МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
Федеральное государственное автономное образовательное учреждение
высшего образования
«ТЮМЕНСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ИНСТИТУТ
Кафедра финансов, денежного обращения и кредита

РЕКОМЕНДОВАНО К ЗАЩИТЕ
В ГЭК И ПРОВЕРЕНО НА ОБЪЕМ
ЗАИМСТВОВАНИЯ
И.о. заведующего кафедрой
канд. экон. наук, доцент
_____Е.С. Корчемкина
«18» 12 2017г.

МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ

ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ УПРАВЛЕНИЯ ПАЕВЫМИ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ФОНДАМИ

38.04.08 Финансы и кредит:
Магистерская программа «Финансовые рынки: институты, инструменты, технологии»

Выполнил
студент 3 курса
заочной формы обучения — Садков Павел Сергеевич

Научный руководитель
д-р экон. наук, доцент — Болдырева Наталья Брониславовна

Рецензент
финансовый директор
ООО «Сибгазинвест»,
д-р.экон.наук — Горн Андрей Петрович

г. Тюмень, 2017

Работа выполнена на кафедре финансов, денежного обращения и кредита Финансово-экономического института ТюмГУ
по направлению «Финансы и кредит»,
магистерская программа «Финансовые рынки: институты, инструменты, технологии»

Защита в ГЭК
протокол от _____№___
оценка _____

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ…….. 4
ГЛАВА 1. ПАЕВОЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ФОНД: ПОНЯТИЕ, ПРЕИМУЩЕСТВА И МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ.. 7
1.1. Преимущества паевого инвестиционного фонда как института коллективного инвестирования…….……... 7
1.2. Типы и механизм функционирования российского паевого инвестиционного фонда…… 11
1.3. Виды и механизм функционирования ETF…….. 20
ГЛАВА 2. АНАЛИЗ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ…….. 28
2.1. Методика оценки эффективности управления паевым инвестиционным фондом……... 28
2.2. Эффективность управления российскими паевыми инвестиционными фондами …….. 35
2.3. Оценка эффективности управления ETF…….. 52
ГЛАВА 3. ПРОБЛЕМЫ РЫНКА ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ……. 66
ЗАКЛЮЧЕНИЕ…… 74
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ……... 76
ПРИЛОЖЕНИЕ…… 83

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. В силу изменений, происходящих на финансовых рынках страны – снижение процентов по банковским вкладам, нестабильность вложений в иностранную валюту, высокую стоимость и риски инвестирования в строительство, внимание инвесторов закономерно переключается на более доходные и стабильные с долгосрочной точки зрения инструменты финансового рынка

В указанной ситуации достаточно перспективным средством привлечения финансовых ресурсов частных инвесторов на финансовый рынок является коллективное инвестирование. Организации коллективного инвестирования позволяют привлечь в данный процесс наряду с крупными инвесторами, и население, трансформировав их сбережения в инвестиции. Дальнейшее развитие коллективного инвестирования обусловлено глобализацией финансовых отношений: стабильное, успешное позиционирование России на мировом финансовом рынке во многом определяется ростом капитализации профессиональных участников рынка ценных бумаг в России.

Процесс неустойчивости фондового рынка приводит к нестабильности социально-экономического состояния национальной экономики, когда большинство крупных инвесторов не стремятся вкладывать деньги в реальную экономику. А именно сбережения частных инвесторов и домохозяйств, которые образуют основной объем ссудного капитала, являются катализатором развития фондового рынка в рыночной экономике. Поэтому особенно важным является процесс грамотного аккумулирования денежных ресурсов и их последующее инвестирование. Паевые инвестиционные фонды являются аккумулятором сбережений частных инвесторов, выполняют незаменимую роль двигателя инвестиционного процесса, способствуют установлению экономического равновесия.

Исследование обусловлено необходимостью рационального выбора паевого инвестиционного фонда инвесторам, опирающимся на свои

инвестиционные предпочтения. Вопрос оценки эффективности управления паевого инвестиционного фонда является одним из актуальных вопросов, который ставят перед собой инвесторы, выбирая наиболее привлекательные инструменты размещения средств.

В методическом плане в настоящее время подходы к решению проблемы оценки эффективности управления паевыми инвестиционными фондами носят характер общих исследований, недостаточно учитывающих особенности их функционирования, цели и потребности инвесторов.

Целью работы является оценка эффективности управления паевыми инвестиционными фондами.

Задачи работы:

- исследовать организационные и правовые аспекты деятельности паевых инвестиционных фондов;

- раскрыть методы оценки эффективности управления паевыми инвестиционными фондами;

- разработать рекомендации по комплексной оценке эффективности управления паевыми инвестиционными фондами;

- определить проблемы и перспективы развития паевых инвестиционных фондов.

Объектом исследования являются российские и иностранные паевые инвестиционные фонды.

Предметом исследования является оценка эффективности управления паевым инвестиционным фондом.

Научная новизна состоит в:

- систематизации подходов к оценке эффективности управления паевыми инвестиционными фондами;

- разработке интегрального показателя оценки эффективности управления паевым инвестиционным фондом;

- оценке эффективности управления российскими паевыми инвестиционными фондами и ETF.

Теоретические аспекты данной темы освещены в работах ряда зарубежных авторов: Гарри Марковица, Уильяма Шарпа, Джеймса Тобина, Мертона Миллера, Майрона Шоулса, Фишера Блэком и др. Из российских авторов наиболее полно и системно вопросы управления портфелем ценных бумаг рассматривает в своих работах Буренин А.Н., Евстигнеев В.Р., Тертышный С.А.

Практическая значимость работы состоит в том, что был предложен интегральный показатель оценки эффективности управления, использование которого облегчит инвестору выбор паевого инвестиционного фонда. Кроме этого, был проведен сравнительный анализ ПИФов и ETF, позволяющий инвестору принять обоснованное инвестиционное решение.

Методологической основой исследования послужили научно-практические работы зарубежных и отечественных специалистов в области принятия инвестиционных решений на фондовом рынке, а также в сфере коллективного инвестирования. В работе были использованы общенаучные методы анализа, принципы системности и комплексности, программно-аналитические средства.

Информационной базой исследования послужили законодательные акты Российской Федерации, нормативные акты Центрального банка РФ, а так же статистические материалы Федеральной службы государственной статистики, Центрального банка РФ, документы Национальной лиги управляющих. Кроме вышеперечисленных источников в работе использовались экспертные оценки и расчеты практических исследователей, публикации в средствах массовой информации, учебные и справочные пособия, материалы Интернет-ресурсов.

ГЛАВА 1. ПАЕВОЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ФОНД: ПОНЯТИЕ, ПРЕИМУЩЕСТВА И МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ

1.1. Преимущества паевого инвестиционного фонда как института коллективного инвестирования

Коллективные инвестиции являются самостоятельным сегментом финансовых рынков. Это связано с множеством факторов, спецификой финансовых институтов и оказываемых финансовых услуг. Данную отрасль рассматривается в качестве отдельного сегмента финансового рынка благодаря наличию общих особенностей регулирования этих институтов, их организационному единству, механизмам функционирования, месте в перераспределенном процессе, целевом назначении и потребительской направленности услуг.

Коллективные инвестиции – это система инвестирования через использование финансовых институтов, основанных на принципе объединения капитала. То есть, основой этой системы является идея объединения однотипных активов разных инвесторов в рамках единого инвестиционного портфеля.

Изначально регулирование данной отрасли находится у государства на особом счету. Это обусловлено тем, что любое государственное регулирование начинается с выработки концепции, которая в целом отражает позицию государства в отношении объекта регулирования и определяет его границы. На данном этапе обосновывается необходимость регулирования, определяются цели, основные принципы и направления регулирования, а также фиксируются итоговые результаты, на достижение которых оно направлено.

Цель коллективного инвестирования заключается в объединении средств отдельных инвесторов для осуществления эффективного управления ими профессионалами. Наиболее привлекательными являются схемы коллективного инвестирования для мелких инвесторов, которые не в состоянии участвовать в

прямом инвестировании как из-за недостаточности средств.

Исходя из вышеизложенного следует, что коллективные инвестиции государство рассматривает в качестве необходимого элемента экономики, позволяющего большинству населения получить то, что ей не могут предложить инструменты, ориентированные для частного инвестора [49].

В современное время одной из самых динамично развивающихся отраслей в России являются коллективные инвестиции. Необходимость использования привлеченных ресурсов обусловлена отсутствием у большинства российских предприятий реальных источников восполнения и наращивания собственных ресурсов. В связи с низким уровнем рентабельности обусловлена невозможность развития, как при помощи реинвестирования прибыли, так и эмиссией ценных бумаг. Вложения в акции и облигации акционерных обществ не могут рассматриваться как ликвидные в связи с состоянием рынка корпоративных ценных бумаг. Кредитование является одной из основных форм поддержки инвестиционных проектов в связи с неразвитостью фондового рынка.

Любому предприятию в той или иной мере присуща инвестиционная деятельность. Выделяют факторы, влияющие на принятие инвестиционного решения: вид инвестиций, стоимость инвестиционного проекта, риск, связанный с принятием решения, ограниченность финансовых ресурсов и пр. Разные причины могут быть связаны с необходимостью инвестиций, как и степень ответственности за принятие инвестиционного проекта.

Возможностей для инвестирования в условиях рыночной экономики достаточно много. Однако, любое предприятие ограничено в свободных финансовые ресурсах, доступных для инвестирования. Важное значение занимает фактор риска. Осуществление инвестиционной деятельности зачастую реализуется в условиях неопределенности, которая может значительно изменяться. Зачастую нельзя точно предсказать экономический эффект в момент приобретения новых основных средств. В связи с этим данные решения могут приниматься на интуитивной основе [19].

Одной из распространенных форм коллективного инвестирования являются паевые инвестиционные фонды.

Паевой инвестиционный фонд – это объединение имущества пайщиков с целью их инвестирования на рынке ценных бумаг. От других форм коллективного инвестирования паевой фонд имет следующие основные отличия:

- Отсутствие юридического лица;
- Механизм обязательного выкупа паев;
- Высокая степень государственного регулирования и информационная открытость.

В соответствии с действующим законодательством, паевой фонд представляет собой «имущественный комплекс без образования юридического лица». Эта характеристика занимает решающую роль в некоторых аспектах деятельности фонда (с точки зрения налогообложения и антимонопольного законодательства).

В настоящее время паевые инвестиционные фонды (ПИФы) пользуются популярностью не только среди институциональных инвесторов, но и среди частных инвесторов. Это обусловлено в связи с изменениями, происходящими на финансовых рынках страны, снижением процентных ставок по вкладам в банках, изменением курса доллара. Повышается восприимчивость к информации о новых способах сохранения и преумножения своих денег среди владельцев сбережений.

Проблема привлечения иностранных инвестиций в настоящее время достаточно остро стоит перед Российской Федерацией, без которых сложно себе представить полноценное развитие промышленности и осуществление крупных проектов, из-за отсутствия достаточных средств внутри страны или нежелания потенциальных инвесторов-резидентов рисковать своим капиталом.

Паевые инвестиционные фонды - это возможность вложения своих сбережений в целях их прироста, альтернативная привычным банковским вкладам и наличной валюте.

Выделяют следующие преимущества инвестиционного фонда по сравнению с индивидуальным инвестированием:

- управление активами инвестиционных фондов на профессиональном уровне. При работе на финансовом рынке необходимы специальные знания и профессиональной подготовки, которыми не обладают широкие слои населения. К тому же при коллективном инвестировании требуется оперативная информация о финансовых активах, профессиональных участниках рынка ценных бумаг, о состоянии и тенденциях рынка и т.д., анализом которой занимаются целые подразделения. Но и этого недостаточно. Кроме правильного принятия профессионального решения требуется еще во время деятельности фонда реализовывать их на практике. Естественно, даже крупный индивидуальный капитал не обладает такими возможностями. Возникает потребность в помощи профессионалов финансового рынка. Инвестирования через инвестиционные фонды, активы которых управляются только профессиональными участниками рынка ценных бумаг, имеющими соответствующее разрешение со стороны государства (лицензию) – это одна из таких возможностей;

- уменьшение риска инвестирования. Деятельность на финансовых рынках сопряжена с риском. Риск вложений средств в инвестиционный фонд уменьшен за счет диверсификации активов фонда. Формирование инвестиционного портфеля фонда осуществляется из множества ценных бумаг, имеющих разную доходность и степень риска. В результате происходит снижение риска по сравнению с индивидуальными инвестициями. Инвестиции, сделанные через инвестиционный фонд, обеспечивают необходимую степень диверсификации вложений, недоступную при самостоятельном выходе мелкого инвестора на финансовый рынок;

- уменьшение затрат при управлении инвестициями. Инвестиционный фонд в качестве крупного инвестора позволяет снизить затраты на управление инвестиционным портфелем при совершении сделок на фондовом рынке, кроме этого снижаются операционные и накладные расходы в расчете на единицу

инвестирования (затраты на перерегистрацию прав собственности, информационное аналитическое обслуживание и т. д.);

- высокая надежность вложений. В силу того, что деятельность инвестиционных фондов затрагивает интересы множества пайщиков, то они строго контролируются государством;

- высокая ликвидность инвестиций в инвестиционные фонды. Ликвидность вложений обусловлена возможностью инвестора продать свой пай в любой момент либо на вторичном рынке, либо предъявив к погашению в управляющую компанию;

- налоговые льготы. Во многих странах инвестиции в инвестиционные фонды предусмотрены налоговые льготы для инвесторов по сравнению с индивидуальными инвестициями.

1.2. Типы и механизм функционирования российского паевого инвестиционного фонда

Управление имуществом фонда от имени его пайщиков осуществляет управляющая компания, имеющая лицензию ЦБ России. Управляющая компания действует в рамках ограничений, накладываемых существующей нормативной базой.

Другой существенной чертой паевого фонда является механизм размещения и выкупа инвестиционных паев.

В определенные периоды любой новый инвестор может приобрести новые паи, а любой пайщик фонда может подать заявку на выкуп принадлежащих ему паев.

Цена, по которой осуществляется размещение и выкуп паев, назначается по объективной рыночной оценке его имущества. Эта оценка осуществляется на основе подтвержденных рыночных цен активов фонда. При необходимости, привлекается независимый оценщик.

Необходимо подчеркнуть, что инвестиционные паи могут обращаться на

вторичном рынке: их можно приобрести при размещении паев фондом, продать самому фонду при их выкупе, а также совершать сделки с паями аналогично сделкам с любыми другими именными ценными бумагами.

Паевые фонды действуют на основе четко разработанной правовой базы и подлежат регулированию и текущему контролю со стороны ЦБ России. Вся основная информация о средствах паевого фонда и направлениях его использования публикуется управляющей компанией.

ЦБ России обеспечил жесткий государственный контроль над деятельностью паевых фондов, разделил управление и хранение активов фондов, поставила высокие требования к контролю над деятельностью фонда и его отчетностью и, что самое главное, устранил двойное налогообложение, тормозящее развитие инвестиционных, и негосударственных пенсионных фондов. Длительное формирование нормативной базы обеспечило ее высокое качество (с точки зрения интересов инвесторов). Инфраструктура паевого инвестиционного фонда приведена в соответствии с рисунком 1.

Рисунок 1 – Инфраструктура паевого инвестиционного фонда

Источник: [20]

В деятельности паевого инвестиционного фонда принимают участие следующие организации:

- Управляющая компания;
- Специализированный депозитарий;

- Специализированный регистратор;

- Другие организации.

Решающую роль в деятельности фонда играет его управляющая компания. Управляющая компания осуществляет следующие функции:

- Создает паевой фонд путем подачи необходимых документов для регистрации в ЦБ России;

- Формирует имущество фонда путем проведения операций по размещению паев и их выкупу у пайщиков;

- Осуществляет управление имуществом фонда путем совершения операций на рынке.

- От имени фонда реализует права по принадлежащим ему ценным бумагам (голосует на собраниях акционеров акциями, находящихся в имуществе фонда).

Управляющая компания действует в рамках инвестиционной политики фонда, включенной в его Правила. В роли управляющей компании паевого фонда может выступить юридическое лицо, имеющее лицензию Центрального Банка.

Учет ценных активов, входящих в имущество паевого фонда, осуществляет Специализированный депозитарий, также имеющий лицензию ЦБ России. Такое разделение функций между Специализированным депозитарием и Управляющей компанией является дополнительным механизмом обеспечения интересов пайщиков фонда.

Реестр владельцев инвестиционных паев ведет Специализированный регистратор. При определенных условиях, эти услуги может выполнять депозитарий фонда.

Помимо Управляющей компании, Депозитария и Регистратора, деятельность фонда обеспечивают следующие организации:

- Агенты по размещению (выкупу) паев – могут привлекаться Управляющим на агентских началах для размещения и выкупа паев (например, в регионах).

- Независимый оценщик – в законодательно предусмотренных случаях проводит независимую оценку рыночной стоимости имущества, составляющего фонд, в частности недвижимости.

- Аудитор фонда – проводит аудит бухгалтерской отчетности паевого фонда и его управляющей компании.

Деятельность паевых фондов основывается на следующей системе договорных отношений:

- Приобретая инвестиционные паи, инвесторы заключают с Управляющей компанией паевого фонда договор о доверительном управлении переданным в фонд имуществом.

- Условиями договора о доверительном управлении являются Правила паевого фонда. Регистрация и опубликование Правил осуществляются Управляющей компанией в соответствии с частью 2 статьи 437 части первой Гражданского кодекса РФ (публичная оферта) и являются предложением инвесторам передать денежные средства в паевой инвестиционный фонд на условиях договора о доверительном управлении.

- Инвестор, желающий приобрести паи, подает Управляющей компании заявку на приобретение паев. Такая заявка рассматривается как акцепт публичной оферты.

- Моментом заключения между инвестором и управляющей компанией договора о доверительном управлении является более позднее из двух событий: момент поступления денежных средств в оплату инвестиционных паев на счет, на котором хранятся денежные средства фонда, или подача заявки.

- Между Управляющей компанией и Специализированным депозитарием, а также другими организациями, заключаются соответствующие договора, который предоставляются в ЦБ России при регистрации Правил фонда.

Размеры вознаграждения, которые могут получать от фонда Управляющая компания и другие организации, лимитирован сверху. Все расходы, превышающие установленный лимит, обязана производить за свой счет Управляющая компания. Предельные суммы всех расходов

устанавливаются в Правилах фонда.

Схема работы паевого фонда предполагает серьезные управленческие преимущества, по сравнению с индивидуальным инвестированием на финансовых рынках. Основой этих преимуществ оказывается единство подходов к управлению вложенными средствами. Если обычная финансовая компания, осуществляющая брокерскую деятельность или доверительное управление, должна рассматривать средства каждого клиента по отдельности, то управляющая компания управляет всем фондом как единым инвестиционным портфелем.

Единство инвестиционного портфеля фонда порождает следующие преимущества:

- Повышенный профессионализм управления. Обычная финансовая компания не может позволить себе предоставить профессионального управляющего каждому клиенту. Управляющая компания паевого фонда способна держать команду профессионалов, совместно работающих над управлением единым инвестиционным портфелем фонда.

- Низкие издержки управления на рубль вложенных средств. По мере роста размеров фонда, издержки на управление им растут непропорционально медленно. Кроме того, поскольку паевой фонд не является юридическим лицом, у него нет совета директоров, правления или дирекции, ему не требуется проводить общие собрания акционеров.

По сравнению с другими формами инвестирования, паевые фонды имеют достаточно высокую степень защищенность интересов инвестора. Это преимущество определяется следующими факторами:

- Детальной проработанностью системы нормативных актов, регулирующих деятельность паевых фондов.

- Жесткой системой лицензирования основных участников механизма работы паевых фондов.

- Текущим надзором за деятельностью паевых фондов со стороны ЦБ России.

- Взаимным горизонтальным контролем между Управляющей компанией и Специализированным депозитарием.

- Информационной прозрачностью операций со средствами паевого фонда (включающей ежедневное раскрытие информации о его активах и операциях).

Основные налоговые преимущества паевого фонда порождаются его статусом имущественного комплекса без образования юридического лица.

Когда фонд получает доход от выгодной продажи ценных бумаг, то:

- Сам он не платит налог на прибыль, поскольку не является юридическим лицом.

- Его пайщики также не платят подоходный налог, поскольку считается, что они доход еще не получили. Пайщик фонда заплатит налог только тогда, когда захочет получить свои деньги, потребовав у фонда выкупа своих паев или продав паи на вторичном рынке.

Такая схема налогообложения выгодна пайщикам не только потому, что они получают отсрочку в уплате налогов. По особенностям российского налогового законодательства, убыточные сделки физических лиц с ценными бумагами не уменьшают налогооблагаемой базы по подоходному налогу.

Таким образом, ни один другой способ инвестирования средств на рынок ценных бумаг не имеет такой удобной схемы налогообложения. Действительно:

- Если человек самостоятельно покупает и продает ценные бумаги, то налоги с него удерживаются по каждой сделке.

- Если человек доверяет свои деньги посреднику – банку или инвестиционной компании, которые торгуют за свой счет, то налоги по каждой сделке приходится платить этому посреднику как налоговому агенту, что постоянно уменьшает общую сумму инвестиций.

В паевом же фонде индивидуальный инвестор может получить возможность уплачивать налог тогда, когда забирает свои деньги с рынка ценных бумаг.

Операции с паями, как ценной бумагой, освобождены от

налогообложения НДС.

Инвестор может вложить средства в паевой инвестиционный фонд путем приобретения инвестиционных паев в процессе их размещения.

Приобретение инвестиционных паев осуществляется в пунктах приема заявок, организованных управляющей компанией или агентами по размещению и выкупу паев.

Для приобретения пая инвестор подает в пункт приема заявок Заявку на приобретения паев, в которой указывает сумму, которую он намерен вложить в паевой фонд. Паи могут приобретаться исключительно за денежные средства. Исключение составляет случай приобретения паев при формировании закрытого фонда недвижимости, когда оплата приобретаемых паев может производиться имуществом, вносимым в фонд.

Размещение паев производится:

- При размещении – по цене, указанной в Правилах фонда;

- При дополнительном приобретении - по цене, определяемой в порядке, предусмотренном Правилами фонда.

Стоимость имущества фонда может изменятся, как и стоимость одного пая в зависимости от ситуации на фондовом рынке, Стоимость пая рассчитывается ежедневно, и в упрощенном варианте равна:

$$P_{ПИФ}=\frac{\text{Активы ПИФа - Обязательства ПИФа}}{\text{число проданных паев}} \quad (1)$$

где Активы ПИФа – это стоимость всех финансовых активов, принадлежащих фонду;

Обязательства ПИФа – имеющиеся на момент обязательства по оплате услуг финансовых посредников, образующих инфраструктуры ПИФа [20].

Факт приобретения паев удостоверяется Специализированным регистратором паевого инвестиционного фонда, имеющим лицензию ЦБ России. Пайщик получает на руки выписку, выданную Специализированным

регистратором, которая является первичным бухгалтерским документом по учету паев.

В тот же самый период размещения и выкупа паев (в открытом фонде – ежедневно) владельцы паев могут подать заявку на выкуп своих паев. Выкуп производится по той же самой цене (цена выкупа и размещения могут отличаться только на размер законодательно предусмотренной скидки управляющей компании).

Действующее сегодня законодательство предусматривает следующие типы паевых инвестиционных фондов: открытые, интервальные, закрытые и биржевые. Такая классификация относится к периоду обращения паев.

Открытый паевый инвестиционный фонд – это фонд, в котором управляющая компания принимает на себя обязательство выкупить выпущенные ею инвестиционные паи по требованию инвестора в любой рабочий день, установленный правилами паевого фонда.

В открытом фонде инвесторы могут выкупать и продавать паи каждый рабочий день. Приобрести пай или погасить его в любой рабочий день можно по первому требованию их владельцев.

Открытые фонды значительно отличаются от закрытых как по составу инвесторов, так и по объектам инвестирования; открытые — для массового инвестора, закрытые — для крупных инвесторов.

Открытые фонды проводят размещение и выкуп паев ежедневно. Это означает, что они принципиально не могут осуществлять вложения в активы сроком реализации, превышающим несколько дней.

Интервальный ПИФ – это фонд, в котором управляющая компания принимает на себя обязательство выкупить выпущенные ею инвестиционные паи по требованию инвестора в срок, установленный правилами паевого фонда, но не реже одного раза в год.

В отличие от открытого паевого фонда, интервальный паевой фонд назначает периоды размещения и выкупа паев с определенной периодичностью, например, раз в квартал. Пайщик может вложить свои

средства в интервальный паевой фонд и подать заявку на выкуп своих паев только в период размещения и выкупа.

Закрытый ПИФ – это фонд, в котором управляющая компания не принимает на себя обязательство выкупить выпущенные ею инвестиционные паи по требованию инвестора до истечения срока действия договора доверительного управления.

Закрытые фонды создаются на определенный срок (не ограниченный одним годом), в начале которого производится размещение паев, а в конце фонд ликвидируется и средства возвращаются пайщикам. Управляющая компания и пайщики имеют возможность принимать решение о дополнительном размещении или выкупе паев в течение срока жизни фонда. Такая схема работ дает возможность закрытым паевым фондам вкладывать средства в сравнительно более долгосрочные и, как правило, более доходные проекты. При этом владельцы паев закрытого паевого инвестиционного фонда будут иметь определенные права на управление фондом.

Понятие «биржевой паевый инвестиционный фонд» в России получило право на существование с принятием Федерального закона № 145-ФЗ от 28.07.2012 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Инвестиционный пай биржевого паевого инвестиционного фонда удостоверяет также право владельца этого пая в любой рабочий день требовать от уполномоченного лица покупки инвестиционного пая по цене, соразмерной приходящейся на него доле в праве общей собственности на имущество, составляющее этот фонд, и право продать его на бирже, указанной в правилах доверительного управления паевым инвестиционным фондом, на предусмотренных такими правилами условиях [38].

Паи биржевых паевых инвестиционных фондов свободно обращаются на бирже, что позволяет совершать с ними сделки самостоятельно. В соответствии с российским законодательством пай является ценной бумагой, с которой можно совершать сделки купли-продажи. Данные операции называются

вторичным обращением паев. Они могут происходить на внебиржевом рынке и непосредственно на бирже. На внебиржевом рынке организаторами торгов выступают инвестиционные компании или банки, которые, как правило, являются аффилированными структурами компаний, которые управляют паевыми инвестиционными фондами. Они подают свои котировки на покупку и продажу паев, исходя из динамики их стоимости.

По направлениям инвестирования ПИФы подразделяют на следующие категории:

- фонд финансовых инструментов;
- фонд недвижимости;
- комбинированный фонд;
- фонд рыночных финансовых инструментов [48].

Прибыль, получаемая в рамках деятельности фонда, не облагается соответствующим налогом в связи с тем, что ПИФ не является юридическим лицом. Налоги с пайщика не взимаются, до момента пока средства пайщика находятся в ПИФе. Обязанность уплаты налога возникает только при продаже принадлежащих пайщику инвестиционных паев и в случае получения им инвестиционного дохода.

Но доходность от вложения в ПИФы государством не гарантирована в отличие от депозита в банке. Инвестор сам несет риск убытков и должен, перед тем как решиться на покупку пая, ознакомиться с инвестиционной декларацией, чтобы выбор инвестиционной стратегии был сознательным [20].

1.3 Виды и механизм функционирования ETF

В настоящее время приобретают популярность биржевые инвестиционные фонды, являющиеся инструментом коллективного инвестирования и сочетают в себе все его преимущества, такие как максимальная законодательная защита вложений, возможность

профессионального управления, низкие издержки и относительно малый размер инвестиций.

ETF (Exchange Traded Fund, биржевой инвестиционный фонд) – это инструмент коллективных инвестиций, созданный на базе фондовой инфраструктуры и допущенный к обращению на бирже для неограниченного круга лиц, имеющий эффективный механизм выпуска и погашения акций через уполномоченных лиц (авторизованных участников). Как правило, ETF отслеживает индекс акций или облигаций (например, MSCI Germany, Barclays Emerging Markets Tradable Russian Corporate Bond (EMRUS) Index) или металла (золота). Торгуется на Московской бирже и других мировых биржевых площадках как акция [23].

Акции ETF фонда – это упаковка, которую выпускает компания-провайдер. В этом продукте портфель из бумаг. Есть первичный рынок, где компания собирает необходимые пакеты, есть вторичный (биржа), где любые желающие могут приобрести ETF. Следовательно, если количество акций на бирже заканчивается, провайдер докупает еще необходимое количество ценных бумаг и под их обеспечение выпускает еще акции ETF. Все это происходит в течение 1-2 дней. Частные инвесторы покупают паи на вторичном рынке уже у сторонних продавцов (маркет-мейкеров, брокеров, других трейдеров и др.). Ликвидность такого инструмента, напрямую связана с ликвидностью тех активов, в которые он инвестирует. Крупный покупатель ETF, по сути, является крупным покупателем соответствующих активов, только об этом никто не знает. Собственником бумаг выступает ETF – провайдер. Львиная доля вложений ETF фондов – это самые популярные инструменты в мире. Как показывает мировая практика, на биржах обращаются в основном фонды пассивного управления, в структуре ETF доля активно управляемых фондов не более 1% от общего числа фондов. На Московской бирже торги акциями ETF фондов производятся в основном режиме и режиме переговорных сделок (РПС). Контроль цен между стоимостью ETF и реальной стоимостью бумаг (индекса), осуществляет уполномоченный участник. Например, при снижении

цен паев, компания начинает их скупать и продавать уже в виде реальных бумаг, которые входят в фонд. С одной стороны цена выравнивается за счет спроса, с другой профучастник зарабатывает на арбитраже [23].

Ключевыми участниками процесса обращения являются провайдер ETF, уполномоченное лицо, маркет-мейкер. Провайдер ETF проводит эмиссии ценных бумаг на первичном рынке только крупными блоками (creation units) и только среди Уполномоченных лиц (Authorized Participants). Уполномоченное лицо – инвестиционная или брокерская компания, приобретающая и погашающая ценные бумаги ETF фонда в виде крупных блоков (creation & redemption units). Процедура подписки/погашения блоков между Провайдером ETF и Уполномоченным лицом может осуществляться как путем «натурального» обмена (in-kind) ценных бумаг фонда на базовые активы, так и в денежной форме. Уполномоченное лицо может являться также и маркет-мейкером в отношении ценных бумаг ETF фонда [26]. Механизм обращения ETF приведен в соответствии с рисунком 2.

Рисунок 2 – Принцип обращения фондов ETF

Источник: [26]

Акции ETF фонда – это упаковка, которую выпускает компания-провайдер. В этом продукте портфель из бумаг. Есть первичный рынок, где

компания собирает необходимые пакеты, есть вторичный (биржа), где любые желающие могут приобрести ETF. Следовательно, если количество акций на бирже заканчивается, провайдер докупает еще необходимое количество ценных бумаг и под их обеспечение выпускает еще акции ETF. Все это происходит в течение 1-2 дней. Частные инвесторы покупают паи на вторичном рынке уже у сторонних продавцов (маркет-мейкеров, брокеров, других трейдеров и др.). Ликвидность такого инструмента, напрямую связана с ликвидностью тех активов, в которые он инвестирует. Крупный покупатель ETF, по сути, является крупным покупателем соответствующих активов, только об этом никто не знает. Собственником бумаг выступает ETF – провайдер. Львиная доля вложений ETF фондов – это самые популярные инструменты в мире. Как показывает мировая практика, на биржах обращаются в основном фонды пассивного управления, в структуре ETF доля активно управляемых фондов не более 1% от общего числа фондов. На Московской бирже торги акциями ETF фондов производятся в основном режиме и режиме переговорных сделок (РПС). Контроль цен между стоимостью ETF и реальной стоимостью бумаг (индекса), осуществляет уполномоченный участник. Например, при снижении цен паев, компания начинает их скупать и продавать уже в виде реальных бумаг, которые входят в фонд. С одной стороны цена выравнивается за счет спроса, с другой профучастник зарабатывает на арбитраже [23].

Таблица 1.1

Участники процесса выпуска, обращения и погашения паев ETF

Организация	Функция	Деятельность
FinEX Funds PLC	Эмитент	Зонтичная инвестиционная компания, выпускает и погашает паи ETF
FinEX Capital Management	Инвестиционный менеджер	Управление активами фонда

Продолжение таблицы 1.1

Irish Central Bank и ESMA	Финансовые регуляторы	Выносит решение об одобрении проспекта эмиссии, осуществляет мониторинг деятельности фонда
Bank of New York Mellon Trust/ Fund Services	Кастодиан Администратор	Организует учет и сегрегированное хранение активов фонда Оказывает административные услуги, такие как расчет СЧА и подготовку отчетов
Goldenberg Otkritie Securities Limited	Маркет-мейкеры	Поддерживает двухсторонние котировки паев
Goldenberg Otkritie Securities Limited, Barclays PLC и др.	Авторизованные участники	Организует первичный рынок размещения (выпуск/погашение) паев ETF, напрямую торгуют с эмитентом
MSCI	Индекс-провайдер	Лицензирует использование индекса MSCI
ISE, Московская биржа	Биржи	Проведение организованных торгов акциями ETF
PWC	Аудитор	Ежегодный аудит фондов FinEX ETFs
Kinetic Partners, A Division of Duff & Phelps	Независимый контроллер	Осуществление независимого мониторинга в интересах совета директоров Эмитента

Источник: [23]

Физически ETF представляет собой хранилище ценных бумаг, куда включаются акции перечисленных в фиксированном списке компаний. Когда инвестор покупаете новые ETF, то где-то далеко в Лондоне специальный робот покупает настоящие живые акции компаний из индекса фонда этого ETF.

Индекс — это инструкция, чьи акции и в каких пропорциях можно покупать. Когда вы покупаете ETF на вторичном рынке (на бирже), вы просто получаете право владения этими акциями.

Причина быстрого роста ETF в том, что они превосходят по эффективности взаимные фонды, точнее отслеживая индекс-бенчмарк, предлагая биржевую ликвидность вдобавок к ликвидности первичного рынка (рынка подписки и погашения большими лотами).

В соответствии с разъяснениями Банка России, ценные бумаги FinEx ETF могут быть квалифицированы в качестве акций иностранного инвестиционного фонда. Основанием является Положение о квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг, утвержденное приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 23 октября 2007г. № 07-105/пз-н.

Эмитируют акции ETF иностранные компании с переменным капиталом, в случае FinEx ETF – это FinEx Funds Plc и FinEx Physically Backed Funds Plc, акции которой принадлежат конечным инвесторам, и инвестиционный менеджер не обладает уникальными правами в отношении решений, принимаемых фондовой компанией. Создание новых акций ETF возможно только после передачи соответствующих дополнительных активов в фонды компаний.

Инвестиционный менеджер FinEx Capital Management регулируется Financial Conduct Authority (FCA, Великобритания), зонтичные структуры по выпуску ETF – FinEx Funds plc и FinEx Physically Backed Funds plc – регулируются Центральным Банком Ирландии и панъевропейским регулятором ESMA.

Основной механизм обеспечения ликвидности фондов – работа профессиональных маркет-мейкеров Goldenberg Hehmeyer (Великобритания) и БД Открытие (Россия). Они обеспечивают необходимую глубину рынка и узкие спреды (минимальную разницу между ценами покупки и продажи акций). В любой момент инвестор может приобрести ETF на сумму 10-15 млн руб., после

чего маркет-мейкер немедленно "подставит" новый объем без расширения спредов. Таким образом, поддерживается размер заявок на покупку и продажу по каждому из фондов, достаточный для исполнения рыночных заявок клиентов.

Допуск к обращению ETF на Московской бирже регламентируется законодательной базой РФ, регламентирующей допуск иностранных ETF для неограниченного круга лиц: ФЗ-39 "О рынке ценных бумаг" ст. 51.1 о допуске иностранных ценных бумаг и Приказ ФСФР 10/5 пз-н о нормах допуска непосредственно ETF [23].

Существуют следующие основные разновидности биржевых инвестиционных фондов ETF в зависимости от базового актива, лежащего в их основе:

– индексные фонды – структура портфеля данных ETF основана на фондовых индексах различных бирж мира, например, на американских индексах S&P 500 Index, Dow Jones Index, немецком DAX, российском RTSI;

– отраслевые фонды, основанные на индексах отдельных отраслей экономики, например, финансового или металлургического сектора;

– облигационные фонды – ETF фонды, инвестирующие в различные государственные или корпоративные облигации;

– товарные фонды, состоящие из активов сырьевых рынков, например, драгоценных металлов или нефтепродуктов;

– валютные фонды – ETF на корзины валют. Данный вид биржевых фондов позволяет инвестору при покупке хотя бы одного контракта инвестировать свои средства сразу в несколько валют.

Также можно классифицировать инвестиционные биржевые фонды по стилю управления:

– ETF с использованием опционов – тип фондов, предполагающий включение в свой портфель производных финансовых инструментов;

– маржинальные ETF – биржевые фонды, предполагающие использование заемных средств при совершении торговых операций;

– инверсивные ETF – тип фондов, динамика курса которых полностью противоположна изменению индексов, лежащих в их основе;

– ETF компаний с высокими дивидендами – фонды, ориентирующиеся на акции компаний, выплачивающих дивиденды выше средних значений по определенному сегменту фондового рынка;

– ETF меняющихся секторов – фонд, основанный на стратегии ротации секторов или ротации лидеров секторов, демонстрирующих наиболее высокие результаты по приросту стоимости [3].

ГЛАВА 2. АНАЛИЗ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ

2.1. Методика оценки эффективности управления паевым инвестиционным фондом

Под управлением паевого инвестиционного фонда понимается:

– механизм определения объектов инвестирования, вложение средств фонда, в целях долгосрочного увеличения стоимости пая надзор за эффективностью размещения средств;

– набор методов и приемов вложения средств фонда в целях долгосрочного увеличения стоимости пая [9].

Желание инвестора, собирающегося инвестировать средства в один из фондов, сделать аргументированный выбор в пользу одного из них является основой оценки эффективности управления паевыми инвестиционными фондами.

Эффективность демонстрирует, как управляющий паевым инвестиционным фондом осуществляет реализацию целей и достижение запланированных результатов. Отличие в инвестиционных целях инвесторов создает потребность в оптимизации показателей ПИФов – доходности, риска и ликвидности активов.

Процесс формирования портфеля занимает существенную роль в оценке эффективности. Этапы формирования портфеля паевого инвестиционного фонда:

1 этап – формирование первоначальной структуры портфеля исходя из требований законодательства и внутренних нормативных документов управляющей компании;

2 этап – определение стиля управления паевым инвестиционным фондом (активный, активно-пассивный или пассивный);

3 этап – определение требуемого уровня риска и доходности фонда;

4 этап – создание методологии выбора финансовых инструментов и управления рисками портфеля паевого инвестиционного фонда. После того, как портфель паевого инвестиционного фонда сформирован, следует осуществлять постоянный мониторинг. Сбалансированная методика управления инвестиционным портфелем основана на осуществлении оценки эффективности управления портфелем и комплекс мер, позволяющих управлять структурой портфеля паевого фонда [9].

К оценке эффективности управления ПИФами выделяют различные подходы. Они включают в себя анализ качественных и количественных показателей, так, исходя из коэффициентов с дальнейшим определение баллов группам рассматриваемых фондов составляется рейтинг ПИФов.

Исследуемые подходы возможно разбить на следующие группы:

- базовые подходы к оценке;
- подходы, сформированные исходя их фундаментальных исследований портфельного инвестирования и менеджмента;
- прочие методики оценки.

К группе базовых подходов относят подходы, которые основаны на абсолютных показателях, осуществление сравнения с выбранным эталоном.

Большую часть методик оценки эффективности управления ПИФами относят ко второй группе. В рамках данных методик выделяют следующие показатели эффективности управления: Шарпа, Трейнора, Янсена, Швагера и пр.

Прочие методики оценки, как правило предлагают самостоятельную разработку коэффициентов и показателей, которые рассматривают с разных сторон эффективность управления ПИФами.

Исследует данные подходы к оценке эффективности управления ПИФами.

Согласно базовому подходу осуществляется краткосрочный рейтинг фондов рейтинговыми агентствами Росбизнескосалтинг, Национальной лигой управляющих. Показатель доходности определяется не только на выбранную

дату, но и за предшествующие годы управления инвестиционным портфелем. Эта оценка является двухфакторной, показывающей динамику доходности паев и стоимости чистых активов (СЧА) фондов.

Данные параметры сравниваются с эталонными показателями – доходность безрискового актива и с информацией о доходности рыночных индексов. Эта оценка не учитывает риски вложения средств и является однобокой.

На фундаментальных исследованиях портфельного инвестирования и менеджмента используются подходы, использующие коэффициенты: β, α.

Коэффициент β описывает относительное изменение доходности портфеля акций или облигаций по сравнению с доходностью рынка. Коэффициент демонстрирует действия рынка на изменение доходности портфеля. Более рискованными, чем рынок являются активы при β больше 1, а менее рискованными при β меньше 1.

Коэффициент β определяется исходя из уравнения линейной регрессии динамики активов от динамики соответствующего индексного портфеля. При этом для определения можно взять как сами доходности, так и избыточные доходности (доходность за вычетом доходности безрискового актива) в качестве временных рядов.

Оценка эффективности фондов при помощи SML (security market line – характеристической линии) впервые была предложена Шарпом.

Исходя из определенной β возможно рассчитать коэффициент α, характеризующий превышение среднего роста пая фонда на предполагаемым ростом пая. Чем более высокое значение этого коэффициента, тем выше качество управлении.

Коэффициент α рассчитывается по формуле:

$$\alpha_p = \alpha r_p - \beta \times \alpha r_m, \qquad (2)$$

где αr_m - средняя доходность рыночного портфеля.

Так, продемонстрировано, что разность между средней доходностью портфеля (αr_p) и доходностью соответствующего эталонного портфеля, обозначенной αr_{br} является одной из мер эффективности, построенной на принципе учета риска. Данная разница получила название апостериорная α портфеля (или дифференциональная доходность) и обозначается αr_p:

$$\alpha_p = \alpha r_p - \alpha r_{br}, \tag{3}$$

Положительное значение α_p портфеля говорит о высокоэффективным управлении по причине превосходства средней доходности над доходностью эталонного портфеля. Отрицательное значение означает низкоэффективное управление, в связи с тем, что значение средней доходности портфеля было меньше, чем доходность эталонного портфеля.

Коэффициент Трейнора («доходность-изменчивость»), обозначаемый $RVOL_p$, определяется как отношение избыточной доходности к рыночному риску:

$$RVOL_p = \frac{\alpha r_p - \alpha r_f}{\beta_p}, \tag{4}$$

где αr_p - средняя доходность фонда за определенный временной период;

αr_f - средняя доходность безрискового актива;

β_p - бета фонда.

Крупными зарубежными агентствами при оценке эффективности управления фондами этот показатель достаточно часто применяется.

Коэффициент Шарпа является как один из наиболее известных способов

оценки эффективности управления портфелем и сравнения результатов работы инвестиционных фондов, который рассчитывается как отношение превышения доходности фонда над доходностью безрискового актива к стандартному отклонению (риску портфеля фонда):

$$RVAR_p = \frac{\alpha r_p - \alpha r_f}{\sigma_p}, \qquad (4)$$

где αr_p – средняя доходность фонда за определенный временной период;

αr_f – средняя доходность безрискового актива;

σ_p – стандартное отклонение (риск портфеля фонда).

При определении обоих коэффициентов числитель одинаков, но отличие состоит в том, что при расчете коэффициента Шарпа – стандартное отклонение, т.е. риск портфеля фонда, а при расчете коэффициента Трейнора в знаменателе стоит β, т.е. рыночный риск. По этой причине возможно отличие результатов оценки при сравнении обоих фондов.

Отношение прибыль/убытки является одним из показателей, оценивающим ПИФы. Этот показатель был предложен Швагером и имеет следующий вид:

$$AGRP = \frac{AAR}{AAMR}, \qquad (6)$$

где AAR– среднее арифметическое годовых прибылей;

AAMR– среднее значение максимальных годовых снижений стоимости активов.

Снижение стоимости активов для каждого года определяется как процентное снижение от предшествующего максимума активов до минимума активов этого года.

Метод составления рейтинга ПИФов Standard&Poor’s является во многом неформальным: кроме анализа числовых значений и отчетности об итогах работы осуществляются встречи с руководителями. Анализ значений доходности и волатильности фондов на определенном интервале времени не является основной целью работы, а большее внимание уделяется пониманию фундаментальных принципов деятельности управляющего, его философии и стиля бизнеса. Это является более важным, чем расчет показателей оценки эффективности управления. Аналитики S&P считают, что стиль управления активами и корпоративная культура являются более существенными для выполнения перед инвесторами поставленных целей предыдущие показатели деятельности не могут являться залогом будущих успехов.

В итоге фонду может быть присвоен следующий рейтинг:

AAA – исключительно высокий уровень управления активами и последовательно постоянное превышение результатов деятельности фондов;

AA – очень хороший уровень управления и постоянное превышение среднего уровня;

A – хороший уровень управления и постоянное превышение среднего.

Рейтинговое агенство Moody’s в своей методике ползуется разбивкой фондов на 24 категории, которые объединяются сводятся в три композитных сектора, характеризующих отрасль в общем. С помощью данной методики инвесторы оценивают доходность и риск, определяют качественные характеристики портфеля фонда и прогнозируют будущие результаты. Эта методика основана на достаточно серьезных статистических методах, таких как факторный и кластерный анализ, экспертная оценка опыта и деловой репутации менеджмента. Инвесторы ей используется для сравнений своего отношения к риску со стилем управления фонда и определения срока инвестирования.

Хотя и подходы рейтинговых агентств имеют внешние отличия, но они также обладают общими основополагающими принципами:

- классификация и категорирование фондов;

- для каждой категории определяется или вычисляется объективный

показатель, по отношению к которому возможно сказать об успешности инвестиций;

- показатель доходности фонда должен быть связан с показателем рискованности инвестиций;

- требуется объяснять потребителям причины, по которым фонд занимает ту или иную позицию в таблице рейтингов в двух основных разрезах: состав портфеля и менеджмент.

Оценки эффективности управления ПИФами в России является пока довольно узкой. Определяется текущая стоимость паев, по которой высчитывается доходность фондов, размер расходов.

Различные подходы для оценке эффективности, качества управления фондами предлагают агентства, управляющие компании и эксперты в области коллективного инвестирования.

Коммерсант разработал собственную методику для рейтингования паевых инвестиционных фондов. Сравнение фондов осуществляется по трем параметра: качество управления, доходность, риск.

Выставляется одна из трех оценок по каждому параметру: А – лучше рынка, В – на уровне рынка, С – ниже рынка.

Однако, по данной методике возникает сложность оценки получаемых результатов для любого инвестора, к примеру рейтинг ПИФа САА значит, что качество управления находится на низком уровне, а доходность и риск на высоком. Также в одной группе фондов могут оказаться разные типы (открытые, закрытые), что затрудняет сравнение.

Хотя имеются работы, носящие фундаментальный характер оценки - Шарпа и других исследователей, крупнейшими рейтинговыми агентствами в настоящее время появились работы, предлагающие оценку при помощи специальных, уточняющих показателей.

К данным методикам необходимо отнести принципы УК Пиоглобал, УК АВК, Недосекина А.О., Каролюк М.

Так, методика Ощепкова А. и Волынкина К. из компании «ПИО-ГЛОБАЛ

Эссет Менеджмент» основана на графическом анализе при помощи кластерной оценки ПИФов с выделением четырех групп фондов: фонды низкого риска, фонды средневысокого риска и фонды высокого риска.

Чем короче вектор, тем стабильнее фонд. Смысл подхода и теория полезности указывают, что фонды, расположенные на одной плавно изгибающейся вверх кривой, одинаковы по качеству. Чем выше и левее кривая «безразличия», тем выше качество фонда на рассматриваемом инвестиционном горизонте.

Кухоцкий К, Лысцов А., Окулов В. Из управляющей компании АВК предлагают оценивать эффективность управления ПИФами при помощи эталонных показателей – ПИФ-индексов (композитные индексы). Актуальность данной методики обусловлена необходимостью выбора так называемого эталона (бенчмарка), по которому будет осуществляться анализ деятельности фондов. Характерной чертой методики является учет нормативных требований к составу и структуре активов различных типов фондов [43].

Предложенный принцип построения эталонных показателей может быть использован не только для всей категории паевых фондов в целом, но и любого конкретного фонда, если его инвестиционная декларация ограничивает инвестиционные возможности более жестко, чем нормативные требования регулятора. В данном случае рассчитывается индекс для конкретного фонда оценивается эффективность управления фондом.

Все рассмотренные выше подходы к оценке эффективности управления паевыми инвестиционными фондами рассматривают исследуемый объект с разных сторон, применяя качественные и количественные характеристики.

2.2. Эффективность управления российскими паевыми инвестиционными фондами

Современный этап развития отрасли паевых инвестиционных фондов характеризуется большим их многообразием. Поэтому современное состояние

российского рынка паевых инвестиционных фондов не может не учитываться при оценке его эффективности функционирования. Рынок ценных бумаг (представляет собой ту сферу, в которой формируются основные источники экономического роста, мобилизуются и перераспределяются необходимые экономике инвестиционные ресурсы. Этот рынок является опережающим индикатором тех тенденций, которые еще только ожидают экономику в будущем, что как раз и позволяет судить о ее перспективах. В условиях глобализации мировой экономики усиливается значение фондовых рынков в аккумуляции и перераспределении инвестиционных ресурсов во многих странах, особенно в экономически развитых.

Во II квартале 2017 года количество зарегистрированных ПИФов уменьшилось до 1500. Негативное влияние на динамику оказали открытые и интервальные ПИФы. Число ЗПИФов за квартал увеличилось на один фонд. Информация о динамике изменения ПИФов приведена в соответствии с рисунком 3.

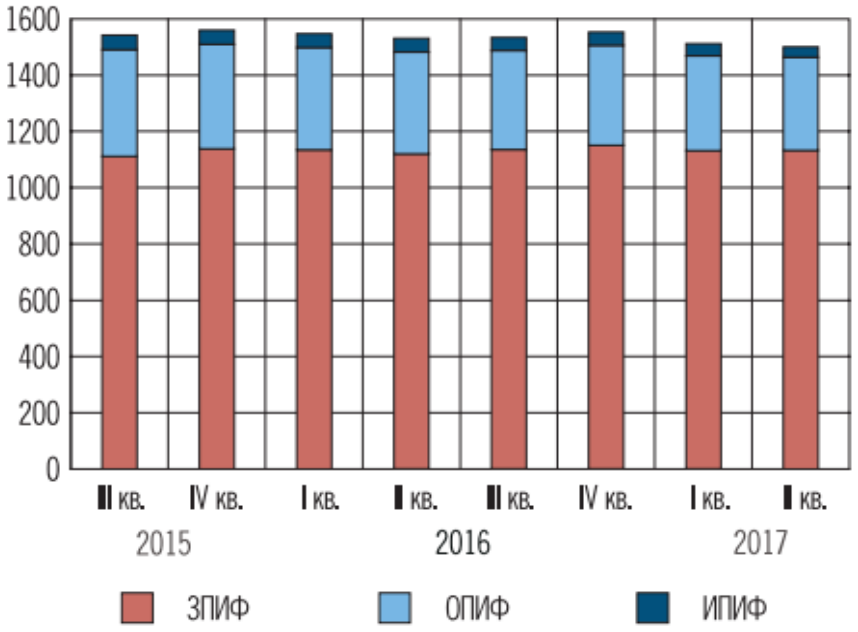

Рисунок 3 – Количество зарегистрированных ПИФов по типам, ед.

Источник: [27]

Доля ПИФов, входящих в топ-20 по стоимость чистых активов (СЧА), сократилась с 41,5 до 39,1%, а входящих в топ-100, – с 69,1 до 68%.

Количество компаний, управляющих ПИФами (УК), также уменьшилось. На конец июня на рынке работали 286 УК (минус 6 за квартал). Информация о динамике изменения управляющих компаний, осуществляющих доверительное управление паевыми инвестиционными фондами приведена в соответствии с рисунком 4.

Рисунок 4 – Количество управляющих компаний, осуществляющих доверительное управление ПИФами

Источник: [27]

По итогам квартала объем активов фондов снова опустился ниже 3 трлн. рублей. С начала апреля по конец июня 2017 года активы ПИФов уменьшились на 2,6%, до 2955,5 млрд. рублей. Пропорции данных средств к внутреннему валовому продукту за последние 12 месяцев составило 3,3% (в предыдущем

квартале – 3,5%). Информация о размере активов приведена в соответствии с рисунком 5.

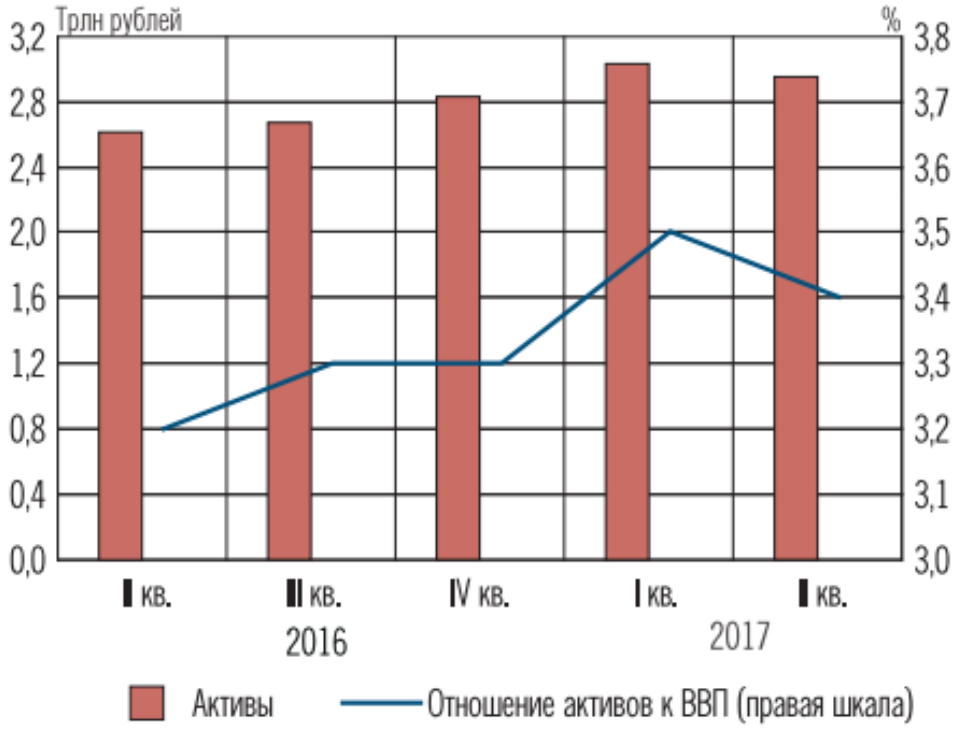

Рисунок 5 – Динамика активов ПИФов

Источник: [27]

В II квартале 2017 года СЧА ПИФов снизилась на 2,7% (-74,9 млрд. рублей в абсолютном выражении), до 2653,8 млрд. рублей. Наибольший вклад в сокращение СЧА внесла выплата дохода по инвестиционным паям ПИФов, которая по итогам квартала составила почти 63,5 млрд. рублей. Кроме того, на 31,2 млрд. рублей уменьшилась оценочная стоимость имущества. Наибольшее положительное влияние на динамику СЧА оказал доход по имуществу, составляющему паевой инвестиционный фонд, – 27,8 млрд. рублей. При этом нетто-приток инвестиций не превысил 49,6 млн. рублей, что объясняется существенным оттоком средств в результате погашения инвестиционных паев ЗПИФов (более 49,6 млрд. рублей). Информация о стоимости чистых активов фондов приведена в соответствии с рисунком 6.

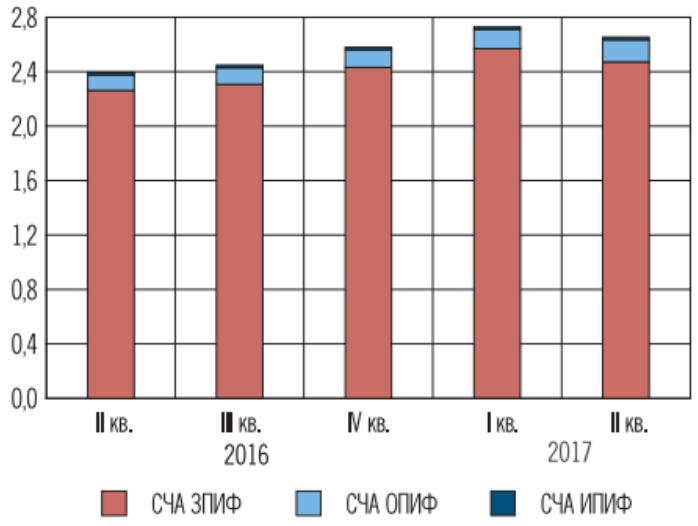

Рисунок 6 – Стоимость чистых активов по типам ПИФов (трлн. рублей)

Источник: [27]

За второй квартал наблюдался отток держателей паев интервальных ПИФов: -0,04% за квартал. Вместе с тем число владельцев паев открытых ПИФов выросло на 1,5%, до 383,7 тыс. Информация об изменении паев представлена в соответствии с рисунком 7.

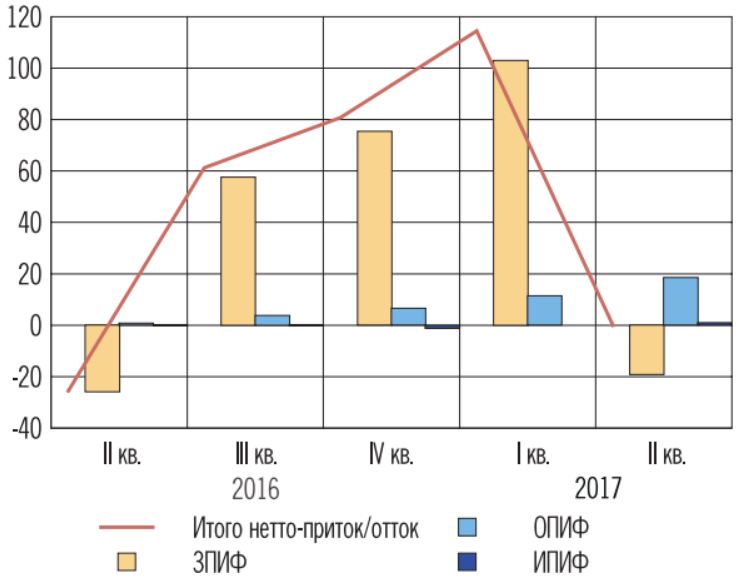

Рисунок 7 – Чистая выдача/погашение инвестиционных паев, млрд. руб.

Источник: [27]

Средневзвешенная доходность ПИФов во II квартале 2017 года составила -12% годовых при инфляции в 5,4% годовых. В то же время средневзвешенная доходность ЗПИФов – крупнейшего сектора по СЧА на рынке – упала до -13,1% годовых. ОПИФы и ИПИФы за прошедший квартал показали положительную доходность – 6,3 и 3,4% годовых соответственно. Информация о доходности и инфляции приведена в соответствии с рисунком 8.

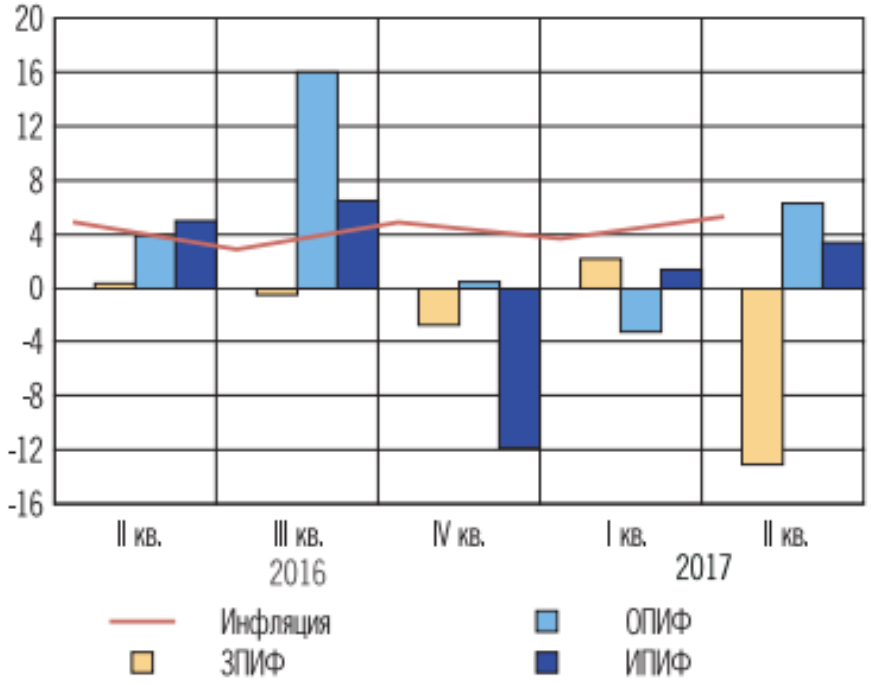

Рисунок 8 – Динамика квартальной доходности ПИФов и инфляции (% годовых)

Источник: [27]

В II квартале наиболее существенным изменением в структуре активов ПИФов стало сокращение объема акций. За период с апреля по июнь объем этого инструмента в активах ПИФов сократился на 59,2 млрд. рублей в абсолютном выражении, до 571,3 млрд. рублей, а доля акций в структуре активов – на 1,5 п.п., до 19,3%. Снижение вложений в акции обеспечили закрытые фонды: за квартал объем этого инструмента в их активах уменьшился на 57,7 млрд. рублей. Кроме того, за счет закрытых ПИФов фонды

на 38,5 млрд. рублей сократили вложения в векселя. В результате доля векселей в совокупном объеме активов ПИФов снизилась с 2,2 до 1%. На 8,5 млрд. рублей сократились вложения в недвижимость, однако это по-прежнему основной объект инвестирования – 35,4% в структуре активов (0,6 п.п. за квартал). При этом наибольшее увеличение активов было отмечено в категории «иностранные ценные бумаги» (15,1 млрд. рублей, из них 10,2 млрд. рублей – в активах закрытых фондов), а их доля выросла с 3,1 до 3,6%. На 11,3 млрд. рублей увеличился объем средств на текущих счетах (4,5% в структуре активов) и на 9,9 млрд. рублей – объем корпоративных облигаций (3,6%). Причем вложения в последний инструмент выросли за счет открытых ПИФов на 16,1 млрд. рублей, в то время как в закрытых ПИФах объем облигаций уменьшился на 3,4 млрд. рублей, а в интервальных ПИФах – на 2,7 млрд. рублей. В соответствии с рисунком 9 приведена структура активов паевых инвестиционных фондов.

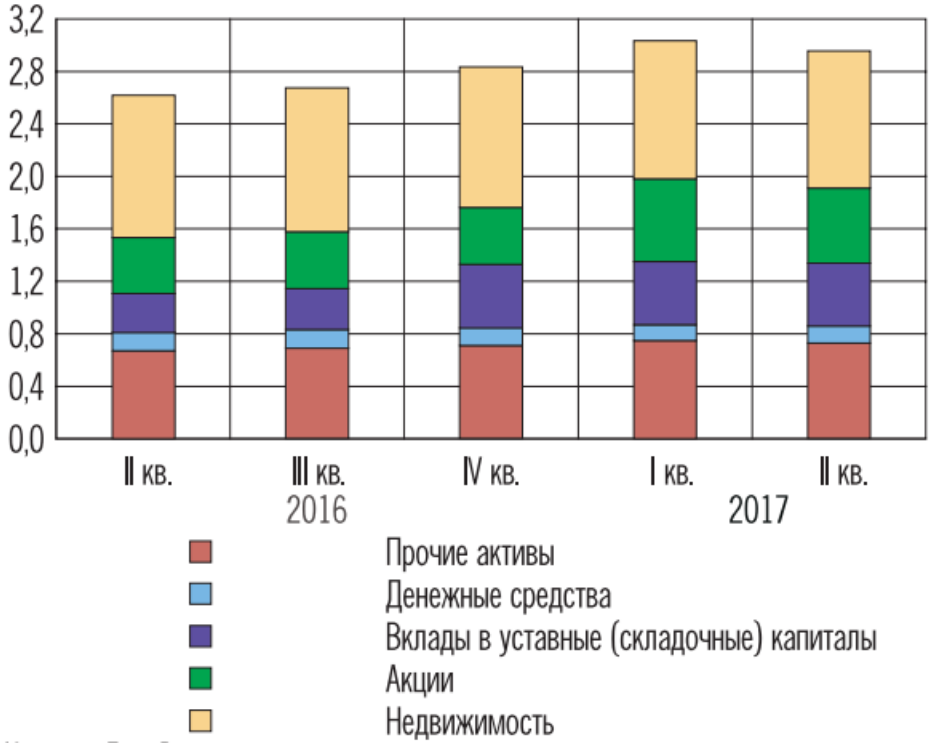

Рисунок 9 – Структура активов ПИФов, трлн. руб.

Источник: [24]

Во II квартале 2017 года количество открытых ПИФов уменьшилось на 6, до 332. При этом СЧА этого типа фондов выросла на 15,4%, до 162,8 млрд. рублей, а доля этих фондов в структуре рынка – почти на 1 п.п., до 6,1%. Прирост СЧА открытых ПИФов (21,7 млрд. рублей) в основном обеспечил нетто-приток инвестиций (18,5 млрд. рублей). Кроме того, доход по имуществу, составляющему паевой инвестиционный фонд, достиг 2,7 млрд. рублей, еще на 1,5 млрд. рублей увеличилась стоимость имущества в результате изменения его оценочной стоимости. Вместе с тем около 1 млрд. рублей фонды потратили на оплату вознаграждений управляющей компании, специализированному депозитарию, лицу, осуществляющему ведение реестра, аудиторской организации. Изменение стоимости чистых активов открытых паевых инвестиционных фондов приведено в соответствии с рисунком 10.

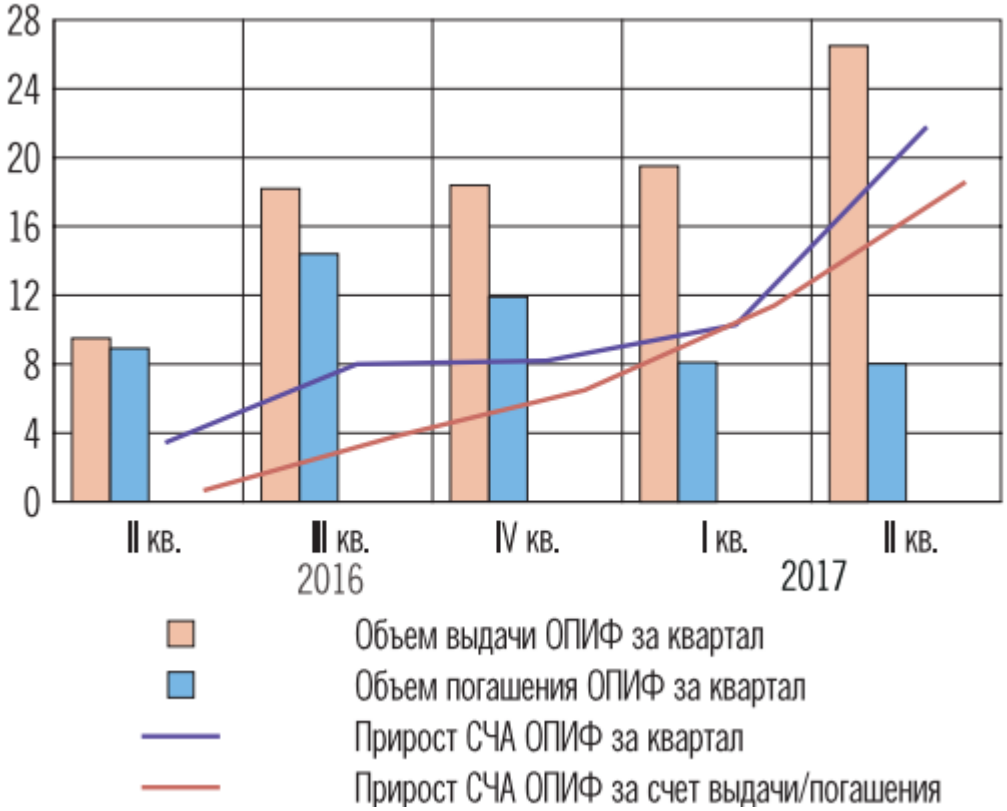

Рисунок 10 – Динамика СЧА, объемов выдачи и погашения инвестиционных паев открытых ПИФов, млрд. руб.

Источник: [27]

Существенный рост СЧА открытых ПИФов обеспечили фонды облигаций: 22,4 млрд. рублей. По остальным категориям фондов было зафиксировано сокращение СЧА: от 118,1 млн. рублей (индексные открытые ПИФы) до 2 млрд. рублей (фонды акций). Вместе с тем на рынке были зарегистрированы открытые ПИФы рыночных финансовых инструментов, СЧА которых на конец июня составила 2,6 млрд. рублей. Изменение категорий открытых ПИФов приведено в соответствии с рисунком 11.

Рисунок 11 – Динамика СЧА отдельных категорий открытых ПИФов во 2 квартале 2017 года, млрд. руб.

Источник: [27]

Прирост СЧА открытых ПИФов облигаций, в результате которого доля этой категории фондов в секторе открытых ПИФов выросла на 6,2 п.п., до 63%, связан с нетто-притоком инвестиций. Объем выдачи паев достиг 23,7 млрд. рублей при объеме погашений 4,4 млрд. рублей. Приток новых инвестиций в открытые ПИФы облигаций объясняется ростом рынка облигаций на фоне снижения ставок по депозитам. Так, за I квартал 2017 года прирост индекса

корпоративных облигаций ММВБ (MICEXCBITR) составил 13,1% годовых, а с апреля 2016 по март 2017 года – 10,7%. При этом в период с января по март 2017 года средневзвешенная ставка по депозитам сократилась с 7,83 до 7,17% годовых на фоне снижения ключевой ставки в марте с 10 до 9,75%. Вместе с тем смена двумя открытыми ПИФами облигаций категории на рыночные финансовые инструменты оказала негативное влияние на динамику СЧА фондов облигаций за прошедший квартал. Доля открытых ПИФов акций снизилась: с 25,2 до 20,6%. Сокращение СЧА этой категории фондов в абсолютном выражении превысило 2 млрд. рублей. Падение СЧА фондов акций наблюдалось на фоне снижения стоимости этого инструмента. Распределение стоимости чистых активов открытых ПИФов по категориям фондов приведено в соответствии с рисунком 12.

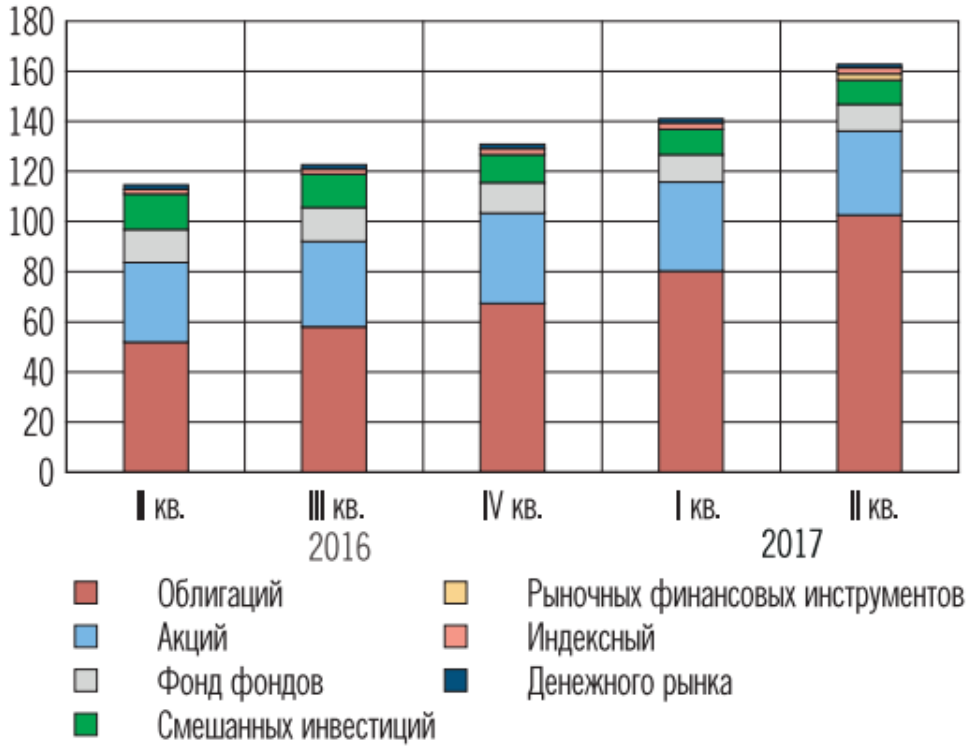

Рисунок 12 – Распределение СЧА открытых ПИФов по категориям фондов, млрд. руб.

Источник: [27]

Объем рынка ПИФов России значительно меньше, чем в странах еврозоны. Так, отношение активов ПИФов к ВВП в России на 3 квартал 2017 года составляет 3,3%, что существенно меньше значения медианы – 24,9% (Испания). Ниже, чем в России, показатели в Греции (3%), Латвии (1,6%) и Литве (1,5%). Информация об отношении активов инвестиционных фондов к ВВП в странах Еврозоны и России приведена в соответствии с рисунком 13.

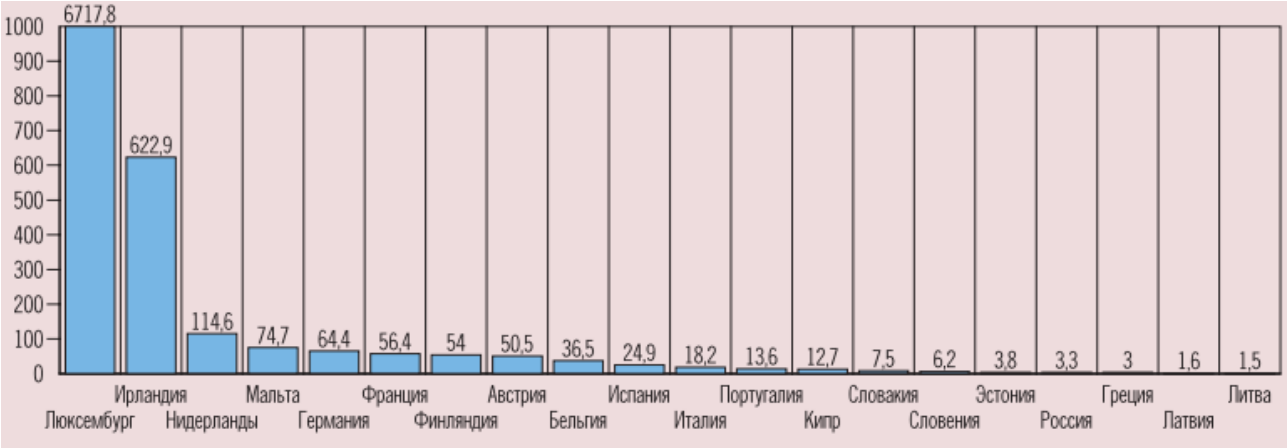

Рисунок 13 – Отношение активов инвестиционных фондов к ВВП в странах Еврозоны и России, %

Источник: [27]

Абсолютный объем активов ПИФов России (43,8 млрд. евро) в три раза ниже медианного значения активов инвестиционных фондов стран еврозоны – 117,8 млрд евро. В то же время среднее арифметическое значение этих стран достигает 559,4 млрд евро. Такой разрыв средних значений объясняется высокой концентрацией. На инвестиционные фонды Люксембурга приходится больше трети (34,7%) всего рынка зоны евро. Люксембург, Германия, Ирландия и Франция – страны, размер рынка каждой из которых превосходит 1 трлн евро, – составляют 82,1% от этого объема. При этом наименьший размер инвестиционных фондов зафиксирован в Латвии – 0,4 млрд. евро. Вместе с тем ПИФы в России отличаются своей «закрытостью»: доля СЧА ЗПИФов в СЧА всех ПИФов составляет 93,1% на 2 квартал 2017. В странах зоны евро доля

закрытых фондов – лишь 2,6%. Информация об объеме активов инвестиционных фондов в странах ЕС и в России приведена в соответствии с рисунком 14.

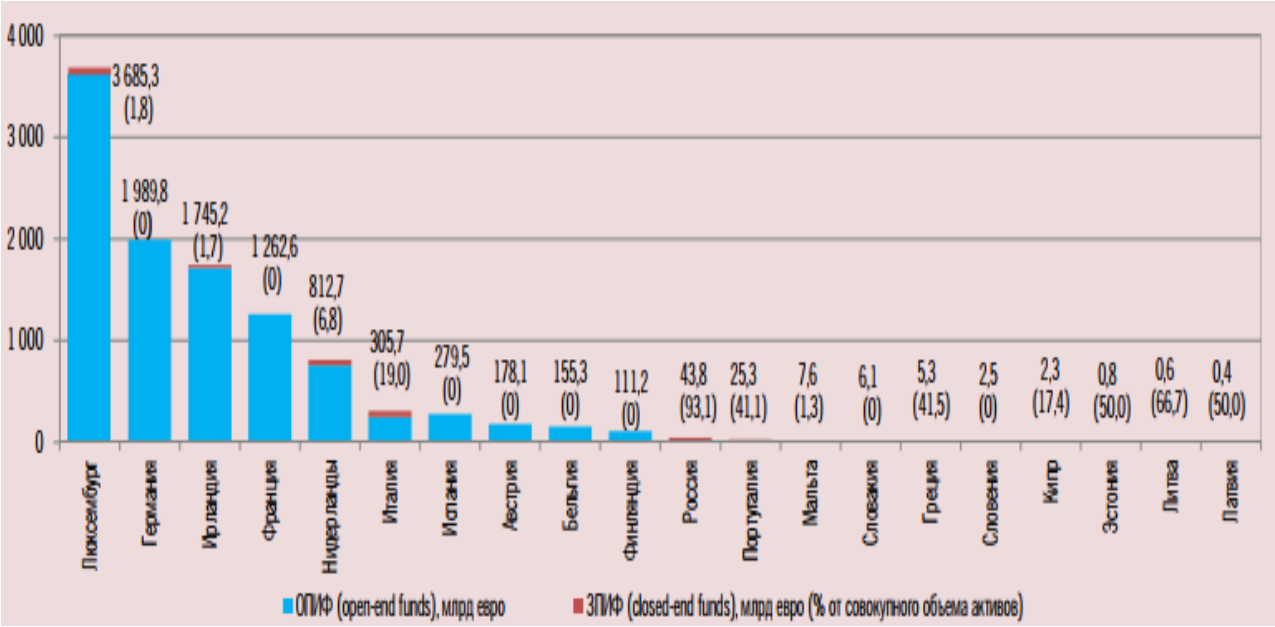

Рисунок 14 – Объем активов инвестиционных фондов в странах Еврозоны и в России, %

Источник: [27]

У инвесторов возникает сложность выбора определенного фонда при наличии множества разнообразных типов и категорий паевых инвестиционных фондов в системе коллективного инвестирования в России. Кроме этого, возникает сложность выбора у инвестора при выборе паевых инвестиционных фондов среди перечня, предлагаемого управляющей компанией. Одной из важных проблем является полное удовлетворение потребностей в инвестировании у пайщиков при вложении средств в паевые фонды, это обусловлено увеличением финансовой грамотности граждан, возникновение понимания потенциальной доходности, риска, ликвидности и т.д.

До настоящего времени множество инвесторов, выбирая фонд уделяют внимание в первую очередь на их доходность, как на основной показатель

эффективности деятельности паевых инвестиционных фондов, не учитывая того момента, что она тесно связана с риском. Конечно, инвестору при рассмотрении определенного фонд как варианта инвестиций, необходимо принимать во внимание и риск, который связан с данным выбором. В связи с этим не стоит ограничиваться всего лишь сравнением прошлой доходности всех вероятных альтернатив, необходимо кроме этого скорректировать их на соответствующий риск при принятии решения об инвестировании. Поэтому при оценке эффективности управляющих данную задачу в первую очередь пытались решить авторы соотношений.

В настоящее время представлено достаточно много однофакторных мер оценки эффективности управляющих. У инвесторов большинство из них не приобрело большой популярности. Несмотря на это, их них возможно выбрать коэффициенты Шарпа, Сортино, α, β, детерминации, волатильности. Оптимальный выбор из многих фондов возможно осуществить на основании комплексного анализа данных коэффициентов.

Коэффициент детерминации (R2) является показателем взаимосвязи доходности фонда от доходности рынка, а именно тесноты данной взаимосвязи в динамике. Значение данного показателя определяется диапазоном от 0 до 100%, и чем больше коэффициент R2, тем больше степень взаимосвязи результатов фонда от результатов рынка, иначе говоря, показывает, какой процент описывается регрессивным уравнением.

Коэффициент β описывает волатильность паевого инвестиционного фонда относительно волатильности рынка. Если коэффициент β больше 1, то изменение результата фонда будет больше изменения индекса, если меньше 1 – изменение результата фонда меньше рынка.

Коэффициент α, рассчитываемый, исходя, из коэффициента β демонстрирует превышение среднего результата фонда над нормативным результатом. Под коэффициентом α понимается степень эффективности управления фондом, в результате, более высокий коэффициент α, говорит о более эффективном осуществлении управления фондом, вне зависимости от

изменений рынка.

Коэффициент Шарпа показывает превышение результатов фонда от альтернативного вложения, в большинстве случаев, процентной ставки по вкладу с учетом волатильности рынка, чем выше данный показатель, тем эффективнее вложения в паевый инвестиционный фонд. Однако существенным недостатком коэффициент Шарпа связан с тем, что риск у данного коэффициента воспринимается в качестве стандартного отклонения. Стандартное отклонение – это изменения результатов деятельности фонда по сравнению со средней доходностью для данного фонда за определенный период времени. Эти изменения могут быть положительными и отрицательными. Отсюда следует вывод, что коэффициент Шарпа возможен одинаковый для фондов при положительной либо отрицательной доходности при прочих равных условиях. В связи с чем вместе с коэффициентом Шарпа используется коэффициент Сортино, который лишен данного недостатка.

Эффективность управления фондом с точки сочетания доходности и риска характеризует коэффициент Сортино, как и коэффициент Шарпа. Однако, определение риска здесь базируется не на всех изменениях результатов фонда относительно средней доходности, а только на отрицательных колебаниях.

Коэффициент волатильности фонда демонстрирует риск инвестиций в инвестиционный фонд. Считается, что чем выше риск инвестирования фонда, то тем выше данный показатель. Однако показатель волатильности не однозначен. Это связано с тем, что фонды с положительным изменением доходности и с отрицательным изменением доходности при прочих равных могут иметь близкий по значению показатель σ_{fund}, что с точки зрения инвестицирования не корректно.

Коэффициент VaR фондов (Value-at-Risk – стоимостной меры риска) рассчитывается с целью предоставления информации о максимальном убытке, который может понести пайщик с вероятностью 95%, вкладывая деньги в какой-то фонд.

Рассмотренные методы оценки эффективности управления необходимо рассматривать комплексно, позволяющие объективно оценивать деятельность фонда и позволяют инвестору делать оптимальный выбор исходя из оптимальной инвестиционной стратегии.

Эффективность управления паевым инвестиционным фондом следует рассматривать как интегральный показатель, характеризующий инвестиционную привлекательность паевого инвестиционного фонда. При оценке эффективности управления паевых инвестиционных фондов следует обращать внимание на коэффициенты Шарпа, Сортино, α, β, детирминации, волатильности. Исходя из комплексного анализа данных коэффициентов, удастся сделать оптимальный выбор среди множества фондов.

Для статистической оценки качества управления активами и профессионализма менеджмента фонда анализ, как представляется, должен проводиться за достаточно продолжительный период.

Состав факторов, которые, как представляется, должны влиять на принятие решения о перечне фондов, которые необходимо рассматривать как объект анализа, представлен ниже.

Анализируемый период составил три года до момента подготовки настоящего исследования. Это, с одной стороны, позволяет оценить качество управления, поскольку оценка проводится за достаточно длительный период времени; с другой стороны, число фондов, проработавших всё это время на рынке, также существенно и позволит делать выводы об отрасли в целом.

В данной работе оценка эффективности управления паевого инвестиционного фонда основывается на фундаментальных показателях эффективности управления. Среди паевых инвестиционных фондов были выбраны открытые в силу того, что ориентированы в первую очередь на индивидуальных инвесторов. Из данного списка фондов исключаются те, доходность которых не превышает доходность по банковских вкладам. На основании информации Центрального банка о процентных ставках вкладов доходность за последние 3 года составила 30,5 %.

В качестве исходных были использованы данные, представленные на интернет-ресурсе www.investfunds.ru [19], где они предлагаются в свободном доступе и могут быть подвергнуты проверке. Среди открытых паевых инвестиционных фондов были выбраны те, у которых доходность превышает вложения в безрисковые активы. Затем из данной выборки были исключены фонды, имеющие отрицательное значение α. Отобранные фонды приведены в приложении 1.

Выбор какого-то фонда будет осуществляться от отношения инвестора к риску и его инвестиционной стратегии. Однако верное решение при инвестировании требуется принимать исходя из анализа всех показателей эффективности работы паевого инвестиционного фонда. При детальном изучении каждого коэффициентов достаточно затруднительно выявить лидера из перечня показателей. Фонды, показывающие высокую доходность, имеют значительную волатильность, и при нелучшей ситуации на рынке существует риск потерять вложенные средства. Устойчивость результатов работы паевого инвестиционного фонда является важнейшей характеристикой как инструмента долгосрочного инвестирования. В связи вышеперечисленным, требуется формирование нового интегрированного показателя работы паевых фондов, который измерял бы не только доходность и риск, но и устойчивость к доходности - интегральный показатель эффективности фонда (ИПЭФ).

$$\text{ИПЭФ} = \frac{\text{Д}_{\text{ф}} - \text{Д}_{\text{ба}}}{\text{Пр}_{\text{макс}}} \cdot \text{Вр}, \qquad (7)$$

где $\text{Д}_{\text{ф}}$ - средняя доходность фонда за период;

$\text{Д}_{\text{ба}}$ - средняя доходность безрискового актива;

$\text{Пр}_{\text{макс}}$ - максимальная просадка фонда за период;

Вр - доля времени, в которой фонд демонстрировал доходность («колеблемость вверх»).

Вр определяется по формуле:

$$Вр = \frac{n}{N}, \quad (8)$$

где n- количество периодов, в которой фонд показывал «положительную колеблемость»;

N - общее количество периодов.

Устойчивость к доходности показывает ПИФа характерна для более высокого значения комплексного показателя эффективности фонда (ИПЭФ).

Данный показатель КПЭФ для ПИФов за период 2014-2017 гг. приведен в приложении 2. В рейтинг, составленном на основе данного коэффициента, фонды разместились немного в другом порядке, чем по рейтингу доходности.

В данном рейтинге лидирует фонд «Апрель Капитал – Акции второго эшелона». Этот фонд также занимает первое место среди прочих фондов этого же типа по доходности. «Система Инвестиции – Фонд акций», занимающий десятое место в рейтинге по доходности, по комплексному показателю эффективности занимает пятое место.

На основании вышеизложенного, можно сделать вывод, что использование данного показателя окажет помощь при выборе среди фондов объекта инвестиций. Он позволяет из множества ПИФов выбрать именно тот фонд, качество управления которого удовлетворило бы желания инвестора.

Рассмотренные методы оценки эффективности управления необходимо рассматривать комплексно, позволяющие объективно оценивать деятельность фонда и позволяют инвестору делать оптимальный выбор исходя из оптимальной инвестиционной стратегии.

Данный интегральный показатель оценки эффективности управления, позволит инвестору облегчить выбор среди фондов при вложении средств в

паевый инвестиционный фонд.

На основании выполненного исследования, посвященного вопросам методологии и методики анализа эффективности управления отечественными паевыми инвестиционными фондами, можно прийти к следующим выводам. В первую очередь, был предложен комплексный подход к оценке деятельности по управлению активами ПИФов. Он позволяет учитывать особенности российских паевых фондов и российского рынка ценных бумаг в целом. Предложенный состав аналитических коэффициентов реализован таким образом, что они дополняют друг друга, взаимно устраняя характерные им недостатки. Предложенная концепция по данному вопросу подход позволяет в дальнейшем усовершенствовать определенную методику анализа результатов деятельности российских паевых инвестиционных фондов. Всё это в дальнейшем поможет осуществить комплексную оценку результатов деятельности ПИФов.

Реализация комплексной оценки эффективности деятельности паевых инвестиционных фондов позволит привлечь накопления средств населения в данный сегмент рынка, повысить привлекательность данного вида инвестирования, будет способствовать повышению финансовой грамотности населения, обеспечит финансирование реальных секторов экономики.

2.3. Оценка эффективности управления ETF

Возникновение на рынке ценных бумаг России достаточно нового инструмента инвестирования – ETF – вызвало заинтересованность частных и институциональных российских инвесторов. В мировой практике данный инструмент широко распространен. Эффективность ETF превосходят паевые инвестиционные фонды благодаря точному следованию за индексом-бенчмарк, предоставляя к ликвидности первичного рынка дополнительно биржевую ликвидность. Также, гораздо более низкие расходы, связанные с размещением

средств по сравнению с применением ПИФов. Эти преимущества стали причиной вывода на российский фондовый рынок России данных институтов.

ETF является востребованным в мире инструментом. Суммарный мировой объем ETF – 4,5 трлн. долл., в России – 150 млн. долл. (на ноябрь 2017 г.). Центрами эмиссии ETF являются Ирландия, Люксембург и США. За последние 10 лет среднегодовой прирост активов под управлением ETF-фондов составил 25%. Глобальная история ETF началась в 1990 г. в Канаде, первый ETF в США появился в 1993 г. В России рынок ETF развивается с 2013 г. с кросс-листинга на Московской бирже FinEx ETF [23]. Объем мирового рынка ETF приведен в соответствии с рисунком 15.

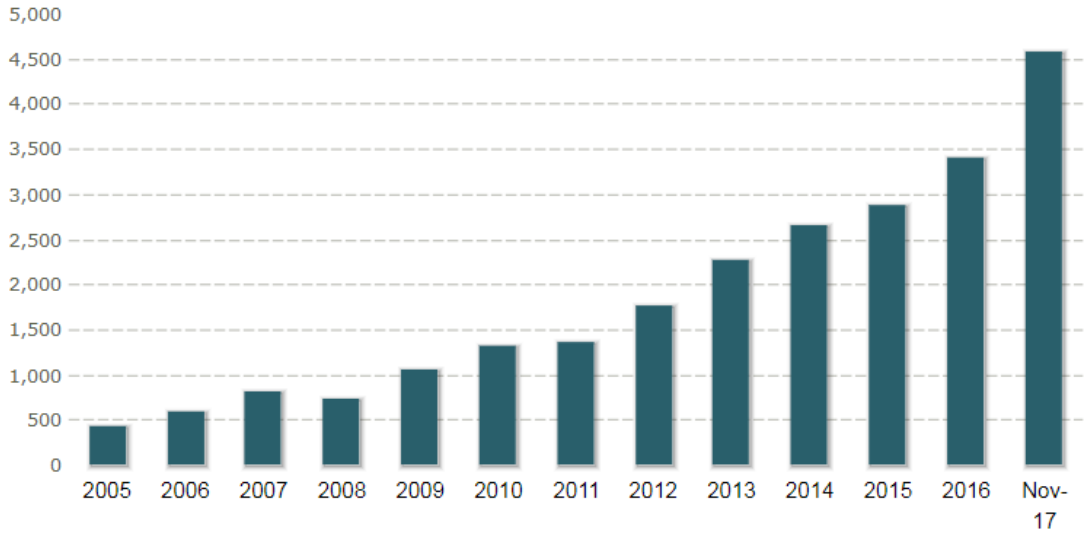

Рисунок 15 – Мировой объем рынка ETF, млрд. долл.

Источник: [21]

Биржевой инвестиционный фонд ETF (Exchange Traded Fund) является портфелем активов, свободно обращающихся в качестве ценной бумаги (пая ETF) на бирже. Он схож по структуре с базовым индексом. Впервые в апреле 2013 г. на Московской бирже начались торги паями ETF, которые разместила ирландская управляющая компания FinEx (FinEx UCITS ETF на российские корпоративные еврооблигации) основанный на индексе Barclays EM Tradable

Russian Corporate Bond Index, в составе которого имеются еврооблигации российских эмитентов [50].

Следует обратить внимание, что эти фонды интересны, как для институциональных, так и для частных инвесторов, обычно, не обладающих значительным размером средств для создания по настоящему сбалансированного портфеля. В связи с тем, что с индивидуальные инвесторами управляющие компании напрямую не взаимодействуют, то приобрести паи ETF можно только на Московской бирже. Они взаимодействуют действуют через посредников – уполномоченных участников, которые могут покупать паи ETF непосредственно у управляющей компании и затем реализуют их индивидуальным инвесторам. При этом можно приобрести только целое количество паев. Немаловажным является то, что доступ на зарубежную биржу возможен через иностранного брокера, и в свете последних политических действий к его выбору следует относиться осторожно. Фонды компании FinEx, которые представлены на Московской бирже являются более доступными для инвестора в России.

В портфеле ETF выплаты по ценным бумагам осуществляются в форме дивидендов или купонного дохода по облигациям, поступающим в фонд. Последующее их распределение возможно несколькими путями. В одном случае осуществляется реинвестирование полученных дивидендов, т.е. выплаты направляются на приобретение новых активов. В другом случае происходит распределение средств между пайщиками, которым зачисляется определенная доля выплат на счет.

Относительно минимального значения участия в фонде, то управляющие компании не предъявляют конкретных требований к начальному капиталу, то сами. Стоп-фактором является стоимость пая в среднем около 1500 руб. Минимально возможный размер инвестиций при первоначальном перечислении на брокерский счет могут устанавливать сами брокеры.

При покупке паев ETF надбавки отсутствуют. Хотя требуется оплатить посреднику комиссию за совершение сделки. Расчет комиссии брокера за

сделку возможен различными методами. При этом следует обратить внимание: процент от суммы сделки, установленная выплата в среднем за осуществление сделки (данный вариант наиболее распространен среди зарубежных брокеров) или как фиксированная выплата за приобретение каждой ценной бумаги.

Погашение паев биржевых фондов невозможно, возможна лишь реализация их другому участнику рынка на бирже. Определенная сумма за осуществление сделки при продаже ценных бумаг оплачивается через брокера. Доход от реализации ценных бумаг требуется вывести на расчетный счет, за что предусматривается комиссия за вывод.

Обычно суммарная величина комиссионного вознаграждения находится в диапазоне 0,04–1%. Как правило вознаграждение брокеров не превышает 1 %.

В настоящее время на Московской бирже котируются ETF:

- FinEx Cash Equivalents UCITS ETF;
- FinEx Gold ETF;
- FinEx Tradable Russian Corporate Bonds UCITS ETF (RUB);
- FinEx Tradable Russian Corporate Bonds UCITS ETF (USD);
- FinEx MSCI USA UCITS ETF;
- FinEx MSCI Australia UCITS ETF;
- FinEx MSCI United Kingdom UCITS ETF;
- FinEx MSCI Germany UCITS ETF;
- FinEx MSCI China UCITS ETF;
- FinEx Russian RTS Equity UCITS ETF (USD);
- FinEx MSCI USA Information Technology UCITS ETF;
- FinEx MSCI Japan UCITS ETF.

FinEx Cash Equivalents UCITS ETF – первый фонд, доступный напрямую на Московской Бирже, инвестирующий в портфель краткосрочных казначейских облигаций США (Treasury Bills). Гособлигации США относятся к категории максимально надежных: кредитный рейтинг AAA от ведущих мировых рейтинговых агентств.

FinEx Gold ETF – долларовый инструмент инвестиций в золото с

минимальной разницей между ценой покупки и продажи на бирже и без НДС.

FinEx Tradable Russian Corporate Bonds UCITS ETF (RUB) – рублевый, ликвидный, эффективный биржевой индексный инструмент инвестиций в стоящий из более чем 25 еврооблигаций.

FinEx Tradable Russian Corporate Bonds UCITS ETF (USD) – прозрачный и эффективный биржевой индексный фонд, позволяющий инвестировать в акции крупнейших компаний США.

FinEx MSCI Australia UCITS ETF – инструмент, позволяющий инвестировать в акции австралийских компаний.

FinEx MSCI United Kingdom UCITS ETF – инструмент, позволяющий инвестировать в акции компаний Великобритании.

FinEx MSCI Germany UCITS ETF – инструмент, позволяющий инвестировать в акции немецких компаний .

FinEx MSCI China UCITS ETF – инструмент, позволяющий инвестировать в акции компаний Китая.

FinEx Russian RTS Equity UCITS ETF – индексный фонд Московской Биржи (РТС).

FinEx MSCI USA Information Technology UCITS ETF – индексный фонд сектора информационных технологий США.

FinEx MSCI Japan UCITS ETF – индексный фонд акций японских компаний.

Информация об основных показателях FinEx ETF представлена в таблице 2.2

Таблица 2.2

Обзор ETF за период 2014 – 2017 гг.

Название фонда	Объект вложения	Тикер	Валюта фондов	Расходы инвестора	Дох-ть в рублях	СЧА
FinEx Cash Equivalents UCITS ETF	Краткосрочные гособлигации США с рублевым хеджем	FXMM	RUB	0,49%	34,05%	851 млн. руб.

Продолжение таблицы 2.2

FinEx Gold ETF	Золото	FXGD	USD	0,45%	35,81%	8,5 млн. долл.
FinEx Tradable Russian Corporate Bonds UCITS ETF (RUB)	Еврооблигации российских эмитентов с рублевым хеджем	FXRB	RUB	0,95%	58,86%	848 млн. руб.
FinEx Tradable Russian Corporate Bonds UCITS ETF (USD)	Еврооблигации российских эмитентов	FXRU	USD	0,5%	60,69%	36,8 млн. долл.
FinEx MSCI USA UCITS ETF	Акции / США	FXUS	USD	0,9%	64,16%	9,2 млн. долл.
FinEx MSCI Australia UCITS ETF	Акции / Австралия	FXAU	USD	0,9%	40,13%	2,9 млн. долл
FinEx MSCI United Kingdom UCITS ETF	Акции / Великобритания	FXUK	GBP	0,9%	44,93%	5,7 млн. фунтов стер-лингов
FinEx MSCI Germany UCITS ETF	Акции / Германия	FXDE	EUR	0,9%	59,07%	7,7 млн. евро
FinEx MSCI China UCITS ETF	Акции / Китай	FXCN	USD	0,9%	92,59%	6,6 млн. долл
FinEx Russian RTS Equity UCITS ETF (USD)	Акции/Россия	FXRL	USD	0,9%	24,88% с 2016 г.	8,3 млн. долл
FinEx MSCI USA Information Technology UCITS ETF	Акции / ИТ-Сектор США	FXIT	USD	0,9%	104,9%	25,0 млн. долл
FinEx MSCI Japan UCITS ETF	Акции / Япония	FXJP	USD	0,9%	66,99%	7,6 млн. долл

Источник: [25]

Для частных и институциональных инвесторов биржевой фонд стал достаточно популярным финансовым инструментом. Но следует выделить показатели, которые характеризуют эффективность данного рынка.

Главное преимущество биржевого фонда заключается в возможности осуществления сделок в течение торговой сессии. Однако разница с акциями

заключается в том, что в составе фонда возможны структурные изменения в течение дня по причине создания новых акций и выкупа существующих акций.

В течение торгового дня происходит оценка акций биржевого фонда. Не часто рыночная цена фонда равняется внутридневному показателю, который аналогичен со стоимостью чистых активов (СЧА). Стоимость чистых активов – это стоимость каждой акции фонда, которая определяется стоимостью находящихся в его основе ценных бумаг. В иностранной литературе этот параметр называется Net asset value (NAV).

Текущая рыночная стоимость базового актива фонда является основным элементом СЧА. Фонд также может содержать денежные средства и иметь обязательства. Для нахождения общей стоимости обязательства фонда уменьшаются на величину активов, и потом данное значение делиться на общее количество акций, находящихся в обращении. Таким образом определяется СЧА на одну акцию.

Формула выглядит следующим образом:

$$\text{СЧА} = \frac{C_{\text{баз}}}{n}, \tag{7}$$

где $C_{\text{баз}}$ - базовая стоимость фонда;

n - количество акций в фонде.

Инвесторы биржевых фондов должны обращать внимание на показатель СЧА, доходности, волатильности и уровня диверсификации. Для оценки эффективности ETF с точки зрения функционирования проведем сравнение с паевыми инвестиционными фондами.

Для выделения остальных преимуществ ETF рассмотрим их основные отличия от паевых инвестиционных фондов:

1. Процедура формирования фонда и обращение его паев.

Определенное время занимает образование ПИФа на средства пайщиков. Затем происходит размещение паев, которые можно приобрести у управляющих компаний, также на бирже. Исходя из анализа объема торгов,

биржевая ликвидность паев низкая, инвестирование связано дополнительными затратами – высокие комиссии при погашении паев (1,5–3 %). Формирование фондов ETF похоже на IPO. Обращение на бирже низкозатратно для инвестора в связи с допуском на первичный рынок квалифицированных инвесторов.

По своей природе ETF является высоко ликвидным инвестиционным инструментом, т.к. в его основе лежат наиболее ликвидные базовые активы. Ликвидность по определению – это возможность за короткий период времени продать актив по справедливой стоимости. Следовательно, главным критерием ликвидности можно считать bid/ask спред – разницу между ценами покупки и продажи ETF (без учета брокерской комиссии), для расчета стоимости покупки необходимо к средней цене добавить комиссию. Однако сколько акций можно купить или продать определяет показатель глубины рынка – число бумаг, «стоящих» на стороне покупки или продажи. Если одному игроку не под силу сдвинуть цену ETF, рынок считается глубоким. К тому же, глубокий рынок не обязательно показывает большие обороты и, напротив, обороты еще ничего не говорят о глубине рынка. Известно, что 50-90% торговли ETF в Европе происходят не на бирже, а в режиме внебиржевых сделок (OTC).

В первую очередь спред показывает риск работы с тем или иным активом для маркетмейкера, особенно в моменты высокой волатильности. Маркетмейкер всегда пытается оставить свою позицию нейтральной по рынку и хеджирует рыночный риск актива за счет ценных бумаг или фьючерсов. Если рынок базового актива не очень ликвиден (к примеру, рынок российских корпоративных бондов) – спред чуть больше, если ликвиден (золото, американские акции) – спред меньше. Высокую ликвидность паев ETF обеспечивают профессиональные маркет-мейкеры.

2. Размер издержек.

Суммарный размер издержек при инвестировании ETF существенно ниже. Затраты при инвестировании в данный инструмент более высокие в связи с тем, что управляющие компании ПИФов взаимодействуют с различными организационными участниками, а также устанавливают надбавку при покупке

пая скидку при его реалиизации инвестором. Средний по рынку ETF России размер комиссии составляет 0,89 %.

3. Расчет стоимости чистых активов (СЧА).

Стоимость чистых активов ETF рассчитывается управляющим, цена акций формируется под влиянием спроса и предложения. При этом, существенного отклонения цены акций фонда от СЧА не возникает благодаря рыночному арбитражу. Расчетная стоимость ETF, отличие от ПИФов, устанавливается в течении торговой сессии в режиме реального времени, Этот механизм позволяет инвестору принять инвестиционное решение при сравнении расчетной стоимости биржевого фонда с рыночной. В ПИФах рыночная стоимость пая может существенно отличаться от СЧА.

4. Структура индексных ПИФов и ETF.

В паевых фондах при выборе активной стратегии управления портфелем его формирование зависит от управляющего, в связи с чем этим подобные ПИФы различных управляющих компаний по значению доходности могут существенно отличаться.

Исходя из данных статистики S&P, 80–90% фондов с активным управлением показывают показатель ниже соответствующего индекса-бенчмарка. Поэтому инвестиции в ETF более выгодны, т.к. здесь доходность соответствует движению выбранного ориентира. Структура ETF закладывает очень высокие требования, поэтому инвестор знает, что инвестирует финансы в определенный фондовый индекс.

В общем ETF удается удачно сочетать особенности ПИФов, акций и иметь свои исключительные особенности.

В настоящее время приобретают популярность биржевые инвестиционные фонды, являющиеся инструментом коллективного инвестирования и сочетают в себе все его преимущества, такие как максимальная законодательная защита вложений, возможность профессионального управления, низкие издержки и относительно малый размер инвестиций.

ETF (Exchange Traded Fund, биржевой инвестиционный фонд) – это инструмент коллективных инвестиций, созданный на базе фондовой инфраструктуры и допущенный к обращению на бирже для неограниченного круга лиц, имеющий эффективный механизм выпуска и погашения акций через уполномоченных лиц (авторизованных участников). Как правило, ETF отслеживает индекс акций или облигаций (например, MSCI Germany, Barclays Emerging Markets Tradable Russian Corporate Bond (EMRUS) Index) или металла (золота). Торгуется на Московской бирже и других мировых биржевых площадках как акция.

На сегодняшний день в России представлено 12 ETF, находящихся под управлением единственной управляющей компании FinEx, общая стоимость активов которых составляет 150 млн. долл.

Топ-5 наиболее популярных фондов: FXRU (36,6 млн. долл.) – ETF еврооблигаций (USD), FXIT (24,5 млн. долл.) – ETF акций IT-сектора США, FXRB (14,2 млн. долл.) – ETF еврооблигаций (RUB), FXMM (13,6 млн. долл.) – ETF гособлигаций США (T-Bills), FXUS (9 млн. долл.) – ETF акций США. Информация о структуре инвестиций в фонды FinEx ETF приведена в соответствии с рисунком 16.

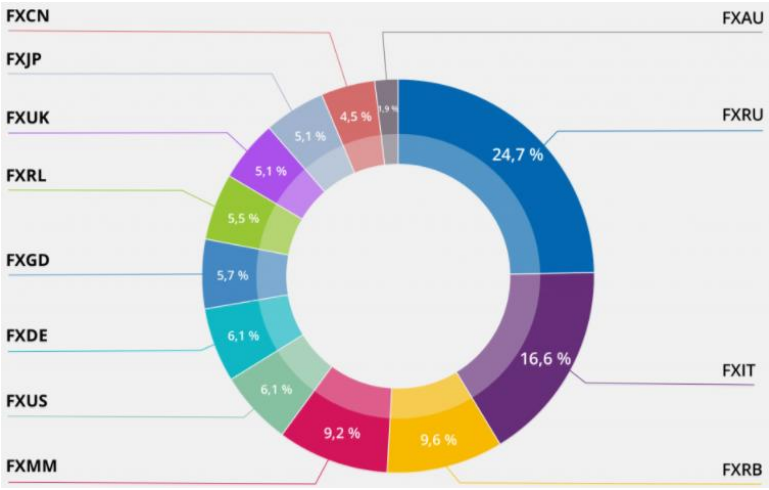

Рисунок 16 – Структура инвестиций в фонды FinEx ETF

Источник: [24]

Образование ETF в России связано с определенными проблемами. В настоящее время они, как и ПИФы, регулируются законом ФЗ «Об инвестиционных фондах», в связи, с чем их преимущества в России исчезают. В соответствии с российским законодательством пайщик может обратиться в управляющую компанию с целью погашения ценных бумаг. Это приводят к необходимости наличия необходимой суммы денежных средств либо в любой момент продать ценные бумаги фонда с целью погашения паев ПИФов. При применении данной системы к ETF это приведет к тому, что следование индексу станет условным, а управление – неэффективным [11].

Попытки создать на российском рынке ETF осуществления механизма арбитражного ценообразования будут безуспешны, и приведет к образованию еще одного индексного фонда, допущенного к торгам на бирже. Разрешение данной проблемы возможно в случае закрепления на уровне закона ФЗ аналогичного ETF института и принципов его функционирования.

Существуют определенные тонкости, при которых законодательное регулирование ETF по принципам ПИФов делает бессмысленным создание аналогичных фондов в РФ. Жесткое регулирование ETF, схожее с осуществлением контроля над функционированием ПИФов в целях защиты интересы инвесторов, затрудняет обращение их паев [6].

Профессиональные участники рынка, которые уверенны в необходимости развития ETF в России и необходимостью изменения законодательства, осуществляют активные действия по их внедрения на организованный рынок, но в настоящее время допущена до торгов на Московской бирже только одна ирландская управляющая компания FinEx. Т.е. ETF, которые обращаются на Московской бирже выпущены в Ирландии, а российских ETF не существует в связи с законодательными и институциональными условиями для их создания. Кроме этого в настоящее время не представляется возможным обеспечить прозрачность, низкую стоимость и надежность, сравнимую с зарубежными фондами. Российское законодательство слабо развито в данной сфере и не обеспечивает необходимую гибкость (нет зонтичных структур, нет

возможностей для синтетической репликации индекса и т.д.) [11].

В итоге, можно сделать вывод, что хотя и имеются некоторые недостатки обращения инвестиционных паев, но это дает существенные преимущества инвесторам и позволяет повышать эффективность финансового рынка России и является положительным фактором его развития [11].

Интерес у инвесторов к ETF обусловлен их доступностью благодаря обращению инвестиционных паев на бирже повышает их ликвидность. В связи с эти требуется внедрение нового института инвестирования ETF в России.

Внесение изменений в российское законодательство послужило бы существенным толчком для развития сектора инвестиционных услуг в России, а также создало бы условия для формирования российского биржевого фонда благодаря закреплению на уровне ФЗ «Об инвестиционных фондах» понятия ETF и утверждения допустимой структуры активов.

В общем, стоит предполагать, что со стабилизацией финансовой ситуации в России и возобновления растущего тренда на российском фондовом рынке инвестиции в ETF могут вырасти с высокой вероятностью в несколько раз благодаря простоте использования данного инструмента, низким порогом входа, высокой диверсификацией вложений и прозрачной структуры портфеля. Свою роль также должен сыграть так называемый эффект низкой базы, то есть крайне низкая степень развития биржевых фондов в России.

Дополнительным стимулом более активного использования фондов ETF является возможность диверсифицировать инвестиционный портфель и приобретать финансовые инструменты, обращающиеся на международных биржевых площадках. Причем данный финансовый инструмент предоставляет доступ к инвестициям, ориентированным на целый сектор экономики.

Кроме этого на рынке вскоре появится несколько биржевых фондов, позволяющих инвестировать в сферу блокчейна. Эти инструменты дадут возможность заработать на интересе к блокчейну, не прибегая к криптовалютам.

Блокчейн — это технология распределенных реестров, ставшая одной из

самых обсуждаемых тем последних двух лет. Технология блокчейна внезапно стала нужна всем: ее внедряют финансовые организации и государственные структуры, на блокчейне работает система цифровых денег — криптовалют. Неудивительно, что традиционные инвесторы также ищут способы вложиться в технологию через создание подобных фондов. Reality Shares Nasdaq Blockchain Economy ETF, First Trust Indxx Blockchain ETF и Horizons Blockchain ETF будут фондами с пассивным управлением.

В индекс Reality Shares Nasdaq Blockchain Economy и в соответствующий фонд войдут бумаги глобальных компаний, которые осуществляют вложения в «развитие, изучение, поддержку, разработку и использование технологии блокчейна». Например, это может быть создание системы проверки трансграничных платежей посредством блокчейна, работа над более эффективной системой хранения и защиты облачных цифровых данных и т.д.

Кроме этого, в настоящее время запущен финансовый автопилот, позволяющий определить риск-профиль клиента, цель инвестирования, временной горизонт, ожидаемую доходность и на основании данных показателей сформировать портфель из ETF.

Чтобы иметь возможность приобрести бумаги ETF, российскому инвестору необходимо заключить соответствующий договор с брокером, обеспечивающим доступ на международные фондовые площадки. За операции российский брокер будет брать комиссию, которая в среднем составляет около 0,04% от суммы сделки. При этом брокер будет выступать налоговым агентом своего клиента (платить НДФЛ 13% от прибыли, которая складывается из изменения курса ценных бумаг и валютного курса в случае продажи бумаг) [41].

С инвестиционной точки зрения ETF стоит рассматривать как наиболее рациональную возможность вложений с наименьшим риском в определенные секторы промышленности или в экономики различных стран и их рынков. Затраты на управление инвестиционными фондами и трансакционные издержки при приобретении их ценных бумаг на биржах в гораздо ниже, чем

при приобретении ценных бумаг обычных инвестиционных фондов открытого типа.

При проведении сравнения ПИФов и ETF можно прийти к выводу, что ПИФ своего рода предшественник ETF, а ETF вобрал в себя только лучшие его качества. Характеристики, проверенные на практике объединились с усовершенствованной техникой, и в итоге появляется высоколиквидный инструмент в виде данных биржевых фондов.

ГЛАВА 3. ПРОБЛЕМЫ РЫНКА ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

Паевые инвестиционные фонды (ПИФы) как элемент экономической системы делают весомую функцию – они дают возможность коллективно инвестировать средства в инструменты фондового рынка, получать прибыль на объединенные в фонды активы, распределять её меж инвесторов пропорционально численности паев и аккумулировать в экономике средства значительного количества инвесторов, не располагающих существенными денежными средствами. Профессиональное управление денежными средствами пайщиков, доступность, диверсификация инвестиционных рисков, прозрачная инфраструктура ПИФов, строгий контроль над работой со стороны страны, высокая ликвидность пая у открытых фондов и иные выдающиеся качества ПИФов обеспечивают их интерес для инвесторов.

Возникновение механизма коллективных инвестиций в нашей стране было связано с тем, что собственно самостоятельные операции на финансовых рынках нередко оказывались труднодоступными частным инвесторам. Главные предпосылки – дефицит познаний в данной области, требуется посвящать данному типу работы существенное время, значительные издержки на воссоздание эффективно диверсифицированного портфеля. По причине особенностей инфраструктуры рынка долговых требований его участникам нередко неприбыльно работать с небольшими средствами инвесторов, а кое-какие выпуски госбумаг напросто не предусмотрены для размещения среди физических лиц. Создание ПИФов содействует преодолению аналогичных преград, а еще стимулированию инвестиционной активности населения.

В последнее время паевые инвестиционные фонды (ПИФы) считаются наилучшим способом вложения средств на фондовом рынке. Паевые инвестиционные фонды инвесторам дают возможность аккумулировать малые капиталы с целью их сбережения и получения прибыли. Разнообразный выбор инвестиционных направлений интересен разному кругу инвесторов (как

квалифицированным, так и не квалифицированным).

Паевые инвестиционные фонды воплощают в жизнь весомую социально-экономическую роль на рынке капитала, предоставляя возможность как гражданам вкладывать и приумножать собственные сбережения с поддержкой профессиональных посредников при наименьших инвестиционных вложениях, так и государству привлекать на финансовый рынок существенные денежные ресурсы индивидуальных инвесторов.

По мере увеличения культуры граждан в инвестировании, возникновению представлений об ожидаемой доходности, риске и ликвидности, одной из насущных задач является полное удовлетворение потребностей пайщиков при инвестировании в паевые фонды. При индивидуальном доверительном управлении инвестиционный портфель подстраивается под клиента, а у ПИФов эти способности ограничены. В связи с данными обстоятельствами перед потенциальными инвесторами возникает проблема выбора определенного фонда. Кроме этого, проблема выбора возникает перед пайщиком в рамках линейки ПИФов в одной управляющей компании.

Как правило, управляющие компании предлагают покупателям перечень фондов, состоящих, как правило, из одних и тех же ценных бумаг российского фондового рынка [30].

По причине главный подход к клиенту основан на его отношении к связке «риск – доход», эти фонды универсальны. Исходя из сего, пайщику предлагается конкретный ПИФ, но в то же время игнорируются иные существенные характеристики (ликвидность вложений, срок инвестирования, направление инвестирования и др.), в соблюдении коих инвестор также заинтересован. Пайщику не всякий раз удается квалифицировать даже предлагаемые параметры соотношения «риск – доход», которые возможно высчитать лишь только исходя из наполнения портфеля, а портфель ПИФа изменяется довольно проворно. В сущности, при представленном подходе при выборе паевого инвестиционного фонда инвестор обладает только информацией о доходности фонда в прошлые годы.

Делая выбор паевого инвестиционного фонда на базе подобной информации, пайщик обращает внимание лишь только на наибольшую доходность. Определением направленности инвестирования, рискованности вложений и их ожидаемого дохода занимается в предоставленном случае управляющая компания. Впрочем аналогичный случай был бы более уместен на исходном этапе становления российского фондового рынка и рынка коллективных инвестиций. За это время возможно было проследить за прямой зависимостью подъема индекса и всего диапазона бумаг, автономно от принадлежности к отрасли. Дифференциация между акциями была небольшой, а корреляция каждой из них с индексом — высокой [7].

Со временем отраслевые различия делаются все более заметными, что собственно определяет более внимательный подход при инвестировании, выбору отраслей и компаний. Вследствие этого интерес частных инвесторов уменьшается при доверительном управлении. Понимая это, большинство управляющих компаний пошли по пути расширения линейки фондов и образования индексных ПИФов.

В настоящее время паевые инвестиционные фонды (ПИФы) пользуются популярностью не только среди институциональных инвесторов, но и среди частных инвесторов. Это обусловлено в связи с изменениями, происходящими на финансовых рынках страны, снижением процентных ставок по вкладам в банках, изменением курса доллара. Повышается восприимчивость к информации о новых способах сохранения и преумножения своих денег среди владельцев сбережений.

Возможно сказать, что собственно основное направление принципа пассивного инвестирования сводится к обеспечиванию лучшей доходности при требуемом уровне риска. Однако, если инвестор не приемлет для себя подобную степень риска, то индексный фонд снова же не будет ему интересен.

Следует обратить внимание, что создание существенного капитала на долгий срок возможно через сбережения населения, аккумулируемые паевыми

инвестиционными фондами, вследствие этого приток финансово активных граждан в коллективное инвестирование обеспечит ее реализацию и развитие.

Сформируем главные проблемы развития паевых инвестиционных фондов в России и предложим возможные пути их решения. Проблемы российского рынка паевых инвестиционных фондов и пути их решения представлены в таблице 3.1.

Таблица 3.1

Проблемы российского рынка паевых инвестиционных фондов

Выявленная проблема	Описание	Возможные пути решения
Невысокий потенциал инвестиций в ПИФов	Компенсационные фонды гарантии при инвестировании отсутствуют	Образование государственной системы страхования инвестиций инвесторов: введение обязанности управляющего ПИФом по страхованию своей ответственности
Недостаточное количество производных финансовых инструментов	Для проведения операций хеджирования с целью снижения рисков уменьшения стоимости пая недостаточно возможностей	Развитие рынка производных финансовых инструментов
Информационная открытость управляющих компаний находится на невысоком уровне	Частные инвесторы относятся недоверчиво	На основе информации Центрального Банка формирование общей базы статистики

Продолжение таблицы 3.1

Политика управления рисками в управляющих компаниях находится на невысоком уровене	В условиях нестабильного рынка множество управляющих компаний неспособны работать эффективно	В организационной структуре управляющей компании появление позиции риск-менеджера
Невысокая финансовая образованность граждан	Неполноценное представление информации о возможностях инвестирования в паевые инвестиционные фонды	Реализация государственных программ, направленных на повышение финансовой грамотности населения

Источник: составлено автором на основании [15]

Проблему невысокого потенциала ПИФов в сфере инвестиций возможно решить при помощи содействия управляющих компаний при осуществлении социально важных инвестиционных проектов страны, осуществляемых посредством инструментов государственно-частного партнерства (ГЧП), что, сделает возможным не только лишь увеличением эффективности применения финансовых ресурсов управляющей компании, но и будет считаться залогом независимости оценки и наибольшей эффективности применения бюджета проекта. Дополнительным финансовым инструментом в рамках представленного партнерства может являться эмиссия облигаций объектов инфраструктуры и ипотечных ценных бумаг под госгарантии нашей страны, что собственно позволит фондам увеличивать ресурсную базу [16].

Эффективность вложения средств инвесторов, доходность вложений и риск зависят от финансовых инструментов, предлагаемых рынком. В данной связи появляется проблема, ограниченного объема фондового рынка.

Размер капитализации финансового рынка России, ограниченность деривативных инструментов и высоколиквидных ценных бумаг считаются

значимыми препятствиями для развития системы коллективных инвестиций. Управляющие компании не имеют возможность использовать инструменты хеджирования с целью уменьшения рисков снижения стоимости пая, обеспечивания прогнозируемости и экономической стабильности своей деятельности по причине слабой степени развития рынка деривативов.

В развитии этих механизмов значительное место должно занимать упрощение процесса эмиссии ценных бумаг, создание благоприятных условий для осуществления секьюритизации, обеспечиванию комфортных налоговых условий для инвесторов в рамках коллективного инвестирования, защиты вложений частных инвесторов на финансовом рынке.

Неполная информационная прозрачность деятельности управляющих компаний по опубликованию результатов для всех заинтересованных лиц является важным препятствием в развитии системы коллективного инвестирования. Структура инвестиционного портфеля представляется в неполном объеме, что не позволяет инвесторам в полной мере риск вложений в паевый инвестиционный фонд и ограничивает их привлечение

Внедрение и использование управляющими компаниями одинаковых подходов к раскрытию информации на базе стандартов GIPS (Global Investor Performance Standards) может способствовать решению данной проблемы. Одним из видов саморегулирования могут рассматриваться стандарты, основанные на практике профессиональных участников развитых рынков [8].

Независимым аудитором подтверждается на соответствие стандартам процесс верификации, что собственно для инвестора повышает надежность фонда при вложении сбережений. Привлечение зарубежных инвесторов на российский рынок и развитие финансовой глобализации вызвали необходимость внедрения стандартов, кроме этого соответствие стандартам компании может отразится на ее конкурентоспособности.

Управление рисками управляющими компаниями паевых инвестиционных фондов, которое находится на недостаточно высоком уровне, является еще одной проблемой. Множество управляющих компаний

продемонстрировали неспособность эффективно функционировать в условиях нестабильных и волатильных рынков в мировой экономический кризис.

Российская система коллективного инвестирования считается инвестиционным институтом, сопряженным со всеми рисками фондового рынка. В связи с этим эффективная система управления рисками паевого инвестиционного фонда является залогом вложения средств инвесторов.

Высокую оценку в рейтинге инвестиционной деятельности управляющей компании невозможно получить без эффективной системы риск-менеджмента. У множества управляющих компаний нет стимулов для увеличения качества и надежности профессионального управления активами, в том числе за счет эффективного риск-менеджмента, впрочем институт рейтинговых оценок слабо развит в России.

Создание должности риск-менеджера в управляющей компании и соответствие его конкретным квалификационным требованиям, а еще его участие в процессе принятия инвестиционных решений может разрешить данную проблему. Увеличение минимального размера собственных средств управляющей компании, создание комплексной системы государственного надзора ориентированного на риск могут стать мерами, повышающих экономическую стабильность и надежность управляющих компаний.

Профессиональным саморегулируемым организациям должна принадлежать значимая роль в системе коллективного инвестирования на российском финансовом рынке. Необходимо использовать экспертным рейтинговым агентствам положительный иностранный опыт в стабильном функционировании, регулировании и оздоровлении рынка коллективных инвесторов. Создание государственного гарантийного фонда, использование различных компенсационных механизмов, введение обязательного страхования профессиональной ответственности управляющего в управляющей компании паевого инвестиционного фонда будут иметь значительное влияние для эффективного функционирования системы коллективного инвестирования [12].

В качестве ещё одной проблемы развития российского рынка ПИФов

рассматривается невысокая финансовая грамотность населения. Отмечается недостаточность информации для широких слоев населения как вероятных инвесторов по возможностям использования различных инвестиционных стратегий с использованием механизмов паевых фондов в настоящих условиях функционирования инвестиционных институтов в РФ [8].

Для увеличения активности граждан в сфере инвестиций, притока в коллективные инвестиции существенных временно свободных финансовых ресурсов и обеспечения эффективной деятельности финансового рынка требуется комплексная программа, реализуемая государством в рамках повышения финансовой грамотности граждан в СМИ, а также выработка системы мер, направленных на защиты прав и интересов инвесторов.

Стабильному развитию финансовой системы России может способствовать результативная система коллективных инвестиций, которая позволит: обеспечить рост ВВП; привлечение на финансовый рынок страны существенную величину финансовых ресурсов длительный срок для инновационного развития экономики; создание гарантийного фонда, который позволит осуществить защиту прав инвесторов.

Таким образом, увеличению инвестиционной активности населения, привлечению в экономику значительных финансовых ресурсов и эффективному развитию российского финансового рынка в целом будет способствовать решение выявленных проблем функционирования российских паевых инвестиционных фондов.

Паевый инвестиционый фонд своего рода предшественник ETF, а ETF вобрал в себя только лучшие его качества. Характеристики, проверенные на практике объединились с усовершенствованной техникой, и в итоге появляется высоколиквидный инструмент в виде данных зарубежных биржевых фондов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Основная цель настоящего исследования состояла в оценке эффективности управления паевыми инвестиционными фондами.

Прежде всего, мы рассмотрели паевые инвестиционных фонды в рамках системы коллективного инвестирования, изучили механизм его функционирования, выделили его типы и категории.

Паевые инвестиционные фонды достаточно давно вошли в состав инвестиционного мира. Они завоевали большую популярность в развитых зарубежных странах, а в последние годы стали наиболее динамично развивающимися финансовыми институтами и в России. Они играют важную роль в мировой экономике, а также в экономиках отдельных стран.

Благодаря ПИФам, аккумулируются значительные ресурсы, которые направляются на развитие различных объектов, реализуют механизм перераспределения инвестиций между организациями и отраслями экономики. Паевые фонды в состоянии усилить инвестиционный спрос, стимулировать обращение ценных бумаг и, в конечном счете, обеспечить приток инвестиционных ресурсов в производство.

Кроме этого был рассмотрен аналог ПИФа – относительно новый института инвестирования - биржевой инвестиционный фонд, который появился относительно недавно, но уже успел стать популярным среди частных инвесторов. Данный институт широко распространен в мировой практике. ETF превосходят по эффективности паевые инвестиционные фонды, точнее отслеживая индекс-бенчмарк, предлагая биржевую ликвидность дополнительно к ликвидности первичного рынка. Кроме того, расходы, связанные с вложением в них средств, существенно ниже, чем при использовании ПИФов. Данные преимущества послужили причиной внедрения на фондовый рынок России подобных институтов.

Затем в данном исследовании было сформулировано понятие эффективности управления паевых инвестиционных фондов, выделены методы

оценки эффективности управления паевых инвестиционных фондов. Были определены критерии оценки эффективности управления, по которым был проведен сравнительный анализ. Затем были рассмотрены основные показатели биржевых инвестиционных фондов и проведена оценка эффективности в сравнении с паевым инвестиционным фондом

В результате данного сравнения был сделан вывод, что биржевые инвестиционные фонды являются инструментом коллективного инвестирования и сочетают в себе все его преимущества, такие как защита вложений, возможность профессионального управления, низкие издержки и относительно малый размер инвестиций.

В третьей главе были выделены проблемы развития паевых и биржевых инвестиционных фондов и предложены пути их развития. Затем был проведен анализ рынка паевых инвестиционных фондов, в результате которого можно сделать вывод, что существенных изменений на данном рынке не произошло, как по количеству, так и по стоимости чистых активов.

Таким образом, проведенное исследование привело к выводу о том, что при наличии определенных недостатков организация обращения инвестиционных паев ETF на бирже дает значительные преимущества заинтересованным инвесторам, а также повышает эффективность рынка капитала России в целом, являясь положительным фактором в построении финансовой системы страны. Обращение инвестиционных паев на бирже повышает их доступность. Это обусловило интерес у частных инвесторов к ETF, который пока удовлетворяется за счет зарубежных фондов. Тем самым необходимо внедрение нового института инвестирования – ETF – в России.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Основная цель настоящего исследования состояла в оценке эффективности управления паевыми инвестиционными фондами.

Прежде всего, мы рассмотрели паевые инвестиционных фонды в рамках системы коллективного инвестирования, изучили механизм его функционирования, выделили его типы и категории.

Паевые инвестиционные фонды достаточно давно вошли в состав инвестиционного мира. Они завоевали большую популярность в развитых зарубежных странах, а в последние годы стали наиболее динамично развивающимися финансовыми институтами и в России. Они играют важную роль в мировой экономике, а также в экономиках отдельных стран.

Благодаря ПИФам, аккумулируются значительные ресурсы, которые направляются на развитие различных объектов, реализуют механизм перераспределения инвестиций между организациями и отраслями экономики. Паевые фонды в состоянии усилить инвестиционный спрос, стимулировать обращение ценных бумаг и, в конечном счете, обеспечить приток инвестиционных ресурсов в производство.

Кроме этого был рассмотрен аналог ПИФа – относительно новый института инвестирования - биржевой инвестиционный фонд, который появился относительно недавно, но уже успел стать популярным среди частных инвесторов. Данный институт широко распространен в мировой практике. ETF превосходят по эффективности паевые инвестиционные фонды, точнее отслеживая индекс-бенчмарк, предлагая биржевую ликвидность дополнительно к ликвидности первичного рынка. Кроме того, расходы, связанные с вложением в них средств, существенно ниже, чем при использовании ПИФов. Данные преимущества послужили причиной внедрения на фондовый рынок России подобных институтов.

Затем в данном исследовании было сформулировано понятие эффективности управления паевых инвестиционных фондов, выделены методы

оценки эффективности управления паевых инвестиционных фондов. Были определены критерии оценки эффективности управления, по которым был проведен сравнительный анализ. Затем были рассмотрены основные показатели биржевых инвестиционных фондов и проведена оценка эффективности в сравнении с паевым инвестиционным фондом

В результате данного сравнения был сделан вывод, что биржевые инвестиционные фонды являются инструментом коллективного инвестирования и сочетают в себе все его преимущества, такие как защита вложений, возможность профессионального управления, низкие издержки и относительно малый размер инвестиций.

В третьей главе были выделены проблемы развития паевых и биржевых инвестиционных фондов и предложены пути их развития. Затем был проведен анализ рынка паевых инвестиционных фондов, в результате которого можно сделать вывод, что существенных изменений на данном рынке не произошло, как по количеству, так и по стоимости чистых активов.

Таким образом, проведенное исследование привело к выводу о том, что при наличии определенных недостатков организация обращения инвестиционных паев ETF на бирже дает значительные преимущества заинтересованным инвесторам, а также повышает эффективность рынка капитала России в целом, являясь положительным фактором в построении финансовой системы страны. Обращение инвестиционных паев на бирже повышает их доступность. Это обусловило интерес у частных инвесторов к ETF, который пока удовлетворяется за счет зарубежных фондов. Тем самым необходимо внедрение нового института инвестирования – ETF – в России.

ПРИЛОЖЕНИЕ 1

Анализ эффективности управления паевых инвестиционных фондов

N	Название фонда	Название УК	Тип фонда	Дох-ть, %	коэф-т Шарпа	Коэф-т Сортино	VaR
1	2	3	4	5	6	7	8
1	Апрель Капитал – Акции второго эшелона	Апрель Капитал	открытый	209,99%	0,440	0,492	-6,26%
2	Апрель Капитал – Акции сырьевых компаний	Апрель Капитал	открытый	204,59%	0,385	0,500	-7,73%
3	Апрель Капитал – Акции	Апрель Капитал	открытый	164,75%	0,343	0,339	-7,13%
4	РСХБ – Лучшие отрасли	РСХБ Управление Активами	открытый	126,62%	0,296	0,356	-7,05%
5	Райффайзен – Индустриальный	Райффайзен Капитал	открытый	95,89%	0,219	0,299	-7,75%
6	ВТБ – Фонд Металлургии	ВТБ Капитал Управление активами	открытый	92,94%	0,214	0,309	-8,92%
7	ВТБ – Фонд Акций	ВТБ Капитал Управление активами	открытый	90,61%	0,206	0,227	-7,29%
8	Открытие – Акции	ОТКРЫТИЕ	открытый	88,92%	0,202	0,213	-7,18%
9	РСХБ – Фонд Акций	РСХБ Управление Активами	открытый	88,76%	0,205	0,245	-7,60%
10	Система Инвестиции – Фонд акций	Система Капитал	открытый	87,62%	0,209	0,304	-7,35%
11	Райффайзен – Сырьевой сектор	Райффайзен Капитал	открытый	83,97%	0,215	0,296	-7,05%
12	Сбербанк – Природные ресурсы	Сбербанк Управление Активами	открытый	70,47%	0,162	0,197	-7,52%
13	РГС -Индекс ММВБ	Управление Сбереже-ниями	открытый	62,12%	0,135	0,147	-6,88%
14	ВТБ - Индекс ММВБ	ВТБ Капитал Управление активами	открытый	57,03%	0,118	0,124	-6,94%
15	Солид – Индекс ММВБ	СОЛИД Менеджмент	открытый	56,78%	0,115	0,123	-7,11%
16	Открытие – Индекс ММВБ	ОТКРЫТИЕ	открытый	56,03%	0,110	0,116	-6,95%
17	Альфа–Капитал Индекс ММВБ	Альфа-Капитал	открытый	53,87%	0,107	0,110	-7,02%

Продолжение приложения 1

N	Название фонда	Название УК	Тип фонда	Дох-ть, %	коэф-т Шарпа	Коэф-т Сортино	VaR
18	БКС Индекс ММВБ	Брокер-кредит-сервис	открытый	52,34%	0,103	0,103	-6,99%
19	Газпромбанк – Индекс ММВБ	Газпромбанк - Управление активами	Открытый	50,05%	0,093	0,091	-7,10%
20	Райффайзен – Индекс ММВБ голубых фишек	Райффайзен Капитал	открытый	47,51%	0,075	0,076	-7,42%
21	КапиталЪ – Перспективные вложения	КапиталЪ	открытый	46,16%	0,080	0,087	-7,33%
22	Сбербанк – Фонд акций Добрыня Никитич	Сбербанк Управление Активами	открытый	44,61%	0,058	0,067	-8,12%

Источник: составлено автором на основании [22]

ПРИЛОЖЕНИЕ 2

Анализ эффективности управления паевых инвестиционных фондов

N	Название фонда	Волатильность	R2	α-коэф-т	β - коэф-т	ИПЭФ
1	Апрель Капитал – Акции второго эшелона	5,88%	38,76%	0,559	0,737	6,303
2	Апрель Капитал – Акции сырьевых компаний	6,83%	44,14%	1,868	0,913	4,944
3	Апрель Капитал – Акции	6,12%	67,27%	1,976	1,010	5,099
4	РСХБ – Лучшие отрасли	5,83%	79,36%	1,827	1,046	3,189
5	Райффайзен – Индустриальный	6,01%	48,47%	0,019	0,842	1,637
6	ВТБ – Фонд Металлургии	6,84%	37,25%	0,196	0,840	1,817
7	ВТБ – Фонд Акций	5,63%	86,27%	1,306	1,053	1,721
8	Открытие – Акции	5,53%	84,89%	1,073	1,026	1,457
9	РСХБ – Фонд Акций	5,84%	87,99%	1,697	1,103	1,565
10	Система Инвестиции – Фонд акций	5,67%	75,16%	0,889	0,990	2,107
11	Райффайзен – Сырьевой сектор	5,48%	71,42%	0,483	0,933	1,486
12	Сбербанк – Природные ресурсы	5,61%	77,59%	0,653	0,996	1,171
13	РГС – Индекс ММВБ	5,07%	94,18%	0,371	0,991	0,885
14	ВТБ - Индекс ММВБ	5,06%	94,58%	0,283	0,991	0,752
15	Солид – Индекс ММВБ	5,16%	94,82%	0,431	1,012	0,745
16	Открытие – Индекс ММВБ	5,04%	95,25%	0,238	0,990	0,746
17	Альфа–Капитал Индекс ММВБ	5,08%	94,61%	0,254	0,994	0,641
18	БКС Индекс ММВБ	5,04%	95,41%	0,215	0,992	0,572
19	Газпромбанк – Индекс ММВБ	5,08%	94,40%	0,178	0,993	0,513
20	Райффайзен – Индекс ММВБ голубых фишек	5,23%	94,84%	0,335	1,026	0,455
21	КапиталЪ – Перспективные вложения	5,19%	95,12%	0,304	1,019	0,421
22	Сбербанк – Фонд акций Добрыня Никитич	5,63%	83,47%	0,357	1,036	0,456

Источник: составлено автором на основании [22]