

ВОПРОСЫ ОБРАЗОВАНИЯ

О. А. Патокина¹, Т. А. Пустовалова¹

«У ПИФА»: О ПИФАХ, ИЛИ КАК СДЕЛАТЬ ВЫБОР НА РЫНКЕ КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ (учебный кейс)

¹ Санкт-Петербургский государственный университет, Российская Федерация, 199034, Санкт-Петербург, Университетская наб., д. 7/9

Кейс посвящен рассмотрению проблемы принятия решений при инвестировании средств через паевые инвестиционные фонды (ПИФы) и идентификации факторов, на них влияющих. Кейс адресован студентам, слушающим вводный курс «Финансовые институты и рынки». Его первая задача — анализ и оценка механизма инвестиций через ПИФы, что подразумевает уяснение правовой основы, установление участников, понимание инфраструктуры и принципов функционирования данной формы коллективных инвестиций, роли ПИФов в развитии финансовой системы, преимуществ и недостатков такой формы инвестиций для частных инвесторов. Вторая, более сложная, задача кейса — побуждение студентов, только начинающих изучение финансовых дисциплин, к размышлению о факторах, влияющих на результативность управления фондами коллективных инвестиций в условиях эффективного и реального российского финансового рынка, о путях построения объективных критериев эффективности ПИФов и управляющих компаний.

Ключевые слова: паевые инвестиционные фонды, чистая стоимость активов, управляющая компания, инвестиционное решение.

“AT PIF’S”: ON MUTUAL FUNDS, OR HOW TO MAKE DECISIONS ON THE MARKET OF COLLECTIVE INVESTMENTS (Case Study)

O. A. Patokina¹, T. A. Pustovalova¹

¹ St. Petersburg State University, 7/9, Universitetskaya nab., St. Petersburg, 199034, Russian Federation

Case is devoted to the problem of making investment decisions through mutual funds, and revealing factors, which have an influence on such decisions. The case is addressed to the students learning introductory course “Financial Institutions and Markets”. Its first goal is to analyze and evaluate the mechanism of private investments by means of mutual funds. This supposes that the students grasp legal fundamentals, determine participants,

understand infrastructure and principles of operating this institution of investments, the role of mutual funds in development of financial system, reveal its advantages and disadvantages for private investors. The second and more complicated task is to invite students, who have just started to study financial disciplines to think about factors effecting on mutual funds' performance under conditions of effective market, and in particular under conditions of real Russian market, to discuss a problem of modelling criteria for measuring effectiveness and efficiency of mutual funds and management companies' activity.

Keywords: mutual funds, net worth of assets, management company, investment decision.

В солнечный мартовский полдень три старых друга собрались на деловой обед в уютном кафе «У Пифа».¹ Это было традиционное место для их встреч. Во-первых, кафе находилось в центре, на одинаковом расстоянии от офисов друзей; в нем было не шумно, да и народ там обычно собирался не просто перекусить, а в основном обсудить какие-то дела. Андрей Петров, Владимир Коротков и Евгений Носов давно знали друг друга. Когда-то они учились в одном классе, играли в одной футбольной команде, но потом их пути разошлись. Андрей успел поработать в Москве, Владимир — в Европе, и только Евгений никуда не уезжал и продолжал трудиться все в той же компании, куда пришел еще студентом пятого курса университета. Хотя друзья теперь работали в разных компаниях, их деловые интересы пересекались.

Все рабочие вопросы были решены, и беседа плавно перетекла в русло приятной болтовни. Обсудив недавние поездки, обменявшись новостями о взрослых детях, друзья заговорили о деньгах. Речь зашла не о контрактах и проектах, которыми они занимались как руководители в своих организациях, а о тех личных денежных суммах, которые время от времени появлялись у них в виде премий, бонусов и каких-то старых накоплений. Этот вопрос сейчас особенно интересовал Евгения, который только что продал машину и думал, что делать с деньгами. Вложить куда-нибудь временно свободные деньги или вовсе оставить, как он шутил, «на старость» или «на карманные расходы»?

¹ Пиф (Pif) — веселый песик, герой французских комиксов, популярных в 60–70-е гг. XX в.

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) — обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией (Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 № 156-ФЗ. ст. 10, п. 1).

«Ты что делаешь с деньгами? — обратился Евгений к Андрею. — Ты же у нас всегда был самым продвинутым в финансовых науках». — «Да ничего не делаю, — ответил Андрей. — Для себя я все решил — деньги в банк. Спокойно, надежно и нехлопотно. А вы не согласны?» Друзья молчали. Уж очень низкие проценты предлагали банки. А как быть с инфляцией?

Владимир немного подумал, вздохнул и сказал: «А я решил снова попытать счастья на финансовом рынке, но только теперь я вкладываю деньги в финансовые активы через паевые инвестиционные фонды, ПИФы, за границей многие так делают».

Друзья с удивлением посмотрели на Владимира. У них был неудачный опыт вложения в ценные бумаги — они уже вкладывали значительные суммы в покупку акций, но недавний кризис практически свел их вложения к нулю. Часть средств им все же удалось вернуть, но каких сил и нервов это стоило! Они запомнили это навсегда. И конечно, о получении дохода в такой ситуации не могло быть и речи.

«А почему ты решил вкладывать деньги через какого-то посредника — ПИФа? Не лучше ли вложить деньги непосредственно в акции какой-то надежной российской компании или банка? — спросил Евгений. — Здесь все понятно. Купил акции — подержал, а когда их цена выросла, продал, получил доход. Зачем тебе еще какие-то ПИФы? Они ведь вкладывают твои деньги в те же акции, которые ты мог бы купить и сам. Или во что там еще?

**Выдержки из Федерального закона «Об инвестиционных фондах»
от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ, ст. 33**

- «1. В состав активов паевых инвестиционных фондов могут входить денежные средства, в том числе в иностранной валюте, а также:
- 1) государственные ценные бумаги Российской Федерации и государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации;
 - 2) муниципальные ценные бумаги;
 - 3) акции и облигации российских хозяйственных обществ;
 - 4) ценные бумаги иностранных государств;
 - 5) акции иностранных акционерных обществ и облигации иностранных коммерческих организаций;
 - 6) инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов;
 - 7) ипотечные ценные бумаги, выпущенные в соответствии с законодательством Российской Федерации об ипотечных ценных бумагах;
 - 8) российские депозитарные расписки;
 - 9) иные ценные бумаги, предусмотренные нормативными правовыми актами федерального органа исполнит».

Наверное, с тебя и деньги за это берут?» — «Деньги, конечно, берут, — отозвался Владимир, — но только не ПИФы, а управляющие компании.

ПИФ — это набор финансовых активов, купленных вкладчиком пайщиками ПИФа. Решения о приобретении тех или иных активов на деньги пайщиков принимает управляющая компания (УК). Ее вознаграждение — это фиксированный процент от стоимости чистых активов ПИФа (он ограничен законодательством, регулирующим деятельность ПИФов), поэтому УК сама заинтересована в повышении эффективности вложений пайщиков. За счет этого вознаграждения УК организует аналитическую работу по анализу рынка, оплачивает услуги брокеров при покупке и продаже активов ПИФа, покрывает свои административные затраты и получает предпринимательский доход. Деньги пайщиков находятся не на счете УК, а на специальном счете ПИФа в банке и могут быть использованы УК только по целевому назначению — на покупку финансовых активов и оплату услуг, предоставляемых ПИФу обслуживающими его организациями.

Информация о финансовых активах ПИФа, их стоимости и сами ценные бумаги хранятся в депозитарии, а информация о паях (доле в активах ПИФа), которыми владеют отдельные вкладчики ПИФа, — в реестрах компании-регистратора.

**Выдержки из Федерального закона «Об инвестиционных фондах»
от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ**

Ст. 42

1. Имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд (ПИФ), должно учитываться в специализированном депозитарии.

Ст. 47. Реестр владельцев инвестиционных паев

1. Реестр владельцев инвестиционных паев — система записей о ПИФе, об общем количестве выданных и погашенных паев, о владельцах и количестве принадлежащих им паев... записей о приобретении, об обмене, о передаче или погашении паев.
2. Ведение реестра... вправе осуществлять только юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление этой деятельности.

Ст. 50. Ежегодный аудит

2. Ежегодному аудиту подлежат:

- 1) бухгалтерская (финансовая) отчетность ПИФ;
- 2) состав и структура имущества, составляющего ПИФ;
- 3) расчет стоимости чистых активов, оценка расчетной стоимости одного инвестиционного пая, цены размещения и цены выкупа акции или суммы, на которую выдается один инвестиционный пай, и суммы денежной компенсации, подлежащей выплате в связи с его погашением;
- 4) соблюдение требований, предъявляемых к порядку хранения имущества;
- 5) сделки, совершенные с активами ПИФ.

Структура и движение стоимости активов, принадлежащих ПИФу, отражается на его балансе, который ведет бухгалтер. За услуги банка, депозитария, регистратора, бухгалтера, конечно, тоже нужно платить. Для оплаты этих услуг обычно используется комиссионный доход.

При покупке паев ПИФа и их продаже при выходе из фонда с каждого пайщика удерживается комиссия за операцию. Законодательство о ПИФах² ограничивает размер комиссии: 1,5% от стоимости пая при его покупке и 3% от стоимости пая при его продаже. Управляющая компания может варьировать величину комиссии в рамках установленных ограничений, увязывая размер комиссии со сроком владения паями. Эти средства поступают на оплату услуг инфраструктурных организаций, обеспечивающих прозрачность и безопасность операций с паями вкладчиков».

«Зачем столько нахлебников?» — вздохнул Евгений. «Затем, чтобы защищать и охранять интересы вкладчиков ПИФа, чтобы ПИФ не превратился в очередную пирамиду МММ», — ответил Владимир.

«Наверное, дешевле самому покупать акции или облигации на рынке?» — вступил в разговор Андрей.

«Дешевле-то дешевле, — усмехнулся Владимир, — но не все, что дешевле, идет тебе на пользу. Во-первых, подумай, хватит ли у тебя времени и квалификации, чтобы правильно оценивать перспективность тех или иных финансовых активов с точки зрения их будущей цены? Цены акций очень подвижны, они то растут, то начинают падать. Нужно постоянно не только следить за их движением, но и понимать, какие фундаментальные факторы могут повлиять на изменение цены в будущем, чтобы правильно выбирать активы для инвестиций, моменты их покупки и продажи. В УК этим занимаются профессиональные аналитики. Кроме того, если ты сам захочешь управлять своим портфелем, тебе придется оплачивать услуги брокеров при покупке и продаже своих ценных бумаг и платить налог на доходы по результатам всех операций по управлению портфелем. Во-вторых, золотое правило инвестора гласит: “Нельзя класть все яйца в одну корзину”. Чтобы снизить риск, нужно одновременно владеть целым набором активов, портфелем активов, а составив портфель, управлять им. Вряд ли твои наличные средства позволят тебе составить достаточно разнообразный портфель. Вкладывая даже незначительную сумму в покупку паев ПИФа, ты автоматически становишься совладельцем широко диверсифицированного портфеля финансовых активов, рыночная стоимость которого колеблется во времени существенно меньше, чем цена отдельного актива. Таким образом, ты снижаешь риск своих вложений».

² Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ.

«Правильно я тебя понял, что в любой момент я смогу забрать свои деньги из ПИФа?» — задал вдруг вопрос Евгений.

«Нет, неправильно. ПИФ — не банк. Тебе возвращают не вложенные тобой деньги, а текущую стоимость твоего пая. Она определяется рыночной стоимостью активов, приобретенных ранее, которая может оказаться как существенно выше суммы, внесенной тобой в ПИФ при покупке паев, так и ниже нее в зависимости от состояния рынка на момент продажи пая.

$$\begin{aligned} \text{Стоимость пая} &= \frac{\text{Стоимость чистых активов}}{\text{Число проданных паев}} = \\ &= \frac{\text{Активы ПИФа} - \text{Обязательства ПИФа}}{\text{Число проданных паев}} \end{aligned}$$

При этом у пайщика возникают транзакционные издержки — как временные (задержка выплаты денежных средств на срок до 15 дней), так и денежные (скидка с расчетной стоимости пая, которая поступает в доход УК). ПИФы бывают разные. Проданные паи выкупают по требованию пайщика только так называемые открытые ПИФы. Интервальные ПИФы выкупают паи только в заранее определенный интервал времени в течение года. Существуют еще и закрытые ПИФы, где денежный эквивалент своего пая можно получить лишь после ликвидации ПИФа и продажи его активов. Однако паи закрытых ПИФов могут быть проданы или куплены на бирже».

«А могу я повлиять на то, в какие активы будут вкладываться средства пайщиков ПИФа, если у меня есть свои приоритеты относительно объектов инвестиций?» — продолжил Евгений.

«Напрямую не можешь. УК реализует свою политику при составлении и управлении портфелем активов ПИФа, которая определяется в инвестиционной декларации, разрабатываемой для каждого ПИФа. Более того, государственный регулятор устанавливает для УК ряд ограничений как на направления, так и на объемы инвестиций средств ПИФа» — ответил Владимир.

**Выдержка из Правил доверительного управления
ОПИФом «Арсгера — фонд акций»**

Инвестиционная декларация.

Объекты инвестирования, их состав и описание.

Имущество, составляющее Фонд, может быть инвестировано в полностью оплаченные обыкновенные и привилегированные акции российских открытых акционерных обществ, за исключением акций акционерных инвестиционных фондов.

В состав активов Фонда могут входить денежные средства, на счетах и во вкладах в кредитных организациях, за исключением иностранной валюты.

Структура активов Фонда должна одновременно соответствовать следующим требованиям:

- 1) денежные средства, находящиеся во вкладах в одной кредитной организации, могут составлять не более 25 процентов стоимости активов;
- 2) не менее двух третей рабочих дней в течение одного календарного квартала оценочная стоимость акций российских акционерных обществ должна составлять не менее 50 процентов стоимости активов;
- 3) оценочная стоимость ценных бумаг одного эмитента может составлять не более 15 процентов стоимости активов;
- 4) оценочная стоимость неликвидных ценных бумаг может составлять не более 10 процентов стоимости активов.

«Получается, что у инвестора в случае ПИФа нет никакой свободы выбора? — продолжал Евгений. — Это неинтересно».

«Свобода выбора есть, — засмеялся Владимир, — но это — свобода выбора ПИФа и УК. ПИФы бывают очень разные, и различаются они в том числе приоритетами при выборе активов, которые покупаются на средства пайщиков. Есть ПИФы, которые вкладывают деньги пайщиков только в облигации либо только в акции, или ПИФы смешанных инвестиций. Бывают отраслевые ПИФы, которые вкладывают средства в акции компаний определенной отрасли, например электроэнергетики либо телекоммуникаций, или в акции металлургических заводов. Если ты душой болеешь за высокие технологии, то вкладывай свои деньги в ПИФ „Альфа-Капитал Высокие технологии“. Бывают ПИФы, инвестирующие в объекты недвижимости, инфраструктурные ПИФы, которые вкладывают средства пайщиков в реализацию инфраструктурных проектов.³ Так что, как видишь, выбор у тебя огромный, — заключил Владимир. — Однако, если ты хочешь, чтобы учитывались твои личные приоритеты в выборе активов, можешь воспользоваться услугой доверительного управления активами. УК, которые управляют портфелями ПИФов, обычно занимаются и доверительным управлением. Замечу, что для этого им нужно иметь отдельную лицензию. Только боюсь, что твоего капитала будет недостаточно для такого способа инвестиций».

«Почему?» — удивился Евгений.

«Для эффективного доверительного управления нужно создать не только диверсифицированный, но и достаточно большой по стоимости портфель, чтобы за счет доходов покрывать затраты доверительного управления. А в ПИФ можно принести для начала хоть 1 тыс. руб., а потом постепенно

³ По данным агентства Sбonds, на 30 сентября 2013 г. в России зарегистрировано 1585 фондов. Стоимость их чистых активов на эту дату составляла свыше 558,5 млрд руб. Типология и структура российских паевых фондов отражены в Приложении 1.

докупать паи, если такая форма инвестиций пришлась по душе. Я первоначально вложил небольшие деньги, а теперь вкладываю 10% от заработной платы ежемесячно. Посмотрим, что получится через пару-тройку лет», ответил Владимир.

«А зачем так долго ждать, разве сегодня не понятно, выгодны тебе такие инвестиции или нет? — задал очередной вопрос Андрей. — Я знаю, что в своем банке за последние полгода получил процентный доход в размере 60 тыс. руб., что соответствует доходности 6% годовых».

«При вложении средств в ПИФ все не так просто, — ответил Владимир. — Из-за высокой волатильности финансовых активов стоимость пая меняется практически ежедневно, а соответственно, и показатели доходности инвестиций. Устойчивый финансовый результат от таких вложений накапливается за 2–3 года. Тогда и будем сравнивать эффект твоих и моих вложений».

«Так что же, невозможно вот так, навскидку, оценить эффективность работы ПИФов или управляющих компаний? — возмутился Евгений. — Как же тогда инвестору сделать выбор между разными ПИФами? Или нужно выбирать управляющую компанию?»

«Сравнительная оценка эффективности деятельности ПИФов и управляющих компаний — непростая задача, — задумчиво сказал Владимир. — Доходность инвестиций ПИФа зависит от изменения рыночной стоимости портфеля его активов и затрат на управление. На динамику стоимости портфеля влияют не только инвестиционные решения, принимаемые управляющей компанией (выбор активов, структуры портфеля, стратегии управления портфелем), но и внешние макроэкономические и политические факторы, которые оказывают воздействие на динамику рынка в целом и его отдельных сегментов. Существуют аналитические агентства, которые разрабатывают показатели для измерения доходности, уровня риска вложений для ПИФов, существуют методики построения эталонов (benchmarks) для оценки результативности работы УК. На основе этих достаточно разнообразных показателей строятся рейтинги ПИФов (Приложения 2–4) и УК (Приложения 5, 6) по результатам работы для различных временных интервалов. Вся эта информация доступна для инвесторов, например, на сайтах www.rbc.ru, <http://pif.investfunds.ru>. Кроме того, сами управляющие компании на своих сайтах стремятся раскрывать в максимальной степени информацию, позволяющую инвестору понять приоритеты и политику инвестирования компании, структуру активов тех фондов, которыми они управляют. Так что смотри, думай, выбирай».

«Однако мы заболтались, — сказал, взглянув на часы, Андрей. — Профессор, заканчивайте вашу лекцию. Пора на работу».

Друзья поднялись из-за стола, тепло попрощались и разошлись по своим офисам.

Придя вечером домой, Евгений вспомнил разговор за обедом: «А может, и мне попробовать вложить деньги в ПИФ. С чего же начать? Ведь последние годы я был настолько далек от рынка ценных бумаг». И он включил свой компьютер.

Интернет обрушил на Евгения настоящий «девятый вал» информации о ПИФах (Приложения 2–6). Только как сориентироваться среди такого большого количества ПИФов, управляющих компаний и выбрать «свой ПИФ» и «свою компанию»? В составе наименований управляющих компаний он встретил названия хорошо знакомых банков (Сбербанк, ВТБ, Райффайзен, Альфа, Уралсиб). Управляющие компании, аффилированные с крупнейшими банками, лидировали по стоимости активов в управлении, по количеству находящихся под их управлением ПИФов. Рейтинги ПИФов и управляющих компаний, предлагаемые такими аналитическими агентствами, как РБК, «Эксперт – РА», Sbonds (Приложение 6), размещенные на портале Investfunds, не проясняли, а лишь запутывали, как казалось Евгению, ситуацию. ПИФы, находящиеся под управлением одних и тех же управляющих компаний, оказались на совершенно разных ступеньках рейтинга. Управляющие компании имели ПИФы-лидеры (по доходности) и ПИФы-аутсайдеры, причем лидерами и аутсайдерами могли оказаться ПИФы, ориентированные на одни и те же инструменты финансового рынка. Интересным Евгению показалось и то, что некоторые ПИФы, показавшие за последний год провальный результат по росту доходности своих портфелей активов, на более длительном временном интервале (3–5 лет) стали лидерами. В первой десятке по доходности за пять лет (Приложение 2) оказались ПИФы, стоимость активов которых различается в 50 раз. Среди них оказалось лишь два крупных ПИФа со стоимостью чистых активов, превышающей 500 млн руб., а у остальных она колебалась от 20 до 200 млн руб. В число лидеров попали как отраслевые ПИФы акций, так и фонды, имеющие в своем портфеле акции компаний разных отраслей.

Как же сориентироваться в этом разнообразии? Как сделать свой выбор?

ВОПРОСЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ

1. Назовите преимущества и недостатки коллективных инвестиций с помощью ПИФов по сравнению с альтернативными формами инвестиций для индивидуальных инвесторов.
2. Какие виды ПИФов разрешены и какие виды активов могут быть объектом коллективных инвестиций по законодательству РФ?
3. Из каких институтов складывается система коллективных инвестиций? Объясните роль каждого института.
4. Что такое управляющая компания, каковы ее функции, как она зарабатывает деньги, из чего складываются ее доходы и расходы?

5. Какие характеристики паевого инвестиционного фонда вы рекомендовали бы учитывать инвестору при выборе фонда для своих инвестиций?
6. Какие критерии вы предложили бы использовать для оценки успешности деятельности управляющей компании по управлению ПИФом?
7. Что такое рейтинги ПИФов, УК? Зачем и кому они нужны?
8. Как, по вашему мнению, цели, источники средств и индивидуальные предпочтения инвестора могут влиять на выбор УК и ПИФа?

Приложение 1

История становления и состояние рынка паевых фондов в РФ

Первое упоминание о паевых инвестиционных фондах или, как их называют в мире, взаимных фондах (Mutual Funds) относится еще к XVIII в. В июле 1774 г. амстердамский брокер Абрахам ван Кетвих выставил на рынок диверсифицированный пул ценных бумаг, разработанный специально для людей «скромных возможностей». Инструмент имел большой успех, и вскоре, к концу XVIII в., было создано более 30 подобных инструментов. Несмотря на изобретение ван Кетвиха, началом истории инвестиционных фондов принято считать 1868 г., когда был создан *Foreign and Colonial Government Trust* в Англии. Этот фонд инвестировал в зарубежные государственные облигации. К началу 90-х гг. XIX в. взаимные фонды появились и в США. В 1893 г. был создан *The Boston Personal Property Trust*, первый взаимный фонд закрытого типа в США. Первый фонд открытого типа *Massachusetts Investors' Trust* появился в Бостоне, США, в 1924 г.

На сегодняшний день американский рынок взаимных фондов является наиболее крупным в мире. Более одной трети всех семей, проживающих в США, инвестирует во взаимные фонды. С 1980 по 2008 г. совокупная стоимость чистых активов фондов США увеличилась с 134 млрд долл. до 9 трлн долл., а количество инвестирующих домохозяйств — с 4,6 до 52,5 млн.⁴

В России ПИФы начали появляться только к концу XX в., после издания Президентом РФ указа «Об утверждении комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров».⁵ В ноябре 1996 г. был создан первый открытый паевой инвестиционный фонд «Пионер Первый». По данным 1997 г., в России функционировало около 20 ПИФов. К тому времени Федеральная комиссия по ценным бумагам⁶ разработала перечень документов, регламентирующих деятельность паевых инвестиционных фондов и защищающих права пайщиков, которые

⁴ McWhinney J.E. A Brief History of the Mutual Fund // Investopedia. 2009. September 7. URL: <http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/05/mfhistory.asp>

⁵ Указ Президента РФ от 21 марта 1996 г. № 408 «Об утверждении комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров».

⁶ С 9 марта 2004 г. по 1 сентября 2013 г. — Федеральная служба по финансовым рынкам; с 1 сентября 2013 г. — Служба Банка России по финансовым рынкам

содержали ряд требований к раскрытию информации, а также устраняли двойное налогообложение.

Несмотря на короткую историю, российские ПИФы за время своего существования успели перенести несколько серьезных потрясений, которые крайне негативно отразились на доверии к ним. Популярные в начале 1990-х гг. финансовые пирамиды, а также экономический кризис 1998 г. нанесли большой ущерб благосостоянию миллионов людей и существенно подорвали интерес и доверие граждан к финансовым институтам. Тем не менее многие эксперты отмечают, что во время кризиса ПИФы прошли проверку «на прочность»: ни один из фондов не обанкротился и не ущемил права своих пайщиков.

Одним из важнейших событий в становлении ПИФов в России стало принятие Федерального закона «Об инвестиционных фондах» от 29 ноября 2001 г., который создал правовую базу системы коллективного инвестирования в Российской Федерации. Стабилизация экономической ситуации в стране в начале 2000-х гг. привела к появлению у населения сбережений, реальному и номинальному укреплению рубля к доллару и снижению процентных ставок по депозитам в коммерческих банках (рисунок). Все это снова сделало актуальной идею инвестиций на фондовом рынке. Инвесторы, желающие спасти свои сбережения от инфляции, вновь стали вспоминать о схемах коллективных инвестиций, доверие к ним начало восстанавливаться.⁷

На рисунке отражена динамика стоимости чистых активов российских паевых инвестиционных фондов и их количества. Наибольший рост количества фондов и их активов приходится на 2005–2008 гг., что связано с беспрецедентным ростом стоимости российских акций в этот период. Вследствие высоких темпов роста на фондовом рынке, фонды акций смогли показать очень высокую доходность. За этот промежуток времени фондов в России стало втрое больше, а их совокупные чистые активы увеличились более чем в 8 раз. Однако с 2007 по 2009 г. СЧА паевых фондов сократилась на 176 млрд руб. Такое снижение было вызвано мировым финансово-экономическим кризисом 2008 г., который привел к существенному ухудшению основных экономических показателей большинства стран мира. В связи с этим инвесторы стали фиксировать прибыль, забирая средства из фондов и вкладывая их в банки, где наблюдался рост ставок по депозитам в среднем на 5%.⁸

По состоянию на 1 января 2014 г. в стране функционировало более 1600 ПИФов с общей СЧА в 583 млрд руб. База данных портала Investfunds агентства Sбonds (http://pif.investfunds.ru/analitics/statistic/market_profile/) позволяет получить профиль рынка российских паевых фондов на любую дату (табл. 1, 2).

(Указ Президента Российской Федерации от 25 июля 2013 г. № 645). Электронный адрес: <http://www.fcsм.ru/>

⁷ Паранич А., Окулов В. Паевые инвестиционные фонды — что было, что будет. ООО «АВК-ценные бумаги», 2003.

⁸ Мазунин А. 2009 г. «Фонды подвели оттоки года». Газета Коммерсантъ. Электронный доступ: <http://www.kommersant.ru/doc/1101201>.

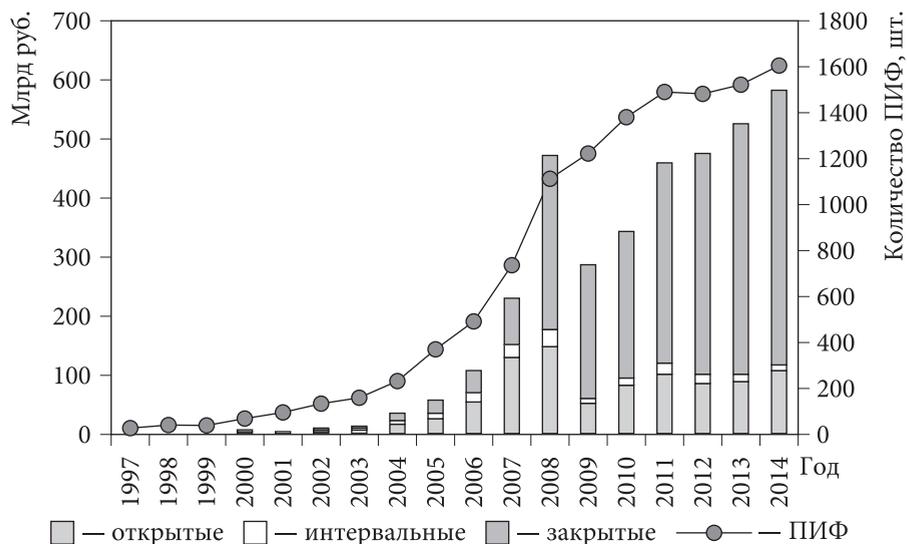


Рисунок. Динамика СЧА и количества российских фондов с 1 января 1997 г. по 1 января 2014 г.

Составлено по: база данных портала Investfunds агентства Сbonds (<http://pif.investfunds.ru/ratings/?ms=49>).

Таблица 1

Количество российских фондов на 31 октября 2014 г.

Категория/Тип фондов	Открытые	Интервальные	Закрытые	Всего
1	2	3	4	5
Акции	157	17	30	204
Облигации	79	0	1	80
Смешанный	85	16	36	137
Индексный	29	0	0	29
Денежный	10	1	2	13
Фондов	43	3	0	46
Товарного рынка		5	0	5
Хедж-фонд		10	18	28
Недвижимость	Такие фонды не предусмотрены законодательством		659	659
Ипотечный			5	5
Венчурный			63	63
Прямых инвестиций			51	51
Рентный			81	81
Кредитный			83	83

Окончание табл.1

1	2	3	4	5
Художественных ценностей			3	3
Долгосрочных прямых инвестиций	0	0	72	72
Всего	403	52	1104	1559

Таблица 2

Стоимость чистых активов российских фондов на 31 октября 2014 г., млн руб.*

Категория/Тип фондов	Открытые	Интервальные	Закрытые	Всего
Акции	30 757,98	2871,86	42 043,09	75 672,93
Облигации	44 409,13	0,00	0,00	44 409,13
Смешанный	8464,38	3015,52	75 846,56	87 326,46
Индексный	2249,78	0,00	0,00	2249,78
Денежный	2768,65	0,00	71,15	2839,81
Фондов	8257,52	338,54	0,00	8596,06
Товарного рынка	0,00	443,02		443,02
Хедж-фонд	0,00	Для квалифицированных инвесторов*		
Недвижимость	Такие фонды не предусмотрены законодательством		176974,17	176974,17
Ипотечный			1834,81	1834,81
Венчурный			Для квалифицированных инвесторов*	
Прямых инвестиций			Для квалифицированных инвесторов*	
Рентный			179755,22	179755,22
Кредитный			Для квалифицированных инвесторов*	
Художественных ценностей			223,65	223,65
Долгосрочных прямых инвестиций			0,00	0,00
Всего	96 907,44	6668,94	476 748,67	580 325,04

Примечание. * — в соответствии с законодательством фонды для квалифицированных инвесторов не раскрывают информацию о СЧА.

По итогам 10 месяцев 2014 г. число фондов сократилось, но хотя стоимость их чистых активов практически не изменилась (-0,5%), чистый отток средств вкладчиков за 2014 г. составил по открытым и интервальным фондам более 19 млрд руб.

**Открытые инвестиционные фонды акций — лидеры по доходности за 5 лет
(с 30 сентября 2008 г. по 30 сентября 2013 г.)**

Место в рейтинге	Название фонда	Название УК	Стоимость пая на 30 сентября 2008 г., руб.	Стоимость пая на 30 сентября 2013 г., руб.	Прирост стоимости пая (доходность), %
1	2	3	4	5	6
1	Интерфин ТЕЛЕКОМ	Интерфин Капитал	1230,24	5763,13	368,46
2	Сбербанк — Телекоммуникации	Сбербанк Управление Активами	678,98	2633,85	287,91
3	ТКБ БНП Париба — Телекоммуникации и инновации	ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс	1082,62	3453,57	219
4	Альфа — Капитал Высокие технологии	Альфа-Капитал	442,10	1342,55	203,68
5	ВТБ — Фонд Телекоммуникаций	ВТБ Капитал Управление активами	3,77	11,22	197,61
6	РГС — Потребительский сектор	РГС Управление активами	540,05	1567,41	190,23
7	УралСиб Инфраструктура и Связь	УралСиб	4688,98	13 338,58	184,47
8	Арсатера — ФА	Арсатера	994,01	2724,61	174,10
9	ОТКРЫТИЕ — телекоммуникации	ОТКРЫТИЕ	489,72	1264,66	158,24
10	Райффайзен — Информационные технологии	Райффайзен Капитал	3807,62	9574,64	151,46

Окончание прил. 2

1	2	3	4	5	6
11	Сбербанк — Потребительский сектор	Сбербанк Управление Активами	457,04	1134,05	148,13
12	УНИВЕР — фонд акций	УНИВЕР Менеджмент	15 379,57	36 509,17	137,39
13	Сбербанк — Нефтегазовый сектор	Сбербанк Управление Активами	702,15	1659,14	136,29
14	БКС — Глобальная Нефть	Брокеркредитсервис	754,78	1737,35	130,18
15	УралСиб Нефть и Газ	УралСиб	6727,94	15 112,49	124,62
16	Глобал Капитал — Акции	Глобал Капитал	493,34	1071,56	117,21
17	Останкино – фонд телекоммуникаций	УК Банка Москвы	730,86	1566,91	114,39
18	ТКБ БНП Париба — Российская нефть	ТКБ БНП Париба Ин-вестмент Партнерс	1866,19	3998,09	114,24
19	Альянс — Акции	Allianz Investments	86,84	183,76	111,61
20	Газпромбанк — Фонд развивающихся отраслей	Газпромбанк — Управление активами	532,84	1073,16	101,40
21	Сбербанк — Фонд акций компаний малой капитализации	Сбербанк Управление Активами	1457,85	2904,90	99,26
22	ВТБ — Фонд Предприятий с государственным участием	ВТБ Капитал Управление активами	5,73	11,38	98,60
23	Промсвязь Акции	Промсвязь	1286,48	2535,33	97,07
24	Регион Фонд Акции	РЕГИОН ЭсМ, ЗАО	2698,54	5300,72	96,43

Составлено по: базы данных портала Investfunds агентства Sbonds (<http://pif.investfunds.ru/ratings/?ms=49>).

Рейтинг ПИФов по стоимости чистых активов на 30 сентября 2013 г.

Рейтинг	Фонд	Тип фонда	Управляющая компания	СЧА, млн руб.	Доля по СЧА в управлении, %
1	2	3	4	5	6
1	УралСиб Фонд Первый	акции	УралСиб	5523,43	16,06
2	Сбербанк — Фонд акций Добрыня Никитич	акции	Сбербанк Управление Активами	3351,38	9,74
3	Петр Столыпин	акции	ОФГ ИНВЕСТ (Deutsche UFG Capital Management)	2153,38	6,26
4	УралСиб Фонд Отраслевых инвестиций	акции	УралСиб	1937,43	5,63
5	Райффайзен — Потребительский сектор	акции	Райффайзен Капитал	1181,96	3,44
6	Альфа-Капитал Акции	акции	Альфа-Капитал	1174,03	3,41
7	Райффайзен — Акции	акции	Райффайзен Капитал	975,61	2,84
8	Сбербанк — Телекоммуникации	акции	Сбербанк Управление Активами	963,01	2,80
9	Сбербанк — Потребительский сектор	акции	Сбербанк Управление Активами	745,19	2,17
10	Петр I	акции	Русский Стандарт	717,44	2,09
...
48	Арсатера — ФА	акции	Арсатера	134,48	0,39
49	Охотный ряд — фонд предприятий потребительского сектора	акции	УК Банка Москвы	133,48	0,39
50	РГС — Акции	акции	РГС Управление активами	132,72	0,39
51	Газпромбанк — Фонд развивающихся отраслей	акции	Газпромбанк — Управление активами	128,92	0,37

Окончание прил. 3

1	2	3	4	5	6
...
170	Энергокапитал — Мировые рынки	акции	Энергокапитал, УК	5,03	< 0,01
171	Адекта — Фонд оптимальный	акции	Норд-Вест Капитал	4,36	< 0,01
172	БАЛТИНВЕСТ — Фонд АЛГОРИТМИК	акции	БАЛТИНВЕСТ УК	4,17	< 0,01
...
187	Меркури — Глобальный Нефтегаз	акции	Меркури Капитал Трест	0,10	< 0,01
188	ИНТРАСТ Фонд перспективных инвестиций	акции	Интраст	0,07	< 0,01
189	ИНТРАСТ Фонд Акций	акции	Интраст	0,07	< 0,01
190	Меркури — глобальная электроэнергетика	акции	Меркури Капитал Трест	0,02	< 0,01

С о с т а в л е н о п о : б а з ы д а н н ы х п о р т а л а I n v e s t f u n d s а г е н т с т в а S b o n d s (<http://pif.investfunds.ru/ratings/?ms=49>).

Приложение 4

Рейтинг ПИФов по объему привлеченных средств (за 3 года) на 30 сентября 2013 г.

Рейтинг	Фонд	Управляющая компания	Тип фонда	Привлеченные средства, млн руб.
1	Резервный	Доверительная Инвестиционная Компания	4	5
1	Резервный	Доверительная Инвестиционная Компания	4	16 653,24
2	Сбербанк — Фонд Илья Муромец	Сбербанк Управление Активами	облигации	7747,13
3	Райффайзен — Облигации	Райффайзен Капитал	облигации	4233,99
4	Сбербанк — Фонд рискованных облигаций	Сбербанк Управление Активами	облигации	2012,04

Окончание прил. 4

1	2	3	4	5
5	ВТБ — Фонд Казначейский	ВТБ Капитал Управление активами	облигации	1495,69
6	Сбербанк — Еврооблигации	Сбербанк Управление Активами	облигации	1296,90
7	Газпромбанк — Облигации плюс	Газпромбанк — Управление активами	облигации	1291,26
8	Альфа-Капитал Резерв	Альфа-Капитал	облигации	1119,64
9	Райффайзен — Золото	Райффайзен Капитал	фондов	1015,74
10	Ингосстрах денежный рынок	Ингосстрах — Инвестиции	денежный	767,23
11	КапиталЪ — Облигации	КапиталЪ	облигации	721,05
12	Петр I*	Русский Стандарт	акции	677,25
13	Райффайзен — США	Райффайзен Капитал	фондов	659,53
14	УралСиб Фонд Консервативный	УралСиб	облигации	640,52
...
88	Альфа-Капитал Драгоценные металлы	Альфа-Капитал	фондов	15,28
89	ВербаКапитал — Первый	ВербаКапитал	смешанный	14,72
90	Крупнейшие компании США	ОТКРЫТИЕ	фондов	14,60
91	Арсера — ФА	Арсера	акции	14,29
92	УралСиб Фонд Денежного рынка	УралСиб	денежный	14,08
93	Русский Стандарт — Золото	Русский Стандарт	фондов	13,51
...
443	Сбербанк — Фонд Сбалансированный	Сбербанк Управление Активами	смешанный	-1675,61
444	УралСиб Фонд Первый	УралСиб	акции	-2262,78
445	Петр Столыпин	ОФГ ИНВЕСТ (Deutsche UFG Capital Management)	акции	-2920,29
446	Сбербанк — Фонд акций Добрыня Никитич	Сбербанк Управление Активами	акции	-3797,26

Составлено по: базы данных портала Investfunds агентства Sbonds (<http://pf.investfunds.ru/ratings/?ms=49>).

Рейтинг управляющих компаний по стоимости чистых активов на 30 сентября 2013 г.
(только открытые и интервальные фонды)

«У Пифа»: о ПИФах, или Как сделать выбор на рынке коллективных инвестиций

№	УК	Город	СЧА фондов УК, млн руб.	Доля по СЧА в управлении, %	Количество фондов
1	2	3	4	5	6
1	Сбербанк Управление Активами	Москва	25 056,73*	22,54	24
2	Доверительная Инвестиционная Компания	Москва	17 593,33	15,83	1
3	Райффайзен Капитал	Москва	13 074,91	11,76	18
4	УралСиб	Москва	10 886,72	9,79	18
5	Альфа-Капитал	Москва	7020,15	6,32	19
6	ВТБ Капитал Управление активами	Москва	3572,86	3,21	15
7	КапиталЪ	Москва	3569,24	3,21	9
8	Газпромбанк — Управление активами	Москва	3372,12	3,03	11
9	ОФГ ИНВЕСТ (Deutsche UFG Capital Management)	Москва	3280,95	2,95	6
10	ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс	Санкт-Петербург	3002,10*	2,7	20
11	Ингосстрах - Инвестиции	Москва	2987,38	2,69	7
12	УК Банка Москвы	Москва	2528,65	2,27	15
13	Русский Стандарт	Москва	1089,26	0,98	5
14	Allianz Investments	Москва	1067,05	0,96	8
15	ОТКРЫТИЕ	Москва	1042,09	0,94	17
16	Лидер	Москва	956,16	0,86	4
17	Интерфин Капитал	Москва	789,03	0,71	8
18	Брокеркредитсервис	Новосибирск	762,67	0,69	12

Окончание прил. 5

1	2	3	4	5	6
19	РГС Управление активами	Москва	621,16	0,56	9
20	Атон-менеджмент	Москва	606,75	0,55	5
21	Паллада Эссет Менеджмент	Москва	538,49	0,48	13
22	Энергия-Инвест	Иркутск	489,19	0,44	1
23	Либра Капитал	Москва	461,41	0,42	2
24	БФА	Санкт-Петербург	399,53	0,36	12
25	СОЛИД Менеджмент	Москва	392,14	0,35	8
26	АГАНА	Москва	377,79	0,34	5
27	Маквелл Капитал Менеджмент	Москва	310,72	0,28	11
28	Арикапитал	Москва	310,16	0,28	1
29	Энергокапитал, УК	Санкт-Петербург	304,11	0,27	5
30	Арсатера	Санкт-Петербург	274,59	0,25	3
...
102	НРК-Капитал (Эссет Менеджмент)	Москва	1,82	< 0,01	1
103	Успешная управляющая компания Республики Татарстан	Казань	1,63	< 0,01	1
104	Аллек	Москва	1,58	< 0,01	1
105	Инвест-менеджмент	Тольятти	0,69	< 0,01	2
106	Новые инвестиционные технологии	Зеленоград	0,45	< 0,01	1
107	ЭЛБИ — Инвестиционные Процессы	Санкт-Петербург	0,34	< 0,01	1
108	Интер Финанс Управление Активами	Москва	0,07	< 0,01	1
109	ИНТЕРКОММЕРЦ Управление активами	Москва	0,03	< 0,01	1

Примечание. * — без учета фондов для квалифицированных инвесторов.

Рейтинги качества управления открытыми и интервальными ПИФах акций, облигаций и смешанных фондов аналитического агентства Cbonds по методике Investfunds

Рейтинг качества управления

- ***** Наивысшие показатели качества управления по сравнению с рыночным бенчмарком
- **** Высокие показатели качества управления по сравнению с рыночным бенчмарком
- *** Показатели качества управления на уровне рыночного бенчмарка
- ** Показатели качества управления ниже рыночного бенчмарка
- * Показатели качества управления существенно ниже рыночного бенчмарка

Часто задаваемые вопросы по рейтингам Investfunds

1. Какие фонды попадают в рейтинг?

На данный момент в рейтинг попадают сформированные открытые и интервальные паевые инвестиционные фонды акций, облигаций и смешанных инвестиций:

- ♦ существующие более трех лет от даты рейтингования;
- ♦ СЧА которых превышают 10 млн руб;
- ♦ инвестирующие преимущественно в российские активы (по причине сравнения показателей фонда с российскими биржевыми индексами);
- ♦ по которым есть достаточный объем данных для расчета аналитических коэффициентов.

2. Каким образом фонды попадают в тот или иной рейтинг-лист?

Всего сформировано девять рейтинг-листов. В отраслевые листы попадают фонды с заявленной отраслевой принадлежностью и выполняющие условия по отраслевому распределению активов.

Если фонд не выполняет условия по отраслевому распределению активов, то он автоматически попадает в тот или иной не отраслевой рейтинг-лист (фондов акций или смешанных инвестиций).

3. Как происходит формирование итоговой оценки?

Итоговая оценка рассчитывается как сумма баллов, полученных фондом по набору аналитических коэффициентов, рассчитанных с определенными весами.

Сводная оценка = $Y3YSc \cdot 3 + SortinoR3YSc \cdot 3 + Y1YSc \cdot 2 + VaRSc \cdot 2 + CЧASc \cdot 1$, где $Y3YSc$ — трехлетняя доходность; $SortinoR3YSc$ — коэффициент Сортино, характеризующий соотношение доходности и риска; $Y1YSc$ — показатель годовой доходности; $VaRSc$ — показатель Value-at-Risk (VaR); $CЧASc$ — стоимость чистых активов фонда.

Далее фонды ранжируются по итоговой оценке и сравниваются с отраслевым бенчмарком — для каждого рейтинг-листа используется свой бенчмарк. При этом бенчмарку присваивается средняя оценка — ***. Половина фондов, обыгравших бенчмарк, получает — ****, вторая половина — ****, половина фондов, проигравших бенчмарку, получает — ***, четверть — ** и еще одна четверть — * соответственно набранным фондами баллам. Фонды в рейтинг-листах упорядочены по итоговой оценке, внутри одинаковых рейтинговых оценок упорядочены по алфавиту.

4. Какие отраслевые бенчмарки используются?

Для неотраслевых фондов акций используется индекс ММВБ, для неотраслевых фондов смешанных инвестиций — комбинированный индекс, полученный из индекса ММВБ и индекса IFX-Cbonds, для отраслевых фондов используются соответствующие отраслевые индексы ММВБ, а для фондов облигаций — комбинированный индекс рынка облигаций.

5. Как определялись весовые коэффициенты в формуле расчета сводной оценки?

Весовые коэффициенты отражают мнения инвесторов о важности показателей, характеризующих деятельность фонда и используемых для построения рейтинга. С 16 по 27 января 2012 г. на портале Investfunds.ru был проведен опрос пользователей. В нем предлагалось оценить важность каждого из пяти показателей, характеризующих результаты деятельности инвестиционных фондов по следующей бальной шкале:

- ♦ очень важно (3 балла);
- ♦ важно (2 балла);
- ♦ не очень важно (1 балл);
- ♦ не важно (0 баллов).

В опросе участвовало 277 пользователей, итоговые суммы баллов:

- ♦ доходность ПИФа за последние 12 месяцев — 611 баллов;
- ♦ доходность ПИФа за последние 3 года — 660 баллов;
- ♦ объем средств в управлении фонда (СЧА) — 505 баллов (минимум),
- ♦ уровень максимально возможных потерь в будущем (возможная просадка счета) — 599 баллов;
- ♦ соотношение доходности и риска — 662 балла (максимум).

На основании результатов опроса был сделан вывод о том, что участники рынка в наибольшей степени учитывают факторы, для учета которых в описанном выше наборе критериев используются коэффициент Сортино (*SortinoR*), характеризующий соотношение доходности и риска и показатель трехлетней доходности (*Y3Y*). В сводной оценке им экспертно присвоены веса 3. Во вторую очередь для инвесторов важны показатели годовой доходности (*Y1Y*) и показатель Value-at-Risk (*VaR*) (веса 2). Наконец, в третью очередь — стоимость чистых активов фонда (СЧА) (вес 1).

Сводная оценка = $Y3YSc \cdot 3 + SortinoR3YSc \cdot 3 + Y1YSc \cdot 2 + VaRSc \cdot 2 + СЧАSc \cdot 1$.

Статья поступила в редакцию 13 ноября 2013 г.

Контактная информация

Патокина Ольга Анатольевна — кандидат экономических наук, доцент;
opatokina@gsom.pu.ru

Пустовалова Татьяна Александровна — кандидат экономических наук, доцент;
pustovalova_t@gsom.pu.ru

Patokina Olga A. — Candidate of Sciences in Economics, Associate Professor;
opatokina@gsom.pu.ru

Pustovalova Tatiana A. — Candidate of Sciences in Economics, Associate Professor;
pustovalova_t@gsom.pu.ru