольку в условиях кризиса именно недвижимое имущество является наиболее устойчивым защитным активом. В данном ключе отечественный инвестор схож с иностранным, поскольку в условиях высокой волатильности на фондовых рынках именно REIT принесли инвесторам максимальную доходность, начиная с 2010 года ежегодно, уступив лидерство лишь в 2013 году.

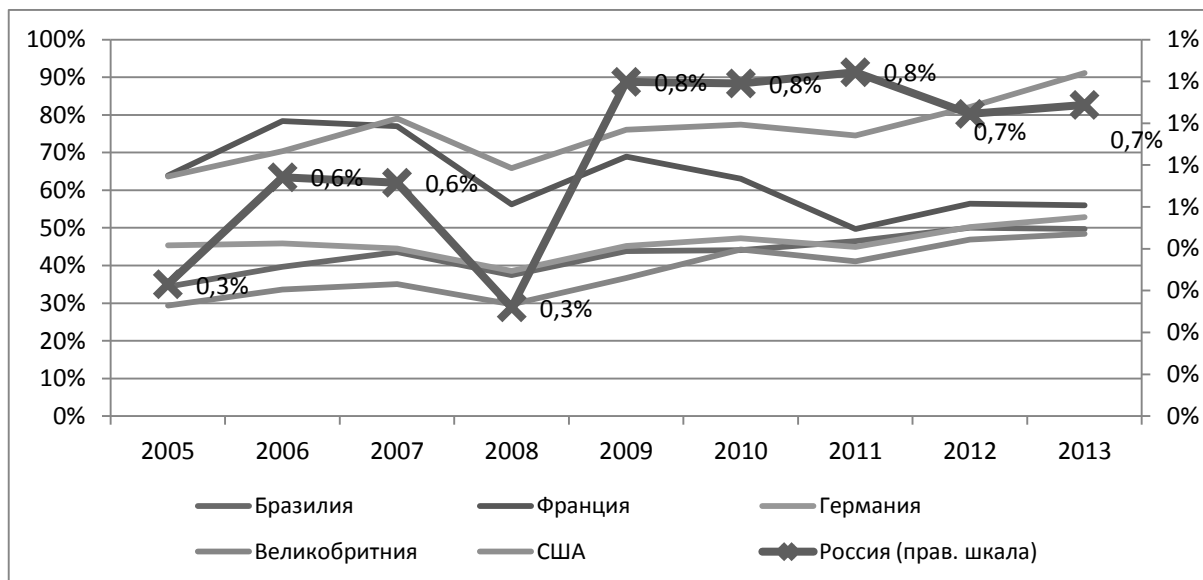
Таблица 2. Наиболее доходные инструменты инвестирования в 2010-2015 г/г (в %) [4]

2010	2011	2012	2013	2014	2015
REITs 27.8 %	REITs 8.3 %	REITs 19.7 %	Small Cap 38.8 %	REITs 28.0 %	REITs 2.8 %
Small Cap 26.9 %	Fixed Inc. 7.8 %	High Yield 19.6 %	Large Cap 32.4 %	Large Cap 13.7 %	Large Cap 1.4 %
EM Equity 19.2 %	High Yield 3.1 %	EM Equity 18.6 %	DM Equity 23.3 %	Fixed Inc. 6.0 %	Fixed Inc. 0.6 %
Comdty. 16.8 %	Large Cap 2.1 %	DM Equity 23.3 %	Asset Alloc 14.9 %	Asset Alloc 5.2 %	Cash 0.0 %
Large Cap 16.1 %	Cash 0.1 %	Small Cap 16.3 %	High Yield 7.3 %	Small Cap 4.9 %	DM Equity -0.4 %

На текущий момент рынок является крайне слабым по сравнению с международными аналогами. Данная тенденция скорее описывает спекулятивный и высоко рисковый характер отечественного фондового рынка, поскольку за рубежом инвесторы по большей части стремятся осуществлять более долгосрочные вложения, чем в РФ. Наличие такой тенденции говорит, прежде всего, о нарушении базовых функций ПИФа – аккумуляцию денежных средств массового потребителя. К причинам данного отставания следует дополнительно отнести диспропорции отечественного фондового рынка,

накопленные с момента начала его формирования. Превалирование в структуре инвестированных средств капитала краткосрочного характера, информационная асимметрия, отсутствие государственных реформ в период с 2001 по 2007 годы, высокая степень зависимости от движения иностранного капитала, низкий уровень финансовой грамотности и доверия широкого круга инвесторов превратили рынок в механизм распределения капитала между заинтересованными инвесторами.

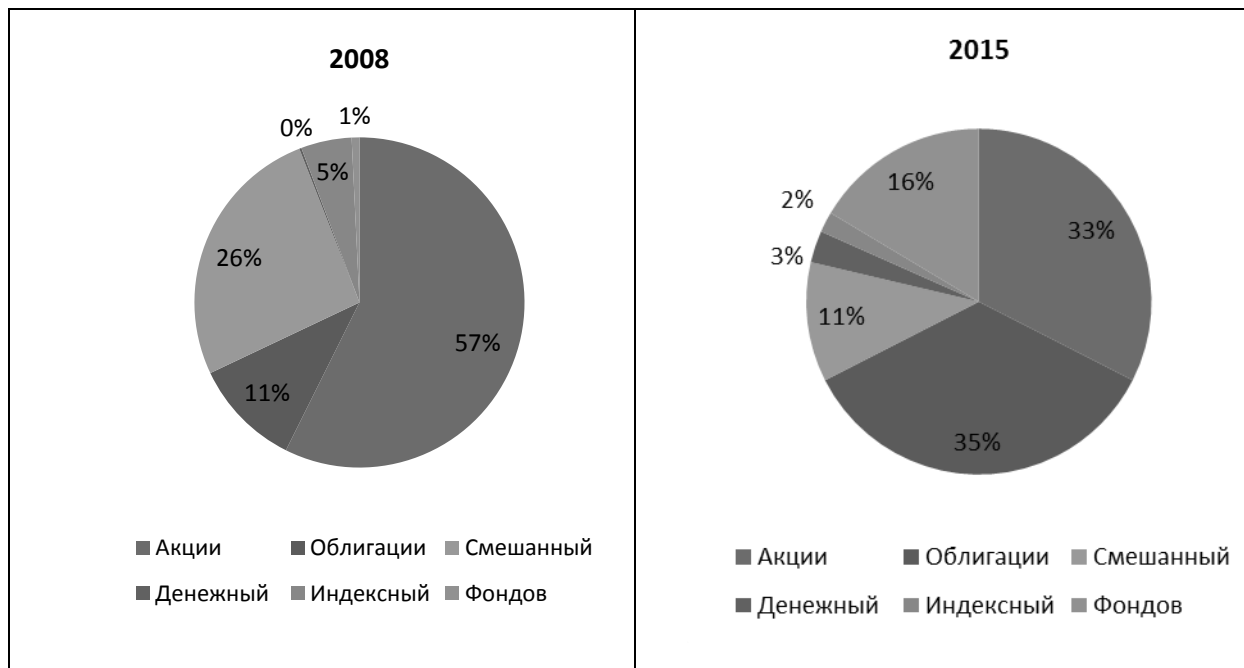
График 2. Соотношение величины СЧА к ВВП в странах с развитым фондовым рынком (в %)



Описанные параметры фондового рынка России долгое время снижали привлекательность инвестирования в бумаги отечественных компаний, из-за чего приверженность к риску широкого круга населения оставалась на минимальном уровне. Это отразилось на том, что инвестиционные предпочтения россиян стали более консервативными: наиболее востребованными инструментами на рынке до сих пор остается банковский депозит, государственные долговые ценные бумаги (ОФЗ) и недвижимость.

Данный тезис подтверждается данными по размеру СЧА инвестиционных фондов (график № 1) и, в частности, в разрезе структуры открытых ПИФов, которые являются индикаторами активности массового инвестора.

Диаграмма 2. Структура открытых ПИФов по типу активов на 2008 и 2015 годы (в %)



После мирового финансового кризиса 2008 года экономическая конъюнктура в РФ начала ухудшаться, что отразилось на динамике ВВП, темпы роста которого с 9,2 % г/г в 2008 году опустились до отрицательного значения в 3,8 % г/г по итогам 2015 г.. Это сопровождалось постоянным оттоком капитала, величина которого за рассматриваемый период \$78,58 млрд., что лишь усугубляло ликвидность отечественного фондового рынка, увеличивало волатильность и вызывало еще большую потерю доверия широкого круга инвесторов к рисковым инструментам. На этом фоне изменилась и структура розничного сегмента ПИФов: доля фондов акций снизилась на 14 п.п., смешанных на 15 п.п., а индексных на 3 п.п., в то время как более надежные фонды облигаций укрепили позиции на 24 п.п., а имеющие более диверсифицированную структуру активов фонды фондов на 15 п.п. Исходя из описанных выше данных, можно сделать вывод, что наибольшее влияние на инвестиционные предпочтения населения и, как следствие, на динамику изменения СЧА ПИФов оказывает состояние внешней экономической конъюнктуры.

Дополнительным фактором, подтверждающим наличие структурных диспропорций на рынке ПИФов, является динамика привлеченных средств на последнем этапе развития рынка.

С 2008 года рынок пережил два крупных макроэкономических шока: мировой финансовый кризис в 2008 году и продолжающийся поныне нефтяной кризис 2014 года. Именно в эти промежутки времени по ПИФам был зафиксирован наибольший отток капитала, который так и не был компенсирован в период восстановления рынка 2010-2013 гг. Однако на величину СЧА оказало наибольшее влияние именно падение в 2008 году, что говорит об увеличении эффективности работы управляющих компаний после 2010 года. Ключевой причиной для изменения влияния данных факторов оказало усовершенствование процесса регулирования рынка – в 2008 году были внесены поправки в ФЗ «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 г. №156-ФЗ, позволяющий разграничивать ПИФы для обыкновенных и квалифицированных инвесторов, что дало возможность управляющим компаниям формировать более эффективные рыночные портфели для удовлетворения нужд специфического круга лиц. Важными аспектами для рынка стали изменения в приказе ФСФР «О снижении (ограничении) рисков, связанных с доверительным управлением активами инвестиционных фондов, размещением средств пенсионных резервов, инвестированием средств пенсионных накоплений и накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих, а также об утверждении изменений в некоторые нормативные правовые акты Федеральной службы по финансовым рынкам» от 10 ноября 2009 года № 09-45/пз-н, благодаря которым управляющие компании получили доступ к рынку производных финансовых инструментов [5], т. е. к операциям хеджирования рисков, а в 2012 году были законодательно оформлены предпосылки для формирования ETF (Exchange Traded Fund) путем внесения поправок в ФЗ «Об инвестиционных фондах» [6], благодаря принятию позволяющий размещать паи фондов на организованном рынке.

Несмотря на благоприятные изменения, рынок все еще подвержен значительному влиянию внешних факторов, а поскольку для снижения степени зависимости от них необходимо проведение реформирования структуры рынка, текущие тенденции будут меняться с низкой скоростью.

#### *Литература*

1. «Концепция развития финансового рынка России до 2020 года» Москва, 2008.
2. *Тропина Ж. Н.* Эволюция институтов коллективного инвестирования российского финансового рынка. «Вестник ИЭАУ», 2015. - № 7 от 26 марта 2015 г.
3. *Перельман Е. Н.* Управление инвестиционными, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами. М., Институт МФЦ., 2011 г.
4. *Morgan J. P.* Guide to the markets. IQ 2016.
5. Приказ ФСФР от 10 ноября 2009 года № 09-45/пз-н.
6. *Носкова Е. А.* Пай выходит на биржу, «Российская Бизнес-газета», 2012. - № 855 (26) от 17 июля 2012 г.