

РЕГИОНАЛЬНАЯ И ОТРАСЛЕВАЯ ЭКОНОМИКА / REGIONAL AND BRANCH ECONOMICS

Редактор рубрики *Т. В. Крамин* / Rubric editor *T. V. Kramin*

Научная статья

<https://doi.org/10.21202/2782-2923.2023.3.490-514>

УДК 330.322:336:338.2

JEL: E22, F51, G1

Г. Т. Гафурова¹,
Г. Н. Нотфуллина¹,
Э. Р. Ковалева¹

¹ Казанский инновационный университет имени В. Г. Тимирязова, г. Казань, Россия

Тренды развития паевых инвестиционных фондов в условиях санкций

Контактное лицо:

Гафурова Гульнара Талгатовна, кандидат экономических наук, доцент кафедры «Финансы и кредит», Казанский инновационный университет имени В. Г. Тимирязова
E-mail: gafurova@ieml.ru

ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-2810-3656>

Web of Science Researcher ID: <http://www.researcherid.com/rid/D-8923-2016>

eLIBRARY ID: SPIN-код: 2632-8102, AuthorID: 616682

Нотфуллина Галина Николаевна, кандидат экономических наук, заведующий кафедрой «Финансы и кредит», Казанский инновационный университет имени В. Г. Тимирязова
E-mail: belitskaya@ieml.ru

ORCID: <http://orcid.org/0000-0001-6151-4134>

eLIBRARY ID: SPIN-код: 2805-1198, AuthorID: 272146

Ковалева Эльвина Рустамовна, кандидат экономических наук, доцент кафедры «Финансы и кредит», Казанский инновационный университет имени В. Г. Тимирязова
E-mail: kovaleva@ieml.ru

eLIBRARY ID: SPIN-код: 6743-3459, AuthorID: 621771

Аннотация

Цель: определение перспективных направлений исследований, ограничений и факторов развития рынка паевых инвестиционных фондов (ПИФов) для разработки методологических рекомендаций по управлению их средствами.

Методы: содержательный анализ и систематизация материалов публикаций научных журналов и аналитических изданий; обзор научной литературы, вертикальный, горизонтальный анализ, трендовый и коэффициентный анализ, корреляционно-регрессионный анализ.

Результаты: развитие института коллективных инвестиций в России характеризуется определенными особенностями. Несмотря на сложные экономические и геополитические условия последних лет, розничные инвесторы проявляют значительный интерес к паевым фондам. На фоне ковидных ограничений, активного развития дистанционных услуг, а также агрессивного маркетинга управляющих компаний число пайщиков значительно возросло. В работе проанализированы основные тенденции развития рынка ПИФов за период 2018–2022 гг., сформулированы основные факторы развития коллективных инвестиций. Определено, что ключевыми факторами, препятствующими развитию

рынка, являются низкий уровень финансовой грамотности розничных инвесторов, низкое качество управления портфелями ПИФов, приводящее к убыткам для пайщиков, а также возросшие риски в результате санкционной нагрузки на российский финансовый рынок. По результатам проведенного исследования сформулированы основные рекомендации, которые могут способствовать развитию рынка и повышению качества управления активами пайщиков.

Научная новизна: проведен обзор исследований по вопросам эффективности функционирования паевых фондов, в результате которого определено, что исследования рынка коллективных инвестиций как такового слабо представлены, а проблемы эффективности рынка в условиях санкций не рассматриваются. Сформулированы основные вызовы и ограничения развития института коллективных инвестиций в сложившихся экономических условиях: (1) цифровизации финансовой сферы, (2) блокировки иностранных активов, (3) низкого уровня финансовой грамотности населения. Разработаны рекомендации по развитию рынка ПИФов: (1) правовое регулирование прозрачности работы фондов, (2) создание системы уступки прав требований по активам пайщиков, (3) создание системы вознаграждения за успех по ПИФу с активными инвестиционными стратегиями.

Практическая значимость: основные результаты работы могут быть использованы в практической деятельности управляющих компаний при управлении средствами паевых инвестиционных фондов в условиях неопределенности внешней среды.

Ключевые слова

Региональная и отраслевая экономика, паевой инвестиционный фонд, ПИФ, управляющая компания, коллективные инвестиции, санкции, эффективность управления

Статья находится в открытом доступе в соответствии с Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>), предусматривающем некоммерческое использование, распространение и воспроизводство на любом носителе при условии упоминания оригинала статьи.

Как цитировать статью: Гафурова, Г. Т., Нотфуллина, Г. Н., Ковалева, Э. Р. (2023). Тренды развития паевых инвестиционных фондов в условиях санкций. *Russian Journal of Economics and Law*, 17(3), 490–514. <https://doi.org/10.21202/2782-2923.2023.3.490-514>

Scientific article

G. T. Gafurova¹,
G. N. Notfullina¹,
E. R. Kovaleva¹

¹ Kazan Innovative University named after V. G. Timiryasov, Kazan, Russia

Trends of the development of unit investment funds under sanctions

Gulnara T. Gafurova, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor of the “Finance and Credit” Department, Kazan Innovative University named after V. G. Timiryasov
E-mail: gafurova@ieml.ru
ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-2810-3656>
Web of Science Researcher ID: <http://www.researcherid.com/rid/D-8923-2016>
eLIBRARY ID: SPIN-код: 2632-8102, Author ID: 616682

Galina N. Notfullina, Candidate of Economic Sciences, Head of the “Finance and Credit” Department, Kazan Innovative University named after V. G. Timiryasov
E-mail: belitskaya@ieml.ru
ORCID: <http://orcid.org/0000-0001-6151-4134>
eLIBRARY ID: SPIN-code: 2805-1198, Author ID: 272146

Elvina R. Kovaleva, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor of the “Finance and Credit” Department, Kazan Innovative University named after V. G. Timiryasov
E-mail: kovaleva@ieml.ru
eLIBRARY ID: SPIN-code: 6743-3459, Author ID: 621771

Abstract

Objective: to identify promising areas of research, limitations and factors of UIF market development in order to elaborate methodological recommendations for the management of UIF assets.

Methods: content analysis and systematization of materials published in scientific journals and analytical publications; review of scientific literature, vertical and horizontal analysis, trend and coefficient analysis, correlation and regression analysis.

Results: the development of the collective investment institution in Russia is characterized by certain features. Despite difficult economic and geopolitical conditions of the recent years, retail investors show considerable interest in unit funds. Against the background of COVID restrictions, active development of remote services, and aggressive marketing of management companies, the number of shareholders has increased significantly. The paper analyzes the main trends in the development of UIF market in 2018-2022; the main factors of the development of collective investments are formulated. It was determined that the key factors hindering the development of this market are the low level of financial literacy of retail investors, the poor quality of UIF portfolio management, leading to losses for unit holders, and the increased risks as a result of the sanctions burden on the Russian financial market. Based on the study results, the basic recommendations are formulated that may contribute to the development of the market and improve the quality of managing the assets of unit holders.

Scientific novelty: a review of research on the unit funds effectiveness was conducted, as a result of which it was determined that research on the collective investment market as such is poorly represented, and the problems of the market efficiency under sanctions are not considered. The main challenges and limitations of the collective investment institution development under the current economic conditions are formulated: (1) digitalization of the financial sector, (2) blocking of foreign assets, (3) low level of financial literacy of the population. Recommendations were made for the UIF market development: (1) legal regulation of the transparency of funds, (2) creation of a system of assignment of claims on the unit holders' assets, (3) creation of a system of remuneration for the UIF success with active investment strategies.

Practical significance: the main results of the work can be used in the practical activities of managing companies in the management of unit investment funds under uncertainty of the environment.

Keywords

Regional and sectoral economy, unit investment fund, UIF, managing company, collective investments, sanctions, management efficiency

The article is in Open Access in compliance with Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>), stipulating non-commercial use, distribution and reproduction on any media, on condition of mentioning the article original.

For citation: Gafurova, G. T., Notfullina, G. N., & Kovaleva, E. R. (2023). Trends of the development of unit investment funds under sanctions. *Russian Journal of Economics and Law*, 17(3), 490–514. (In Russ.). <https://doi.org/10.21202/2782-2923.2023.3.490-514>

Введение

В последние годы вопрос осуществления финансовых инвестиций в российской практике заметно активизировался. Тенденции связаны как с повышением уровня финансовой грамотности, так и с расширением перечня финансовых инструментов, масштабными действиями кредитных и некредитных финансовых организаций по привлечению новых клиентов. Не последнюю роль в этом процессе играет и уровень доходов населения.

При этом активность повысилась как в части активных, так и пассивных стратегий инвестирования. В то же время меры защиты клиентов финансовых рынков, предпринятые Центральным банком в последние годы, нацелены на превращение клиентов, прежде всего, в долгосрочных инвесторов, поскольку зачастую им не хватает ни знаний, ни навыков для реализации высокорискованных инвестиционных стратегий. Так появились индивидуальные инвестиционные счета, расширены возможности по инвестициям в паевые инвестиционные фонды (далее – ПИФ).

Последний инструмент достаточно давно представлен в российской практике, однако развитие его идет достаточно неравномерно, прежде всего, в силу специфики российского финансового рынка, а также условий его функционирования с момента первого пакета санкций, сформированного во втором десятилетии XXI в.

Управляющие компании столкнулись с блокировкой активов, работы национального расчетного депозитария, что повлекло за собой невозможность эффективного управления портфелями многих ПИФов.

Научная литература изобилует исследованиями, посвященными практике функционирования ПИФов. Новые геополитические условия определили новые тренды и новые проблемы в развитии отрасли коллективных инвестиций. Трудности и вызовы, с которыми столкнулись управляющие компании в последние три года в условиях сначала локдауна, а затем введения беспрецедентного пакета санкций, определили нестандартный и малоожидаемый вектор развития.

Цель статьи заключается в определении перспективных направлений исследований, ограничений и факторов развития рынка ПИФ для разработки методологических рекомендаций по управлению средствами паевых инвестиционных фондов. Объектом исследования является рынок коллективных инвестиций. Предметом исследования – деятельность управляющих компаний по формированию и управлению паевыми инвестиционными фондами.

Дальнейшее изложение результатов исследования дано в следующих параграфах: 1. Анализ научных подходов к исследованию рынка паевых инвестиционных фондов; 2. Тенденции развития паевых инвестиционных фондов в России; 3. Направления развития рынка ПИФ в условиях санкций; Заключение.

1. Анализ научных подходов к исследованию рынка паевых инвестиционных фондов

В научной и практико-ориентированной литературе вопросам функционирования ПИФов уделяется достаточно много внимания в контексте проблем развития рынка, обеспечения эффективности коллективных инвестиций. При этом условно научные подходы разделились на два лагеря: тех, кто видит в развитии ПИФов стимулы для экономического развития, и тех, кто подчеркивает отрицательные стороны коллективных инвестиций. Так, С. Кокин, Ф. Рамасанов с соавторами определяют, что в «международной практике паевые инвестиционные фонды являются наиболее популярными среди инвесторов. С их помощью западные страны решают некоторые свои проблемы, такие как финансовая безопасность предприятий, управление портфелями пенсионных накоплений и т. д. В России эти процессы развиваются медленнее. Можно сказать, что взаимные фонды не вызывают достаточного уровня доверия» (Kokin et al., 2019). Д. М. Шингареева в своем исследовании акцентирует внимание на таких достоинствах ПИФов, как:

- государственное регулирование и информационная прозрачность фондов;
- доступность (низкий порог вложения);
- соотношение риска/доходности и возможность диверсификации инвестиций;
- минимизация издержек при инвестировании и высокая ликвидность рынка (Шингареева, 2019, с. 43).

Кроме того, такой вариант инвестиций можно отнести к пассивным инвестициям, поскольку он не требует активной аналитической работы со стороны инвестора, который имеет возможность передать эту функцию управляющей компании. Как отмечает в своей работе П. А. Яковлев, «самому инвестору в данном случае не приходится самостоятельно заниматься анализом рынка, диверсификацией портфеля, осуществлять операции купли-продажи ценных бумаг. Всем вышеперечисленным занимается управляющая компания ПИФа» (Яковлев, 2021). Т. В. Полтева и Н. В. Мингалев определяют в качестве главного преимущества ПИФа возможность диверсифицировать свой портфель ценных бумаг (Полтева, Мингалев, 2013, с. 35).

В то же время можно встретить и альтернативные точки зрения. Например, П. А. Царева и Л. В. Казанцев считают вложения в ПИФы контрпродуктивными, поскольку они несут повышенные риски для инвесторов, особенно неопытных (Царева, Казанцев, 2021, с. 86).

А. И. Кобзева выделяет следующие недостатки ПИФа как инвестиционного инструмента:

1. Выплата управляющей компании комиссии независимо от прироста или убыли стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда.
2. В случае активного роста стоимости доли пая инвестору не полагаются дивидендные или процентные выплаты. Инвестор сможет получить свой доход только при продаже своего пая.
3. Введение управляющими компаниями надбавок и скидок для возмещения своих расходов, связанных с выдачей или погашением паев (Кобзева, 2022, с. 48).

В своем исследовании И. Катышевский с соавторами указывают, что «ПИФы могут показывать как относительно высокую доходность, так и приносить собственникам убытки при неблагоприятных рыночных

условиях как за счет общего снижения стоимости, так и за счет того, что доходность не перекрывает обязательную комиссию за управление фондом» (Катышевский и др., 2020, с. 106).

Отдельно можно выделить исследования, в которых поднимаются проблемы правового характера в функционировании ПИФа. Например, А. И. Фридман в своей работе акцентирует внимание на том, что «определение паевого инвестиционного фонда не содержит указания, что целью создания такого инвестиционного фонда является осуществление инвестиционной деятельности» (Фридман, 2017, с. 70). Автор также подчеркивает ряд вопросов, связанных с определением сущности ПИФа как имущественного комплекса, которое дает Закон «Об инвестиционных фондах». В качестве аргумента приводится позиция Т. Т. Оксюка, который указывал в своем исследовании, что нельзя «...квалифицировать паевой инвестиционный фонд как имущественный комплекс» (Оксюк, 2005) по причине того, что значительное количество фондов имеют в составе активов денежные средства, а также облигации, т. е. обязательства. Большинство юристов при этом сходятся во мнении, что обязательства не могут быть объектом вещных прав.

Вместе с тем следует учитывать, что в силу отсутствия собственной практики формирования институтов коллективного инвестирования при разработке правовых актов, регламентирующих вопросы работы ПИФов, во многом за основу брались опыт и правовая база США (Гасанова, 2021). В то же время системы управления фондами в США, Европе и России серьезно отличаются. Так, в США и Великобритании в основе лежит конструкция траста – доверительной собственности, а фонды в континентальной правовой системе основаны на договоре доверительного управления. При этом в США доверительным собственником могут быть только банки (Ломовцева, 2020, с. 159).

Также группы исследований посвящены вопросам оценки эффективности функционирования паевых инвестиционных фондов. Данный аспект имеет важное значение, поскольку во многом позволяет получить ответы на вопросы относительно перспектив развития и в целом необходимости существования такого института. Как отмечает в своем исследовании А. В. Семушин, в большинстве случаев для анализа деятельности фондов чаще всего используются данные о рядах доходностей, что обусловлено ограниченностью законодательных требований по раскрытию ими информации и нежеланием управляющих раскрывать состав портфеля с достаточной степенью частоты (Семушин, 2012, с. 20). Это затрудняет оценку работы менеджеров. Также стоит отметить исследование Отеро-Гонсалеса и Дюран-Сантомилы (Otero-González & Durán-Santomil, 2021), в котором отмечается, что инвесторы очень заинтересованы в критериях для выбора и идентификации взаимных фондов с высокими ожиданиями относительно будущих результатов, поэтому они обращают пристальное внимание на прошлые результаты. Данное исследование представляет значительный интерес с точки зрения выбора фонда, однако не дает комплексного представления об эффективности системы управления фондами. Схожее исследование провели Грау-Карлес П., Донсель Л. М. и Сайнс Дж. (Grau-Carles et al., 2019), которые рассматривают оценку эффективности фондов через призму рисков, а точнее, через коэффициент Шарпа, который измеряет взаимосвязь между премией за риск и стандартным отклонением доходности фонда. Но коэффициент Шарпа основан на парадигме средней дисперсии, которая требует, чтобы доходность следовала эллиптическому распределению (например, распределению Гаусса). Следовательно, коэффициент Шарпа является предвзятым в случае ненормально распределенных доходов. В изученной статье представлен новый метод, который обеспечивает стабильное ранжирование, основанное на понятии выбора стабильности. На недостатки метода Шарпа при оценке инвестиционных фондов также указывает Э. Шарич с соавторами, указывая на тот факт, что невозможно сравнивать между собой несколько фондов, если в выборку попадают фонды с разными распределениями доходности. Доходность фондов также становится невозможно сравнивать, если она оказывается ниже безрисковой ставки (Шарич, 2019, с. 67). При этом авторы высказываются о показателе коэффициента информации (*Information Ratio*), разработанном Трейнером и Блэком, как одном из наиболее эффективных методов оценки ПИФов. Опираясь на данный показатель, инвестор может делать выводы об эффективности работы управляющего фондом (Rizvi et al., 2020).

К схожим выводам приходят в своем исследовании А. В. Семушин и П. А. Паршаков, которые подчеркивают, что метод Шарпа «не подразумевает взвешивания результата, полученного фондом, на соответствующий риск, а определяется в большей степени неустойчивостью результатов, что не позволяет однозначно трактовать полученных при ее применении оценок» (Семушин, Паршаков, 2012, с. 24).

Еще одно исследование, посвященное вопросам оценки эффективности фондов, заслуживает внимания своим подходом к оценке с точки зрения устойчивости фондов и надежности инвестиционных портфелей инвесторов. Авторы определили семь критериев оценки фондов с позиций устойчивого развития: (1) двой-

ная существенность, (2) надежность, (3) учет жизненного цикла, (4) всесторонность категорий воздействия, (5) совместимость с научно обоснованными целями (SBT) устойчивого развития, (6) перспективность и (7) дополнительность инвестора. При этом авторы утверждают, что ни одна из существующих методик оценки с точки зрения устойчивого развития не соответствует этим критериям (Popescu et al., 2021).

Интересный подход к оценке работы паевого фонда можно встретить в работах Д. В. Кандаурова (2020), а также Дж. Шевалье и Г. Эллисон (Chevalier & Ellison, 1997), которые указывают на два взаимосвязанных фактора: доходность фонда зависит от числа средств в управлении, а число средств, в свою очередь, зависит от притока средств пайщиков. Таким образом, постоянный рост числа пайщиков и стоимости чистых активов становится еще одним показателем эффективности работы управляющего. Еще один подход к оценке качества управления активами можно встретить в работе А. Ольковой, которая предлагает оценивать эффективность работы управляющего на основе сопоставления достигнутых результатов поставленным целям. Для этого автор предлагает сопоставлять доходность с некоторым нормативным значением (Олькова, 2016, с. 43).

Предполагается, что инвестиционный фонд может управляться на основе пассивной и активной стратегий. Активно управляемые ПИФы предполагают получение доходности портфеля, превосходящей уровень доходности индексных фондов (фондов, в портфели которых входят акции из того или иного биржевого индекса). Пассивно управляемые фонды, напротив, предполагают стратегию следования тому или иному индексу. В первом случае вознаграждение за управление будет выше. В результате, как отмечают в своем исследовании А. Абрамов с соавт. (2019), «эффективность активно управляемого портфеля измеряется его избыточной доходностью, или альфой, а для пассивного портфеля более важными являются критерии того, насколько точно этот портфель следовал показателям доходности и риска того или иного индекса (бенчмарка)».

При этом мнения экономистов относительно необходимости активного управления средствами фондов разделились. В целом большинство исследователей исходит из того, что активное управление фондом не несет в себе особой ценности для инвестора. Например, в качестве аргументов указывается, что:

- средний фонд отстает после сборов по доходности от пассивного фонда;
- производительность лучших фондов не сохраняется;
- некоторые управляющие фондами обладают квалификацией, но лишь немногие обладают навыками, превышающими затраты (Сорокина, Дедюшко, 2022, с. 356).

К схожим выводам приходит, например, П. А. Паршаков (2015), который указывает, что только 5 % успехов фондов можно связать с эффективностью работы управляющих. И поскольку активное управление обходится инвестору дороже (в результате действия фактора транзакционных издержек, связанных с финансовыми операциями) (Иноземцев, Тарасов, 2018), получаемый инвестором доход не окупает затрат, понесенных в процессе управления (Абрамов и др., 2019). Опираясь на экономико-математическое моделирование, Я. Сонг в своем исследовании показывает, что активно управляемые взаимные фонды с положительной доходностью в прошлом, связанной с факторами, накапливают избыточный объем активов в управлении, что приводит к значительным отрицательным показателям доходности в будущем. Эти фонды получают больше активов, чем может быть оправдано их навыками активного управления (Song, 2020, с. 2580).

В то же время в зарубежной литературе ранее определенные концепции неэффективности активного управления уже пересматриваются. Например, в исследовании К. Дж. Кремерса и соавт. (Cremers et al., 2019) подчеркивается значимость активного управления фондом, хотя авторы и признают, что управляющие взаимными фондами обладают более ограниченными возможностями, чем управляющие хедж-фондами, создавать ценность для инвесторов посредством активного управления. В этой связи представляет интерес исследование Ризви с соавт. (Rizvi et al., 2020), в котором на основе результатов анализа влияния качества управляющих на устойчивость фондов в период пандемии *Covid-19* показано, что в фондах с низким уровнем человеческого капитала имело место ухудшение показателей. Таким образом, обосновывается роль активного управления в период стрессовых ситуаций в экономике.

Анализ научной литературы в целом позволяет резюмировать, что основное внимание исследователей сосредоточено на оценке преимуществ и недостатков рынка ПИФов, а также подходах к оценке эффективности работы конкретных фондов, управляющих фондов. С макроэкономической точки зрения рынок практически не рассматривается. В отдельных исследованиях можно встретить анализ рынка, который сводится преимущественно к оценке тенденций без анализа причинно-следственных связей (см., например, Абысов, 2023; Киселева, 2022), а также вне поля санкционной нагрузки, которая стала характерной тенденцией последних

пяти лет. Исследования рынка ПИФов в условиях санкций характерны преимущественно для представителей не научной, а практической сферы. В связи с этим систематизация проблем, подтвержденных эмпирическими данными, а также разработка рекомендаций по решению проблем является одним из актуальных направлений для исследований в российской экономике.

2. Тенденции развития паевых инвестиционных фондов в России

Рынок коллективных инвестиций интенсивно развивается последние несколько лет. Среди большого количества вариантов финансовых инвестиций в некоторой степени успех управляющих компаний объясняется двумя взаимосвязанными факторами. Прежде всего, низкий уровень грамотности населения определяет его склонность к пассивным вариантам вложений. Второй фактор кроется в аффилированности многих управляющих компаний с банками, в результате которой банки иногда навязывают, а иногда не пренебрегают мисселингом при предложении инвестиций в паевые инвестиционные фонды. Под мисселингом понимаем недобросовестные практики профессиональных участников финансовых рынков, продающих одни финансовые продукты под видом других.

Не способствует формированию доверительного отношения к инструментам коллективных инвестиций и тот факт, что система формирования портфеля и сама отчетность фондов совершенно непрозрачны и малопонятны розничному инвестору. К аналогичным выводам приходят многие исследователи (см., например, (Кирюхина, Еркина, 2021; Малиева, Приходько, 2021)). Как отмечает в своем исследовании В. В. Литвин (2022), нехватка информации о деятельности ПИФа и ее непрозрачность сокращают круг потенциальных коллективных инвесторов, а также затрудняют естественную конкуренцию между ПИФа, которая должна осуществляться на основе сравнительного анализа некоторых показателей их деятельности. В настоящее время в источниках нет единого подхода к оценке эффективности деятельности ПИФа, к выбору бенчмарка, отсутствует универсальный способ оценки отклонения результатов деятельности ПИФа от него (Литвин, 2022, с. 548–549).

Вместе с тем регуляторная политика Центрального банка России, а также нестабильность экономической ситуации вносят свои коррективы в развитие рынка коллективных инвестиций. Прежде всего рассмотрим показатели объемов предложения услуг паевых фондов на российском рынке (рис. 1).

Данные рис. 1 демонстрируют некоторое снижение числа паевых фондов в 2018 г., однако начиная с 2020 г., несмотря на достаточно сложную экономическую и политическую ситуацию, число фондов постоянно увеличивалось. В 2019 и 2020 гг. драйвером развития паевых фондов стало снижение ключевой ставки Центрального банка, которое вынудило инвестора изменить отношение к классическим банковским вкладам.

Характерной при этом является картина управляющих компаний – несмотря на рост числа ПИФов, количество управляющих компаний сокращается (на 18 % за рассматриваемый период), что может свидетельствовать о поглощении слабых игроков. Отчасти сокращение числа управляющих компаний также было связано с ужесточением лицензионных требований Центрального банка России в части размера собственных средств управляющей компании. В 2016 г. за один год к сентябрю 2017 г. компаниям потребовалось удвоить минимальный капитал – с 10 до 20 млн рублей.

Также обращает на себя внимание структура ПИФов по типам – основной удельный вес в числе зарегистрированных ПИФов занимают закрытые фонды (далее – ЗПИФ), ориентированные преимущественно на корпоративных клиентов либо частных клиентов с большим объемом ресурсов. Интерес частных инвесторов к ЗПИФам обусловлен их широкими возможностями инвестирования и использования инструментов, включая управление средствами одного инвестора или семьи, упрощение процесса передачи наследства и совместное приобретение пайщиками коммерческой недвижимости¹. Интересной также выглядит статистика биржевых фондов, доля которых к концу 2022 г. составила уже 6 %, хотя всего четыре года назад был зарегистрирован всего один такой фонд.

Рассмотрим структуру ПИФа с точки зрения инвесторов (рис. 2), а также активов (рис. 3).

Данные рис. 2 свидетельствуют о том, что основной удельный вес в структуре составляют фонды, предназначенные для квалифицированных инвесторов, на долю которых в 2018 г. приходился 61 % всех зарегистри-

¹ Центральный банк России. (2019). *Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов в IV квартале 2019 года*. http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/27853/review_paif_19Q4.pdf

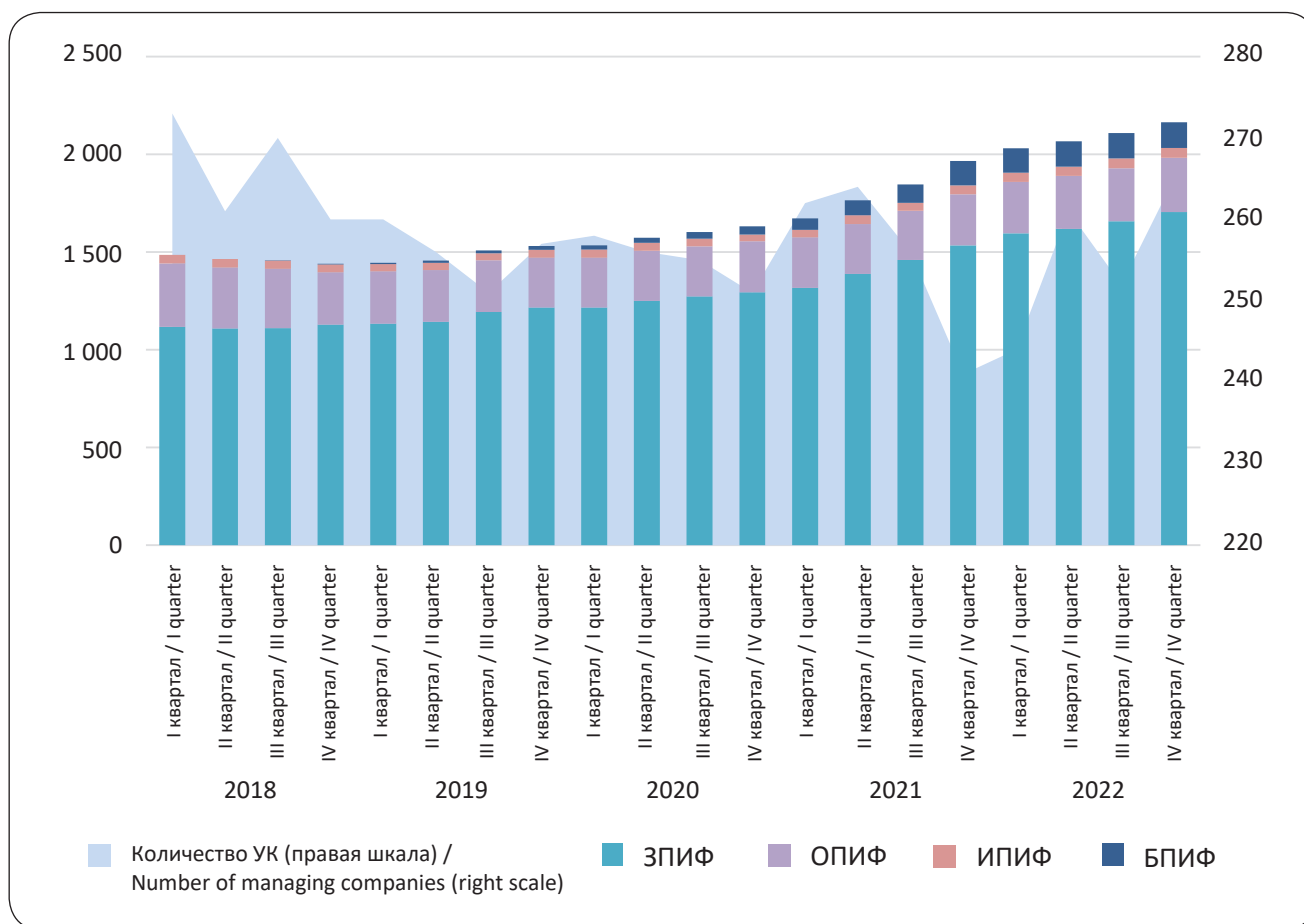


Рис. 1. Динамика числа зарегистрированных ПИФов по типам

Источник: Центральный банк России. (2023). Статистические данные к обзору ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов. http://www.cbr.ru/analytics/rsci/review_pif_aif/

Примечание: ЗПИФ – закрытый ПИФ, ОПИФ – открытый ПИФ, ИПИФ – интервальный ПИФ, БПИФ – биржевой ПИФ.

Fig. 1. Dynamics of the number of registered UIFs by types

Source: Central Bank of Russia (2023). Statistical data for the review of the key indicators of unit and joint stock investment funds. http://www.cbr.ru/analytics/rsci/review_pif_aif/

Note: ЗПИФ – closed UIF, ОПИФ – open UIF, ИПИФ – interval UIF, БПИФ – stock exchange UIF.

стрированных фондов. К 2023 г. эта доля возросла уже до 72 %. Основной прирост обеспечен ростом доли закрытых ПИФов для квалифицированных инвесторов.

Основной удельный вес занимают фонды, имеющие смешанную структуру активов. Такие фонды позволяют сформировать достаточно диверсифицированный портфель с пассивным управлением.

Рассмотрим, как менялись вложения пайщиков в активы ПИФов на протяжении рассматриваемого периода (табл. 1).

В 2018 г. наблюдалось некоторое снижение чистого притока средств по сравнению с 2017 г. Причем основное снижение динамики было характерно для открытых ПИФов. Вместе с тем чистый приток средств инвесторов составил 235 млрд рублей, преимущественно за счет закрытых ПИФов. В 2019 г. чистый приток средств вырос почти в три раза по сравнению с 2018 г. Росту инвестиций в ПИФы способствовал приход новых пайщиков: совокупное количество владельцев паев увеличилось на 14,3 %, до 1,9 млн единиц².

² Центральный банк России. (2019). Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов в IV квартале 2019 года. http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/27853/review_paif_19Q4.pdf

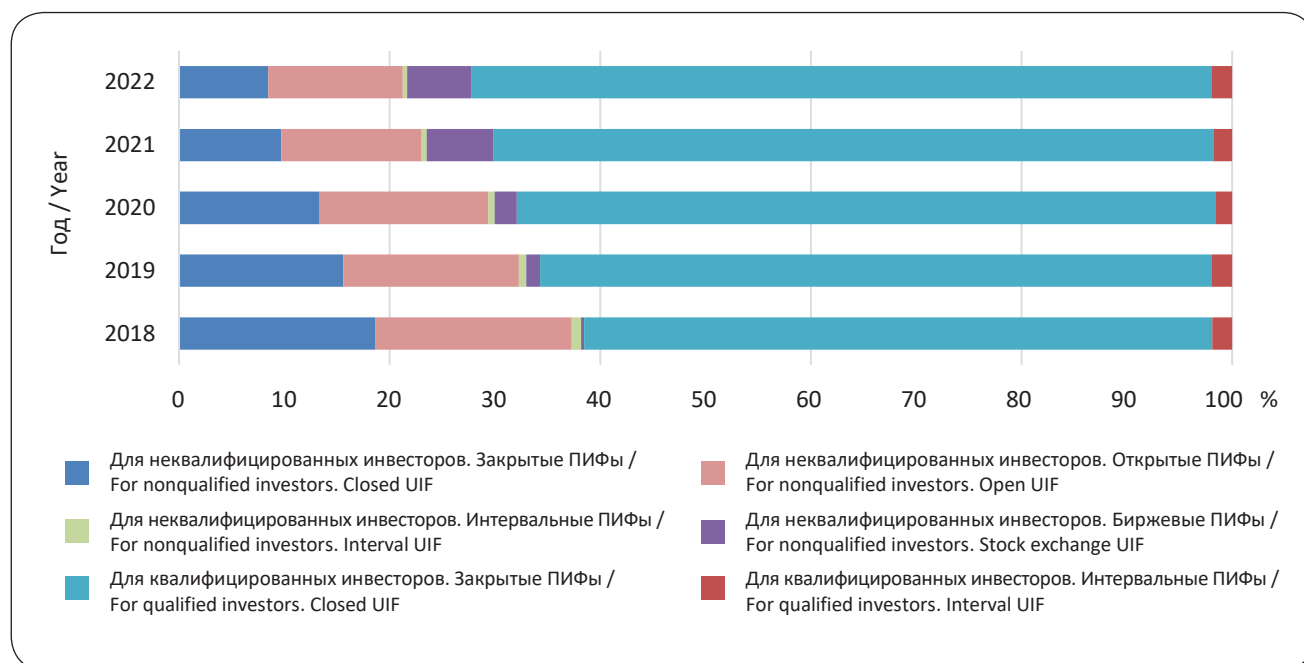


Рис. 2. Структура ПИФов по типу инвесторов

Источник: Центральный банк России. (2023). Динамические ряды основных показателей деятельности паевых инвестиционных фондов и акционерных инвестиционных фондов. http://www.cbr.ru/statistics/rsci/activity_uk_if/stat_pif_aif/

Fig. 2. UIF structure by types of investors

Source: Central Bank of Russia (2023). Time series of the key performance indicators of unit and joint stock investment funds. http://www.cbr.ru/statistics/rsci/activity_uk_if/stat_pif_aif/

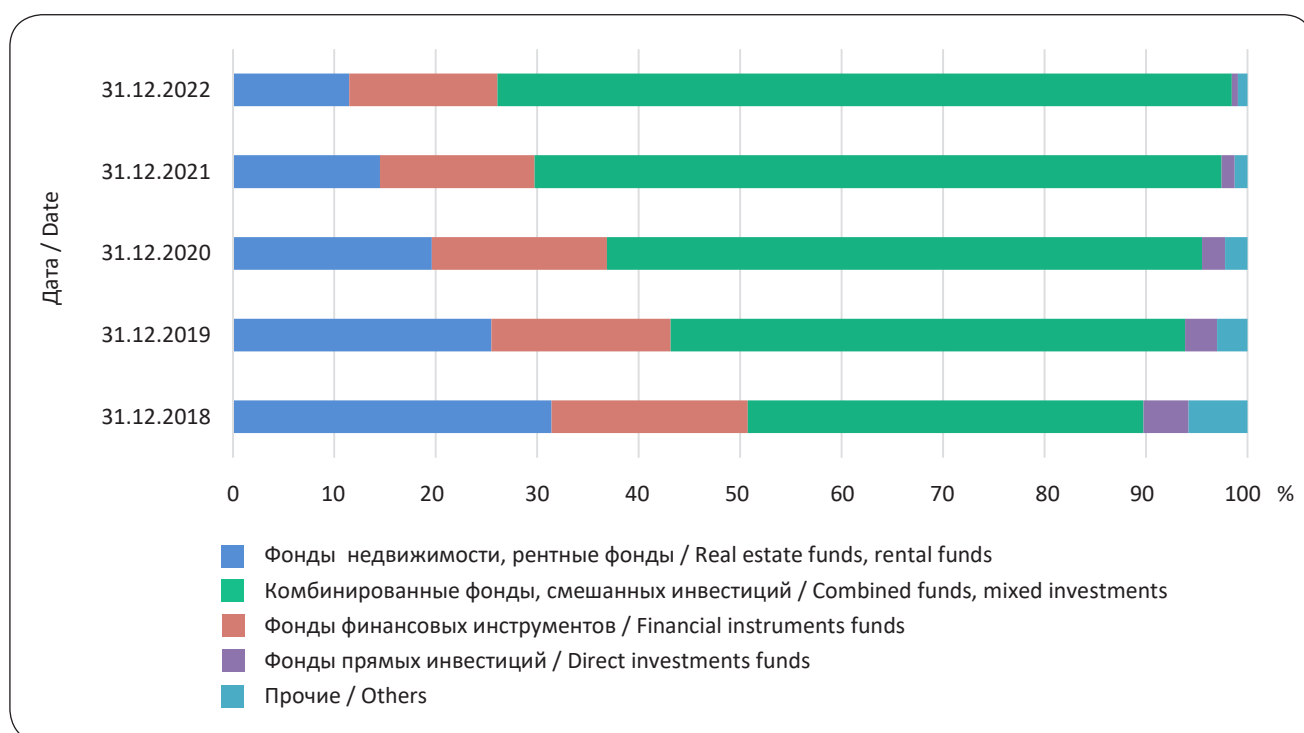


Рис. 3. Структура ПИФов по типу актива

Fig. 3. UIF structure by types of assets

Таблица 1

Динамика притока/оттока средств в ПИФы, млрд рублей
Table 1. Dynamics of inflow/outflow of funds in UIF, bln rubles

Тип фонда / Type of fund	Показатель / Indicator	Год / Year					Прирост, % / Growth, %
		2018	2019	2020	2021	2022	
ЗПИФ / Closed UIF	Нетто-приток/отток / Net inflow/outflow	142,4	523,2	248,9	631,5	1139,1	700,0
	Объем выдачи / Output volume	222,3	594,0	329,1	732,5	1412,1	535,3
	Объем погашения / Debt servicing volume	79,9	70,8	80,3	101,0	214,1	168,0
ОПИФ / Open UIF	Нетто-приток/отток / Net inflow/outflow	84,3	90,6	103,4	205,1	-15,4	-118,3
	Объем выдачи / Output volume	164,5	186,9	220,3	438,5	111,7	-32,1
	Объем погашения / Debt servicing volume	80,2	96,3	116,9	233,4	128,2	59,9
ИПИФ / Interval UIF	Нетто-приток/отток / Net inflow/outflow	8,6	19,9	9,7	32,7	9,3	9,1
	Объем выдачи / Output volume	9,7	21,0	12,8	51,7	15,9	62,9
	Объем погашения / Debt servicing volume	1,2	1,1	3,1	18,8	1,9	56,2
БПИФ / Stock exchange UIF	Нетто-приток/отток / Net inflow/outflow	0,0	12,0	54,5	119,9	-2,9	-124,2
	Объем выдачи / Output volume	0,0	12,3	55,1	130,0	33,0	169,5
	Объем погашения / Debt servicing volume	0,0	0,3	0,7	10,1	15,2	4 977,4
Нетто-приток/отток, всего / Net inflow/outflow, total		235,3	645,7	416,6	989,2	1130,1	466,7

Драйвером развития рынка ПИФов в 2020 г. стал массовый приход на рынок розничных инвесторов, вызванный снижением ставок по депозитам, а также в целом проявлением интереса к финансовым рынкам в период локдауна. Основной интерес инвесторы проявили к фондам облигаций, которые традиционно показывают относительно невысокий уровень рисков и приемлемый уровень доходности. Этим объясняется рост чистого притока средств в открытые ПИФы, в то время как по закрытым фондам наблюдался спад притока средств. Привлекательность ПИФов выросла, в том числе за счет прихода массового инвестора на фондовый рынок и повышения их доступности в связи с развитием дистанционных продаж финансовых инструментов в условиях самоизоляции и действия ограничительных мер. Кроме того, в 2020 г. значительно повысился уровень сбережений граждан в связи с мерами поддержки граждан в период пандемии, а также в связи с введением ограничительных мер, когда возможности трат средств на товары и услуги резко сократились³.

Наиболее существенный рост чистого притока средств в ПИФы наблюдался в 2021 г., когда чистый приток вырос практически в три раза относительно уровня 2020 г. Прежде всего, такой рост обусловлен ростом числа инвесторов – физических лиц практически на треть. Также выросло и число инвесторов – юридических лиц (рис. 4).

Особенностью 2021 г. стало увеличение притока средств в ПИФы, а также увеличение числа пайщиков, несмотря на рост ставок по депозитам. Такая ситуация может свидетельствовать о начавшихся структурных изменениях спроса населения на финансовые активы⁴. Основной приток обеспечили ЗПИФы (64 %), еще треть пришлась на розничные открытые ПИФы (далее – ОПИФ), которые также показали рекордные притоки в 2021 г. Вероятно, изменение предпочтений населения в вариантах вложения средств может быть обусловлено несколькими факторами, такими как расширение опыта инвестирования на финансовых рынках, более активная работа банков по продажам услуг управляющих компаний, а также активный рост продаж финансовых инструментов, осуществляемых дистанционно.

³ Центральный банк России. (2020). Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов в IV квартале 2020 года. http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/32224/review_pif_aif_20Q4.pdf

⁴ Центральный банк России. (2021). Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов в IV квартале 2021 года. http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/39840/review_pif_aif_21Q4.pdf

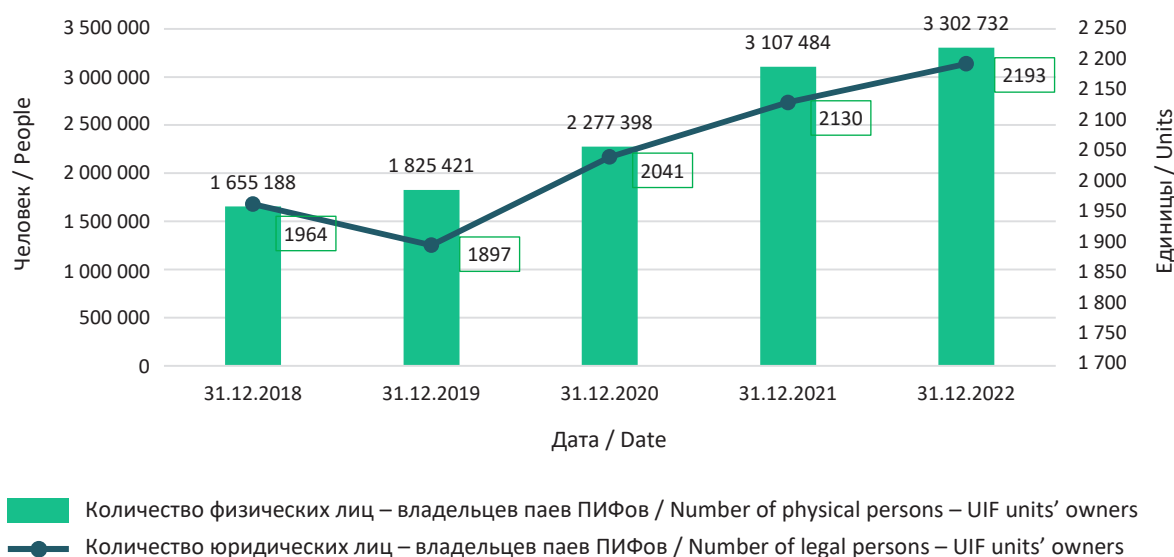


Рис. 4. Динамика численности физических и юридических лиц – владельцев ПИФов

Источник: Центральный банк России. (2023). Динамические ряды основных показателей деятельности паевых инвестиционных фондов и акционерных инвестиционных фондов. http://www.cbr.ru/statistics/rsci/activity_uk_if/stat_pif_aif/

Fig. 4. Dynamics of the number of physical and legal persons – UIF units' owners

Source: Central Bank of Russia (2023). Time series of the key performance indicators of unit and joint stock investment funds. http://www.cbr.ru/statistics/rsci/activity_uk_if/stat_pif_aif/

Вместе с тем еще одной тенденцией 2021 г. стал не только двукратный рост вложений в ОПИФ, но и двукратный отток средств из фондов⁵. Центральный банк России связывает такую тенденцию с тем, что во второй половине 2021 г. наблюдалось снижение доходности ПИФов, в результате чего часть пайщиков фиксировала прибыль. Кроме того, наблюдался массовый приток розничных инвесторов на рынок биржевых фондов. За 2020 г. их число выросло с 70 тысяч до 1,3 млн человек, за 2021 г. это число выросло еще в четыре раза, до 5,6 млн человек. Таким образом, можно предположить, что отток средств из ОПИФов был связан с переходом к более простому и менее затратному инструменту инвестиций.

2022 г. ознаменовался самым большим приростом стоимости чистых активов за всю историю наблюдений. При этом рост наблюдался в сегменте закрытых ПИФов, куда за год нетто-приток составил более 1 трлн рублей. Почти половина всех поступлений пришлось всего на один фонд, инвесторами которого являются институциональные инвесторы, однако в семи фондах из десяти, входящих в топ по привлечению пайщиков, активными инвесторами являются физические лица. Проявленный физическими лицами интерес связан с ростом волатильности российского финансового рынка и поиском инвесторами альтернативных вариантов вложений. Поскольку многие ЗПИФ предлагают вложения в недвижимость, а также снижают порог входа, инвесторы переходят в такие фонды. Притоку инвестиций граждан в ЗПИФ также могла способствовать повышенная норма сбережений, которая отчасти обусловлена тем, что из-за внешних ограничений и ухода иностранных компаний люди не могли купить то, что хотели, и отложили эти средства про запас⁶.

В то же время в 2022 г. можно было наблюдать увеличение оттока средств из открытых ПИФов, особенно во II и IV кварталах. Такая тенденция связана с отрицательной доходностью ПИФов на фоне роста ставок по депозитам, а также сжатием фондового рынка. Отток капитала из открытых ПИФов также можно связать

⁵ Центральный банк России. (2021). Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов в IV квартале 2021 года. http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/39840/review_pif_aif_21Q4.pdf

⁶ Центральный банк России. (2022). Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов в IV квартале 2022 года. http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43798/review_pif_aif_22Q4.pdf

с блокировкой иностранных активов в национальном расчетном депозитарии, а также расширением практики мисселинга со стороны банков – продавцов услуг управляющих компаний. Центральный банк отметил рост жалоб на управление ПИФаами более чем в пять раз, а в структуре всех обращений, связанных с мисселингом, доля жалоб по реализации паев ПИФов выросла более чем в два раза, до 9,7 %. На фоне сложившейся ситуации Центральный банк выпустил указание⁷, которое обязывает банки информировать клиентов об особенностях и рисках инвестиционных продуктов⁸.

При анализе 2022 г. следует учитывать, что в этом году из-за заморозки иностранных активов управляющим компаниям, в фондах которых были такие активы, предоставлено право не определять стоимость паев и не предоставлять отчетность. В связи с этим данные по второму, третьему и четвертому кварталам 2022 г. носят оценочный характер и не в полной мере сопоставимы с итогами прошлых периодов⁹.

Описанные тенденции, таким образом, определили интенсивное развитие рынка ПИФов в последние годы, о чем свидетельствуют данные рис. 5.

Таким образом, можно отметить рост стоимости чистых активов (далее – СЧА) на протяжении всего рассматриваемого периода. Основной рост пришелся на период 2019 и 2020 гг. Как уже отмечалось, в этот период две взаимосвязанные тенденции определили вектор развития рынка – цифровизация предложения услуг, а также снижение ставок по депозитам:

– в части цифровизации основными тенденциями стали развитие системы быстрых платежей, маркетплейсов. Особенно остро ситуация проявилась в условиях пандемии, когда в отсутствие возможности покидать свои дома население обратило внимание на возможности получения пассивного дохода. В результате с начала 2019 до конца октября 2021 г. многократно увеличилось количество клиентов на брокерском обслуживании

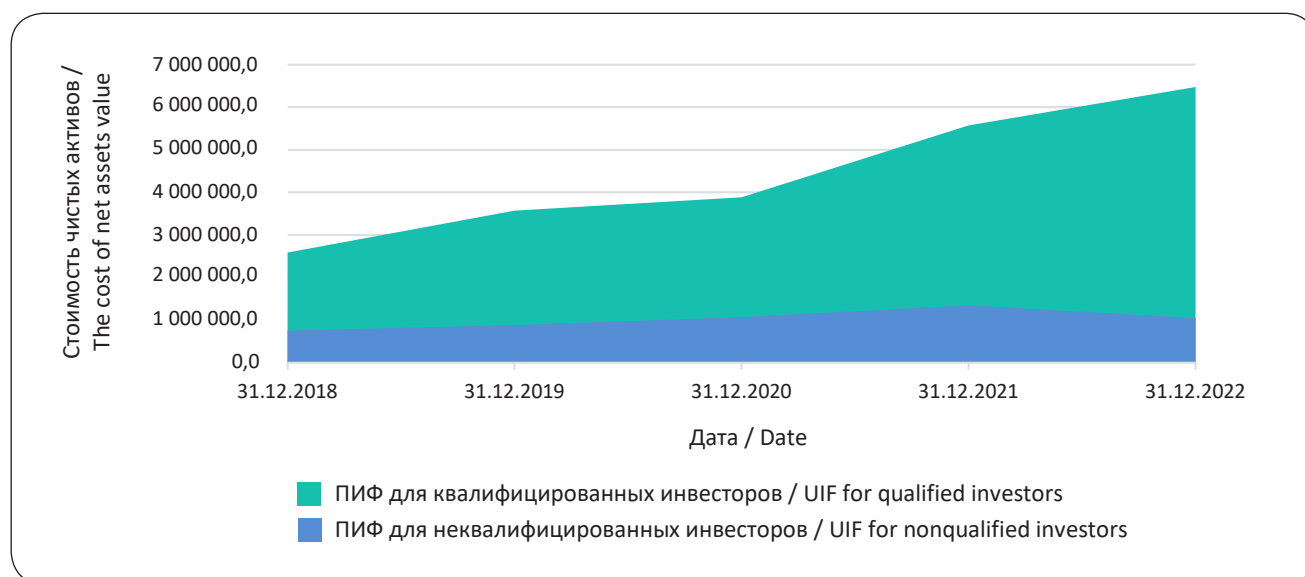


Рис. 5. Динамика стоимости чистых активов ПИФов в разрезе категорий ПИФов

Fig. 5. Dynamics of the cost of UIF net assets by UIF categories

⁷ О минимальных (стандартных) требованиях к объему и содержанию информации, предоставляемой кредитной организацией, действующей от своего имени при совершении сделки с физическим лицом по возмездному отчуждению ценных бумаг, при заключении договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, либо действующей от имени и (или) по поручению некредитной финансовой организации при заключении с физическим лицом договоров об оказании финансовых услуг, в том числе об их условиях и рисках, связанных с их исполнением, а также о форме, способах и порядке предоставления указанной информации: Указание Банка России от 10 января 2022 г. № 6057-У. (2022). *Вестник Банка России*, 25.

⁸ Центральный банк России. (2022). *Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов в II квартале 2022 года*. http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43798/review_pif_aif_22Q4.pdf

⁹ Анализ рынков и показателей ПИФ за IV квартал 2022 года. Обзор НАУФОР. *НАУФОР. Коллективные инвестиции*. <https://pif.naufor.ru/tree.asp?n=25425>

(более чем в восемь раз, до 18,2 млн) и клиентов в доверительном управлении (почти в пять раз, до 725 тыс.)¹⁰. Таким образом, пандемия трансформировала модели поведения потребителя и продавца услуг в сторону дистанционного обслуживания;

– в 2019 г. средневзвешенная ставка по депозитам опустилась до 6,6 %, а в 2020 г. еще ниже – до 3,4 %. На этом фоне Центробанк отметил ориентацию розничных инвесторов на сравнение доходности по вкладам и ПИФам и выбор последнего инструмента при снижении ставок.

Сравнительный анализ притока средств в ОПИФ и ставок по банковским вкладам за предыдущий период свидетельствует о наличии корреляции между этими показателями, что может свидетельствовать о том, что население по-прежнему сравнивает доходности двух инструментов, не принимая во внимание риски вложений в ПИФ. В то же время в ПИФах, характеризующихся более рискованными стратегиями инвестиций, такая тенденция не прослеживается, что может свидетельствовать о более квалифицированных и склонных к риску инвесторах, приходящих в такие фонды.

Для подтверждения данного тезиса проведем корреляционно-регрессионный анализ между переменными (табл. 2).

Для анализа показателей было принято решение об исключении из данных показателей за I квартал 2022 г., представляющий по сути статистический выброс, поскольку в этот период не только была удвоена ключевая ставка Банка России, но и остановлена работа фондовых бирж, что кардинально изменило расстановку

Таблица 2

Выборка исходных данных
Table 2. Source sample

Период / Period	Ставка по депозитам, % / Deposit rate, %	Средневзвешенная доходность ОПИФ, % / Weighted average return of open UIFs, %	Чистый приток активов ОПИФ, в млрд руб. / Net inflow of assets to open UIFs, bln rubles
II кв. 2018 / II quarter of 2018	5,51	4,7	40,7
III кв. 2018 / III quarter of 2018	5,21	6,9	10,1
IV кв. 2018 / IV quarter of 2018	5,83	7,3	-2,7
I кв. 2019 / I quarter of 2019	6,40	2,6	-5,5
II кв. 2019 / II quarter of 2019	5,78	6,7	5,7
III кв. 2019 / III quarter of 2019	5,18	8,7	28,1
IV кв. 2019 / IV quarter of 2019	4,71	13,8	62,3
I кв. 2020 / I quarter of 2020	4,37	-3,9	18,4
II кв. 2020 / II quarter of 2020	4,08	26,2	25,2
III кв. 2020 / III quarter of 2020	3,10	24,6	38,1
IV кв. 2020 / IV quarter of 2020	3,57	12,1	40,1
I кв. 2021 / I quarter of 2021	3,18	12,7	69,4
II кв. 2021 / II quarter of 2021	3,47	12,4	56,8
III кв. 2021 / III quarter of 2021	3,67	9,8	43,2
IV кв. 2021 / IV quarter of 2021	4,73	7	35,7
I кв. 2022 / I quarter of 2022	19,76	-39,5	-9,6
II кв. 2022 / II quarter of 2022	6,76	-31,8	-18,3
III кв. 2022 / III quarter of 2022	5,29	-23,3	11
IV кв. 2022 / IV quarter of 2022	5,33	12	-8

¹⁰ Банк России. (2021). Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2022 год и период 2023 и 2024 годов. https://cbr.ru/Content/Document/File/131935/onrfr_2021-12-24.pdf

сил на всех финансовых рынках. Кроме того, корреляционно-регрессионный анализ используется как разведочный, поскольку ввиду ограниченного количества доступных уровней временных рядов нет возможности получить надежные оценки тестовых статистик, проверяющих наличие коинтеграции для исключения «ложной» корреляции и регрессии.

Исходя из представленных данных, наблюдается обратная связь между показателями расширения ПИФ и ставкой по депозитам, а также умеренная прямая связь между доходностью ПИФ и притоком средств (табл. 3).

Таблица 3

Корреляционная матрица связи между переменными
Table 3. Correlation matrix of connection between variables

Переменная / Variable	Ставка по депозитам / Deposit rate	Средневзвешенная доходность ОПИФ / Weighted average return of open UIFs	Чистый приток активов ОПИФ / Net inflow of assets to open UIFs
Ставка по депозитам / Deposit rate	1		
Средневзвешенная доходность ОПИФ / Weighted average return of open UIFs	-0,61324	1	
Чистый приток активов ОПИФ / Net inflow of assets to open UIFs	-0,79211	0,515951	1

Корреляция доходности ПИФа с притоком средств средняя, поэтому для оценки факторов, влияющих на поток поступлений, уравнение решено построить без этой переменной.

Рассмотрим парную корреляцию между переменными (рис. 6).

Диаграмма рассеяния (рис. 6) демонстрирует обратную взаимосвязь между переменными.

Оценка коэффициента регрессии также предсказывает обратную взаимосвязь между средневзвешенными ставками по депозитам (X) и чистым притоком средств в ОПИФ (Y) (в скобках приведены стандартные ошибки коэффициентов):

$$Y = 112,7176 - 18,3251x$$

(17,316) (3,530)

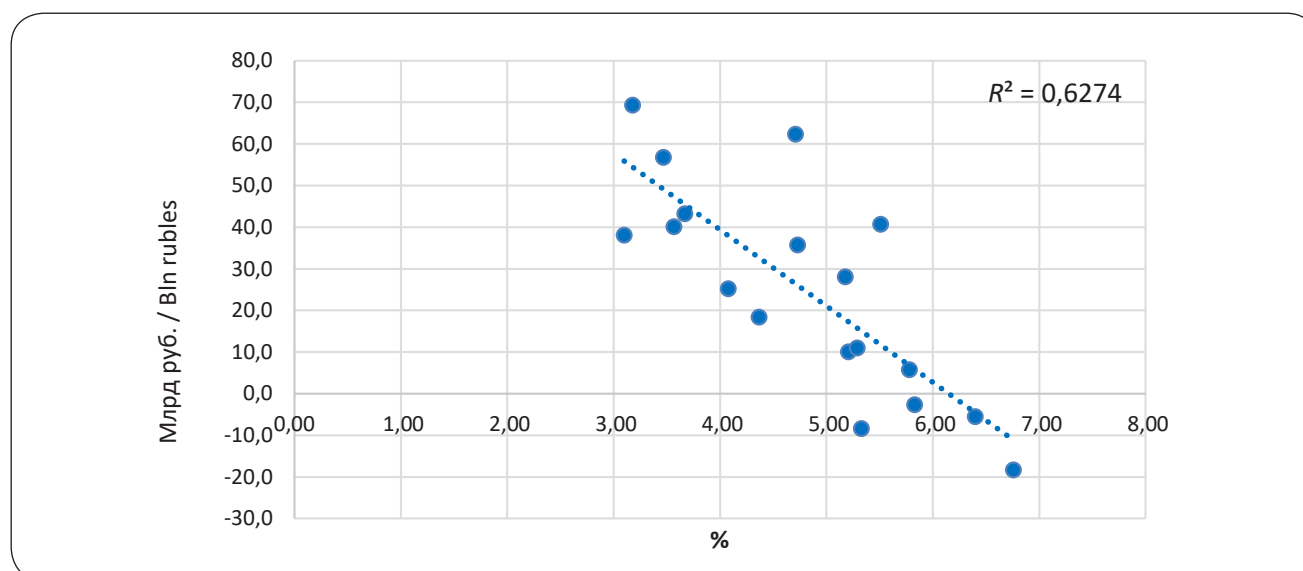


Рис. 6. Диаграмма рассеяния между средневзвешенными ставками по депозитам и чистым притоком средств в ОПИФ, млрд руб.

Fig. 6. Scatter diagram between weighted average return on deposits and net inflow of assets to open UIFs, bln rubles

Следует отметить, что данная оценка коэффициента является лишь предварительной для установления направления зависимости между объясняющей и объясняемой переменными. Анализ не включал оценку интеграционных/коинтеграционных характеристик приведенных временных рядов, в этой связи нельзя исключать наличия ложной регрессии. Тем не менее в первом приближении представляется возможным оценить, что однопроцентный рост ставки по депозитам приводит к падению притока чистых активов фондов примерно на 18 млрд рублей. Полученная зависимость подтверждает сложившуюся на рынке коллективных инвестиций тенденцию к перетоку капитала инвесторов из ПИФов во вклады при сокращении процентных ставок.

Интерес инвесторов к рынку коллективных инвестиций, таким образом, во многом вызван низкими уровнями доходности по банковским вкладам. Можно заключить, что население по-прежнему сравнивает доходности двух инструментов, не принимая во внимание риски вложений в ПИФ. Как справедливо отмечает в своем исследовании Н. В. Кузнецов (2022), при анализе риска финансовых инструментов инвесторам нужно принимать во внимание не только экономические и финансовые, но также и иные мотивы принятия решений (например, геополитические).

Приток инвесторов в ПИФы связан, как уже упоминалось, с развитием цифровых технологий, позволяющих быстро заключать договоры доверительного управления (Голуб, 2022, с. 266), более агрессивной рекламой, а также снижением требований к первоначальному взносу. В результате на рынок пришел мелкий инвестор, о чем свидетельствует снижение среднего счета (СЧА/число пайщиков) (рис. 7).

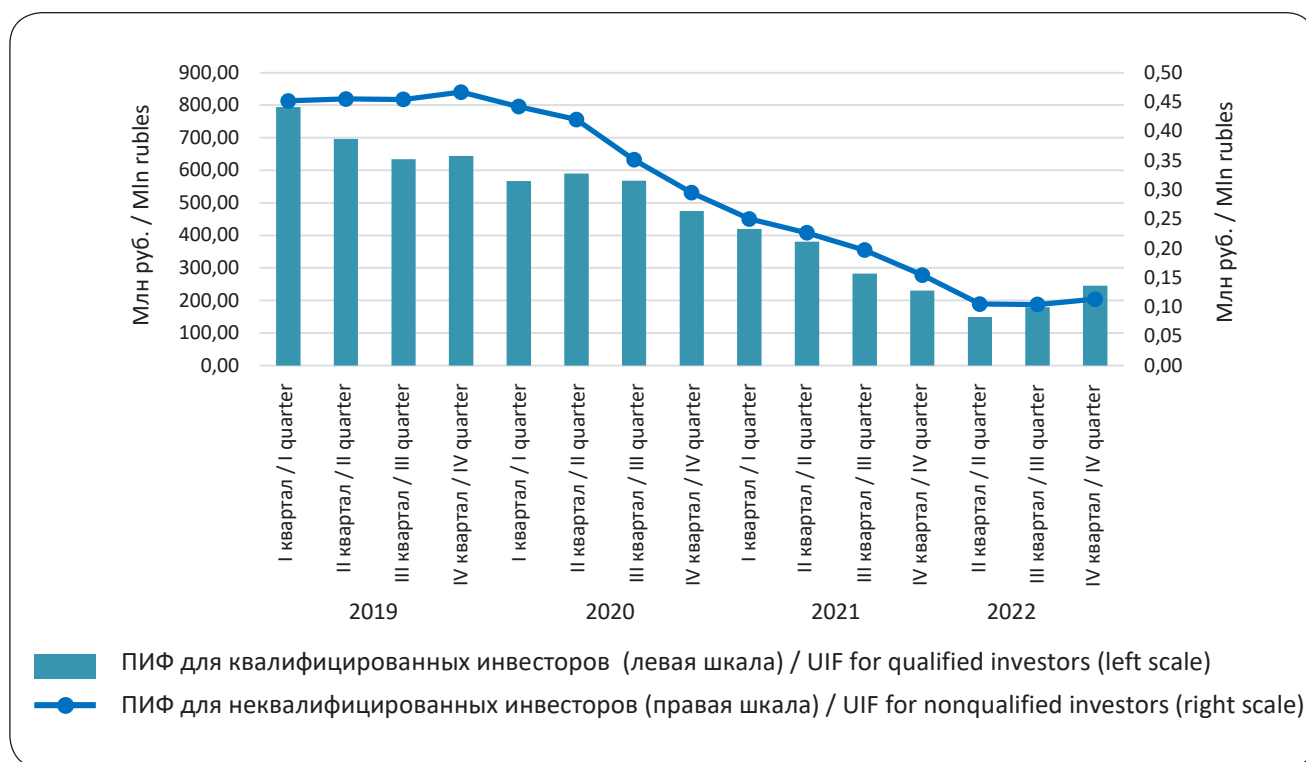


Рис. 7. Средний размер счета ПИФ для квалифицированных и неквалифицированных инвесторов

Примечание. Данные за I квартал 2022 г. отсутствуют по причине приостановки торгов на фондовом рынке по решению Центрального банка России.

Источник: составлено по данным: Центральный банк России (2023). Динамические ряды основных показателей деятельности паевых инвестиционных фондов и акционерных инвестиционных фондов. http://www.cbr.ru/statistics/rsci/activity_uk_if/stat_pif_aif/

Fig. 7. Average size of a UIF account for nonqualified and nonqualified investors

Note. Data for the 1st quarter of 2022 are absent due to the trading halt in the stock market by the decision of the Central Bank of Russia.

Source: compiled by the data: Central Bank of Russia (2023). Time series of the key performance indicators of unit and joint stock investment funds. http://www.cbr.ru/statistics/rsci/activity_uk_if/stat_pif_aif/

За четыре последних года средний размер счета для квалифицированных инвесторов снизился с 794 до 265 млн руб., а для неквалифицированных – с 450 до 110 тыс. руб. Таким образом, почти шестикратный рост числа пайщиков за последние пять лет обеспечен увеличением счетов с небольшим капиталом, что, как правило, характеризует неопытного инвестора.

В некотором роде изменение портрета клиента и его склонности к риску характеризует изменение структуры стоимости чистых активов ПИФов по видам вложений (рис. 8).

Данные рис. 8 свидетельствуют о смещении интересов инвесторов в сторону фондов, активы которых размещены в акции, а также уставные капиталы российских организаций. Также можно отметить устойчивый рост активов, размещенных в недвижимое имущество. В целом это может характеризовать повышение склонности физических лиц к риску, хотя в отдельные периоды времени тенденция менялась. Так, в 2018 г. в структуре ОПИФ в 2018 г. основной удельный вес составляли вложения в корпоративные облигации (43,3 %). Однако уже в 2019 г. наиболее заметным изменением в структуре активов ОПИФ стало увеличение в 1,5 раза доли вложений в акции. Такое движение объясняется более высокой доходностью вложений в акции по сравнению с корпоративными и государственными облигациями в 2019 г.¹¹ В связи с этим трендом 2019 г. стало увеличение доли СЧА фондов смешанных инвестиций и фондов акций.

В 2020 г. снова произошел разворот – трендом стало увеличение вложений в иностранные ценные бумаги с одновременным сокращением доли СЧА, вложенных в акции российских компаний и корпоративные облигации. Такая тенденция характеризует рост интереса инвесторов к фондам, ориентированным на вложения

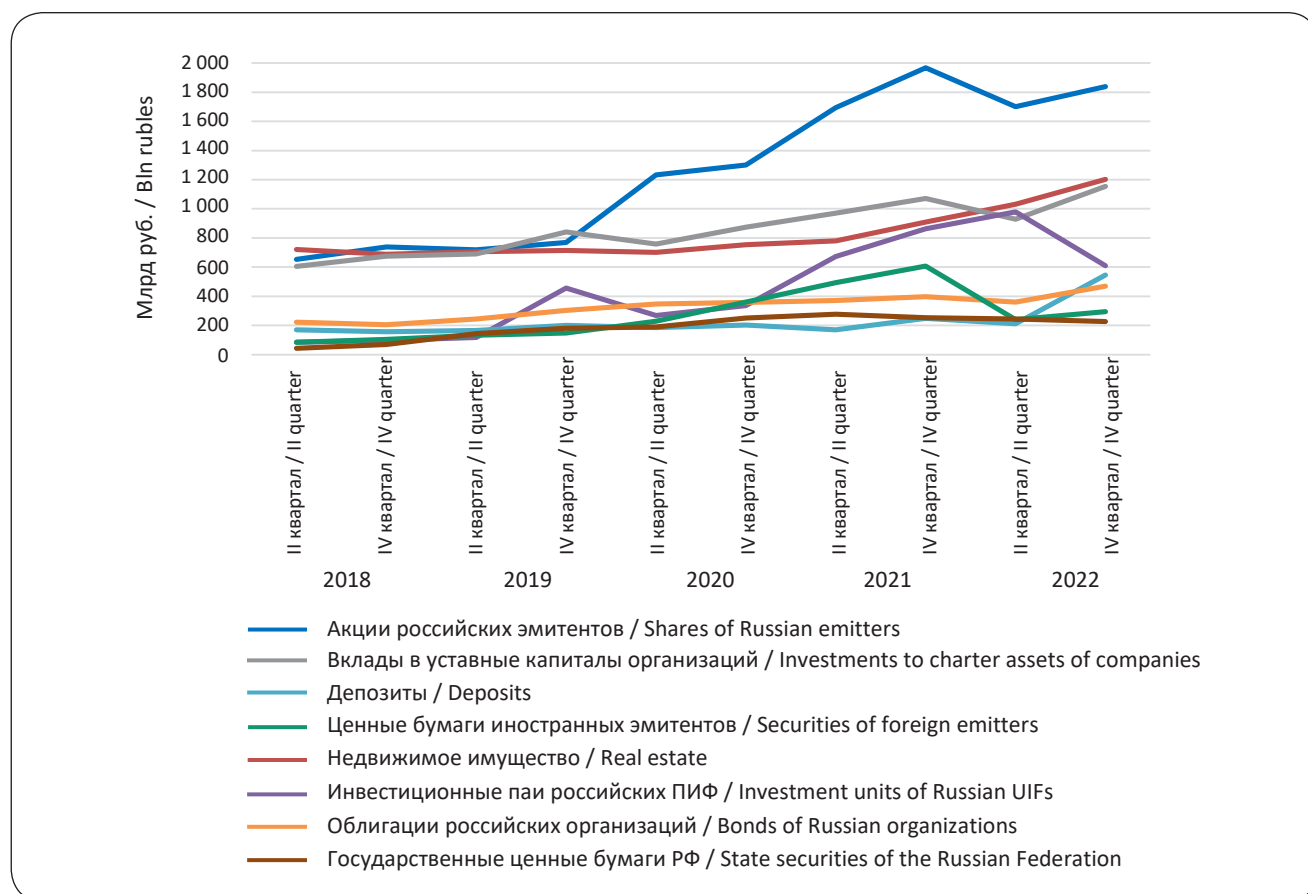


Рис. 8. Динамика СЧА фондов по видам активов в 2018–2022 гг.

Fig. 8. Dynamics of net asset value funds by types of assets in 2018–2022

¹¹ Центральный банк России. (2020). Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов в IV квартале 2019 года. http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/27853/review_paif_19Q4.pdf

в иностранные ценные бумаги. Также тренд на сокращение вложений в облигации продолжился в 2021 г., поскольку доходность фондов облигаций была отрицательной, в то время как вложения в фонды акций ускорились, особенно в последнем квартале года, когда рынок снижался, что говорит о контрциклическом поведении части розничных инвесторов, т. е. покупке акций на этапе снижения в расчете на восстановление рынка¹².

В 2022 г. ситуация существенным образом изменилась. Влияние на чистый приток средств в розничные фонды в 2022 г. оказывала приостановка операций с паями. В результате действий недружественных стран и их резидентов оценка справедливой стоимости части иностранных ценных бумаг, входящих в состав активов российских ПИФов, была невозможна. Часть ПИФов, в составе которых есть иностранные инструменты, приостановили расчет СЧА, а также выдачу, обмен и погашение паев. В результате инвестор в условиях волатильного рынка снова обратил внимание на фонды облигаций и фонды денежного рынка – единственные из всех фондов показавшие положительную доходность (табл. 4).

Таблица 4

Доходность открытых ПИФ в 2022 г., %
Table 4. Profitability of open UIFs in 2022, %

Специализация / Specialization	I квартал (до 25 февраля) / I quarter (till February 25)			II квартал / II quarter			III квартал / III quarter			IV квартал / IV quarter		
	Мин. / Min	Макс. / Max	Медиана / Median	Мин. / Min	Макс. / Max	Медиана / Median	Мин. / Min	Макс. / Max	Медиана / Median	Мин. / Min	Макс. / Max	Медиана / Median
Акции / Shares	-48,0	31,2	-24,9	-54,6	-10,9	-38,3	-59,9	-8,9	-45,8	-50,5	20,8	-35,4
Облигации / Bonds	-18,2	13,7	-6,9	-34,8	8,2	2,1	-40,0	9,8	1,4	-24,7	17,7	6,1
Смешанный / Mixed	-33,8	15,7	-21,3	-55,6	0,2	-23,8	-43,2	5,4	-27,8	-38,7	-0,7	-19,4
Денежный / Monetary	-0,1	15,5	1,1	5,1	5,6	5,3	6,5	7,6	7,1	9,1	14,9	9,5

Данные табл. 4 свидетельствуют о том, что в самом глубоком минусе оказались фонды, специализирующиеся на вложениях в акции. На фоне бурного роста таких фондов в предыдущие годы 2022 г. оказался для них одним из самых провальных за всю историю наблюдений. Медианное значение падения стоимости паев за весь год было не менее 24 %. Также существенно упала доходность смешанных фондов, медианные значения в которых также составляли около -20 %. Меньше всего пострадали фонды, ориентированные на инструменты денежного рынка, где практически не было фондов с минусовыми значениями доходности (рис. 9).

Таким образом, в условиях волатильного рынка размещение средств в фонды акций оказалось наиболее нецелесообразным, что и привело к существенному оттоку средств из таких фондов. При этом, как отмечает Е. А. Колганова, просадка фондов, паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов, в рассматриваемый период была значительно ниже, чем ПИФов, паи которых доступны неквалифицированным инвесторам (в пределах 1,9–2,6 %, в то время как фонды для неквалифицированных инвесторов просели в среднем на 16,4 %) (Колганова, 2022, с. 74). Причин для этого две. Во-первых, данные фонды, как правило, имеют более высокую капитализацию. Во-вторых, в отношении таких фондов Центробанком были приняты меры поддержки, предполагающие снижение регуляторной нагрузки в части фиксации СЧА¹³, что позволило управляющим компаниям снизить влияние на показатель доходности фондов для квалифицированных инвесторов.

В целом данные доходности ПИФов демонстрируют низкое качество управления средствами паевых инвестиционных фондов. Так, в 2021 г. при среднем уровне рентабельности активов управляющих компаний в 16,6 % (медианное значение)¹⁴, доходность открытых ПИФов составила всего 7 %¹⁵. Данные демонстрируют,

¹² Центральный банк России. (2022). Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов в IV квартале 2021 года. http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/39840/review_pif_aif_21Q4.pdf

¹³ О мерах по снижению регуляторной и надзорной нагрузки на поднадзорные организации в 2022 году: Информационное письмо Банка России от 28 марта 2022 г. № ИН-018-38/40. (2022). Вестник Банка России, 20.

¹⁴ Анализ деятельности управляющих компаний в 2021 году. НАУФОР. <https://naufor.ru/tree.asp?n=4333>

¹⁵ Центральный банк России. (2022). Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов в IV квартале 2021 года. http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/39840/review_pif_aif_21Q4.pdf

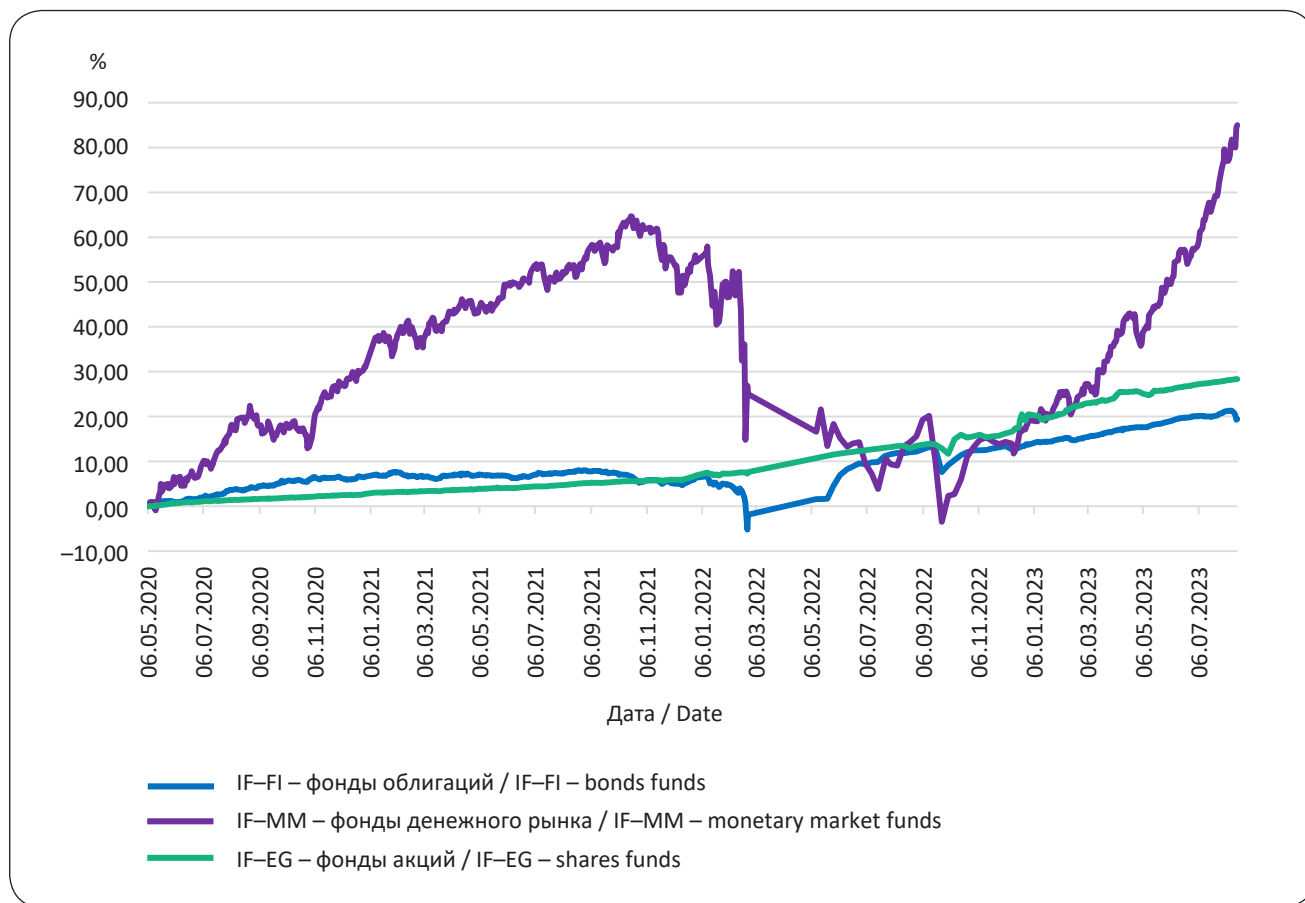


Рис. 9. Индексы доходности паевых инвестиционных фондов в 2020–2023 гг.

Источник: Индексы доходности ПИФ. Investfunds. <https://investfunds.ru/indicators/russian-mutual-funds/>

Fig. 9. Indices of UIF profitability in 2020–2023

Source: UIF profitability indices. Investfunds. <https://investfunds.ru/indicators/russian-mutual-funds/>

что на промежутке последних трех лет доходность ПИФов акций составила 39 %, фондов облигаций – 17 %, а фондов денежного рынка – 24 %. В среднегодовом исчислении, таким образом, только фонды акций показали доходность выше инфляции, притом что только эти фонды показали самый глубокий уровень просадки в 2022 г.

Как замечает специалист департамента стратегических исследований *Total Research* Н. Вавилов, «де-факто ПИФы никогда не приносили доход выше инфляции, поскольку это было бы невыгодно менеджерам по продажам и управляющим этих фондов. Их структура и сделки никогда не были прозрачными, а доходность зачастую «выдумывалась». Если считать доходность по портфелю, составленному аналогично ПИФу, то она часто в три-четыре раза превышала доходность непосредственно самого фонда»¹⁶. В целом можно констатировать зачастую низкий уровень квалификации управляющих и слабую заинтересованность, поскольку в случае управления средствами ПИФов отсутствует вознаграждение за успех.

Многие эксперты сходятся во мнении, что низкий уровень качества управления многими фондами является одной из существенных причин падения доходности ПИФов в 2022 г. Кроме того, повлияла также ограниченность инструментов для инвестиций, который приводит к слабой диверсификации портфелей многих фондов и, как следствие, высокий уровень риска потери капитала. Российский рынок ценных бумаг не предлагает такого широкого разнообразия, как иностранные площадки. Как отмечает президент НАУФОР

¹⁶ Петрова, Н. (2022, 27 апреля). Продать нельзя купить: что теперь делать владельцам паев. News. <https://news-ru.turbopages.org/news.ru/s/dengi/prodat-nelzya-kupit-cto-teper-delat-vladelcam-payov/>

Алексей Тимофеев, «чтобы выбирать финансовые инструменты, формировать долгосрочные стратегии и диверсифицировать портфели, нужен доступ к тысяче акций и тысяче облигаций из разных отраслей и в разных валютах. Набор отечественных финансовых инструментов, особенно акций, гораздо скромнее. Российские розничные инвесторы вкладывались в отечественные бумаги благодаря доступу к иностранным и возможности диверсифицировать портфели. Сегодня речь идет о сохранении разнообразия финансового инструментария как условия эффективной работы финансового рынка, а значит, о разблокировке иностранных ценных бумаг в НРД, а также о доступе к ценным бумагам других регионов мира»¹⁷.

Кроме того, незначительный набор активов для инвестиций, а также преобладание фондов с пассивным управлением сопровождается достаточно высокой концентрацией отрасли, поскольку на долю 100 фондов приходится 90 % всех пайщиков – физических лиц (табл. 5).

Таблица 5

Концентрация отрасли ПИФ в России в 2018–2022 гг., %
Table 5. Concentration of UIF sector in Russia in 2018–2022, %

Концентрация в отрасли / Sector concentration	Год / Year				
	2018	2019	2020	2021	2022
Количество ПИФов, составляющих 80 % активов, ед. / Number of UIFs constituting 80% of assets, units	189	175	223	230	259
Доля ПИФов, составляющих 80 % активов / Share of UIFs constituting 80% of assets	13,1	11,4	13,7	11,7	12,0
Топ-20 ПИФов по СЧА / Top 20 UIFs by net asset value	38,5	41,8	33,0	34,0	32,7
Топ-20 ПИФов по количеству участников – физических лиц / Top 20 UIFs by the number of participants – physical persons	84,5	79,9	68,4	65,2	65,1
Топ-20 ПИФ по СЧА / Top 100 UIFs by net asset value	68,3	70,4	64,6	64,0	61,1
Топ-20 ПИФ по количеству участников – физических лиц / Top 100 UIFs by the number of participants – physical persons	97,6	97,3	96,3	94,1	93,4

Данные табл. 5 свидетельствуют о достаточно высокой концентрации рынка. На долю ПИФов, в которых сконцентрировано 80 % всех активов, приходится всего 12 %, при этом эта доля постепенно сокращается, что свидетельствует о поглощении рынка крупными игроками. При этом 30 % всей стоимости чистых активов фондов сосредоточено в руках всего 20 ПИФов, хотя и с нисходящим трендом. Также можно отметить снижение доли топ-20 в общем числе пайщиков – физических лиц. Концентрация рынка снизилась с 84 до 65 %. Возможно, такое сокращение связано с выходом на рынок большого количества новых фондов, обеспечивающих некоторое рассеивание капитала.

Одной из ключевых проблем работы ПИФов в условиях 2022 г. стала заморозка иностранных активов. В том числе были заблокированы 159 паевых инвестиционных фондов с замороженными иностранными активами, что составляет 29 % от общего количества ПИФов. На 31 мая 2022 г., по данным Центрального банка Российской Федерации (далее – ЦБ РФ), в ПИФах содержались активы 2,7 млн инвесторов на 379 млрд руб.¹⁸ При этом непонимание причин блокировки активов, как одно из проявлений низкого уровня финансовой грамотности, провоцирует рост жалоб розничных инвесторов на профучастников рынка ценных бумаг. Банк России в первом полугодии 2022 г. зафиксировал резкий всплеск жалоб – в первую очередь на брокеров (на них поступило 4 775 жалоб в апреле против 174 в феврале). Более половины таких обращений были связаны с переводом активов от подсанкционного брокера к другому профучастнику, а 19 % касались блокировок активов и получения выплат по иностранным ценным бумагам¹⁹.

¹⁷ Кизимов, В. (2022, 28 июля). Что делать с заблокированными активами и можно ли их продать?. *Открытый журнал*. <https://journal.open-broker.ru/investments/chto-delat-s-zablokirovannymi-aktivami/>

¹⁸ История и перспективы развития рынка замороженных ПИФ на рынке РФ. (2023, 23 марта). *Investfunds*. <https://investfunds.ru/news/162078/>

¹⁹ Банк России. (2022, 14 июля). Блокировка иностранных ценных бумаг: пути решения проблемы. <https://cbr.ru/press/event/?id=14013>

Несмотря на активный переговорный процесс, период рассмотрения заявлений на разблокировку активов в депозитариях *Euroclear* и *Clearstream* продлен до 24 июля 2023 г. Для тех ПИФов, управляющие компании которых не имели возможности оперативно восстановить работу фондов, регулятор с участниками рынка разрабатывает схему их разделения на две части – заблокированную предлагают выделить в амортизируемый закрытый паевой инвестфонд (ЗПИФ-А), а по остальной части активов разрешить УК проводить операции²⁰.

3. Направления совершенствования рынка ПИФов в условиях санкций

Таким образом, проведенный анализ рынка ПИФов свидетельствует о наличии системных проблем в развитии института коллективных инвестиций. Понимание сути проблем приводит нас к пониманию необходимости модернизации отрасли. В числе мероприятий, в целом направленных на повышение привлекательности рынка ПИФов, а также повышения доверия населения к таким инструментам, по нашему мнению, можно выделить:

1. Урегулирование ряда правовых вопросов, касающихся работы фонда. В частности, необходимо законодательно регламентировать вопросы, связанные с повышением прозрачности работы фондов, включая определение финансовых результатов, структуры портфеля, а также информирования пайщиков об изменениях в структуре портфеля. Кроме того, необходимо законодательно ограничить уровень риска портфеля ПИФа по аналогии с банковским регулированием путем определения предельных значений инвестиций в активы одного эмитента, а также активы одного класса риска.

2. Необходимо расширение условий для защиты интересов инвесторов путем создания системы факторинга по активам пайщиков. Такая система может предусматривать возможность выкупа управляющей компанией паев из замороженных ПИФов либо выкупа паев ЗПИФ с удержанием вознаграждения. Это позволит, с одной стороны, повысить ликвидность рынка, а с другой – сформировать более лояльное отношение со стороны инвесторов, у которых появляются возможности по продаже, пусть и с дисконтом, обездвиженных активов. Другим вариантом решения проблемы может стать формирование механизмов страхования инвестиций либо создание гарантийного фонда. Однако такие решения сопряжены с очевидным ростом комиссий управляющих компаний в качестве компенсации резервирования средств для исполнения обязательств. По аналогии с системой страхования банковских вкладов, создание гарантийных фондов ПИФов может предусматривать возврат пайщику суммы вложенных средств в случаях, когда активы паевого фонда оказываются заблокированными, как в ситуации 2022 г.

3. Для повышения заинтересованности управляющих в результатах управления ПИФом необходимо предусмотреть возможность получения вознаграждения за успех, как это реализуется в доверительном управлении. Очевидно, что такая мера необходима в отношении, прежде всего, портфелей рыночных финансовых инструментов, таких как акции или фьючерсные контракты. Наиболее востребованной такая мера становится в отношении ПИФов, характеризующихся активным стилем управления. Кроме того, сами компании должны быть заинтересованы в повышении квалификации управляющих. Как правило, кадровая политика управляющих компаний сводится к перетягиванию специалистов из других компаний, в то время как своя система корпоративного образования не налажена. В связи с этим, по нашему мнению, необходима более активная работа компаний по постоянному профессиональному росту команды управляющих, с упором на применение современных методов прогнозирования и управления рисками, а также повышение эффективности работы специалистов в области финансового консультирования. Особенно актуально это для крупных игроков рынка, так называемых финансовых супермаркетов, когда функции консультанта на себя зачастую принимает рядовой сотрудник, мало что понимающий в продукте, который он продает. Сам Центральный банк в настоящее время прорабатывает вопрос повышения эффективности работы управляющих компаний с точки зрения развития системы фидуциарной ответственности инвестиционных советников, доверительных управляющих и управляющих компаний инвестиционных фондов²¹.

4. Программы финансовой грамотности, реализуемые в настоящее время в России, ориентированы, главным образом, на формирование знаний в области налогов, кредитов, финансового мошенничества. Однако

²⁰ ПИФы с иностранными активами вне запрета ЦБ. Смогут ли они заменить акции. (2022, 12 сент.). *Investfunds*. <https://investfunds.ru/news/86629/>

²¹ Банк России. (2021). Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2022 год и период 2023 и 2024 годов. https://cbr.ru/Content/Document/File/131935/onrfr_2021-12-24.pdf



Рис. 10. Темы финансовой грамотности, по которым россияне испытывают потребность в повышении уровня знаний и навыков в первую очередь

Источник: Актуальные темы финансовой грамотности среди взрослого населения России. Исследование Финансового университета при Правительстве РФ. http://www.fa.ru/org/dep/soc/unsl/Documents/03_Исследования/04_ФиЭП/Исследования%20лаборатории/2022%20Вопросы%20финансовой%20грамотности%20россиян.pdf

Fig. 10. Topics of financial literacy in which Russian citizens face the need to increase knowledge and skills at first instance

Source: Topical issues of financial literacy among the Russian adult population. Research of Financial University under the Russian Government. http://www.fa.ru/org/dep/soc/unsl/Documents/03_Исследования/04_ФиЭП/Исследования%20лаборатории/2022%20Вопросы%20финансовой%20грамотности%20россиян.pdf

вопросы, связанные с личным финансовым планированием, и прежде всего с формированием инвестиционной культуры, реализованы достаточно слабо. В то же время, по опросам населения, само население предъявляет спрос на знания именно в сфере сбережений и инвестиций (рис. 10).

Таким образом, еще одним направлением развития рынка ПФФов становится модернизация программ финансовой грамотности, реализуемых в России, за счет расширения перечня тем, связанных с инвестициями. В таком случае инвестор сможет сделать более осмысленный и стратегически более верный выбор. Однако, кроме расширения программ подготовки финансовой грамотности в части финансовых инвестиций, следует учитывать и тренды, связанные с цифровизацией финансовых услуг. Массовый приток инвесторов в рискованные активы происходит преимущественно через цифровые сервисы, что приводит к возникновению рисков цифрового неравенства и новых видов финансового мошенничества. Поэтому программы повышения финансовой грамотности должны быть трансформированы в программы, нацеленные на повышение также цифровой, киберграмотности.

Заключение

На основе проведенного исследования нами были сформулированы следующие выводы.

Паевые инвестиционные фонды, несомненно, представляют интерес в качестве варианта пассивных инвестиций. В то же время вложения в такие активы сопряжены с рядом рисков. Низкий уровень финансовой грамотности, а также недоверие населения к финансовым институтам, непонимание механизмов работы фондов приводят к их относительно медленному развитию на российском финансовом рынке. Можно выделить различные подходы к оценке эффективности управления средствами ПИФов, учитывающие как факторы активного или пассивного управления фондом, так и факторы обеспечения устойчивости и достижения целевых показателей фондов.

В последние годы рынок ПИФов активно развивался. Одним из ключевых драйверов развития стало появление на рынке биржевых ПИФов, а также ускоренная цифровизация финансовых услуг, которые спровоцировали массовый приток клиентов на этот рынок. В то же время 2022 г. внес существенные коррективы в развитие рынка, поскольку в условиях санкционных ограничений оказалась парализована работа многих фондов.

На основе анализа данных Центрального банка о развитии рынка ПИФов можно резюмировать наличие на рынке коллективных инвестиций следующих проблем:

1. Низкий уровень финансовой грамотности населения. Эта проблема, с одной стороны, объясняет недостаточный интерес инвесторов к рынку коллективных инвестиций, с другой – провоцирует продавцов соответствующих услуг к мисселингу. Кроме того, население по-прежнему сравнивает доходности двух инструментов, не принимая во внимание риски вложений в ПИФы.

2. Система формирования портфеля и сама отчетность фондов совершенно непрозрачны и малопонятны розничному инвестору. Нет единого подхода к оценке эффективности деятельности ПИФов, к выбору бенч-марка, отсутствует универсальный способ оценки отклонения результатов деятельности ПИФов от него.

3. Низкий уровень качества управления многими фондами, а также ограниченность инструментов для инвестиций, который приводит к слабой диверсификации портфелей многих фондов, и, как следствие, высокий уровень риска потери капитала.

4. Одной из ключевых проблем работы ПИФов в условиях 2022 г. стала заморозка иностранных активов. В том числе были заблокированы 159 паевых инвестиционных фондов с замороженными иностранными активами, что составляет 29 % от общего количества ПИФов.

На основе анализа выявленных проблем авторами были сформулированы предложения по развитию рынка ПИФов:

- законодательно регламентировать вопросы, связанные с повышением прозрачности работы фондов;
- расширить условия для защиты интересов инвесторов путем создания системы факторинга по активам пайщиков;
- предусмотреть возможность получения вознаграждения за успех в ПИФах, как это реализуется в доверительном управлении;
- модернизировать программы финансовой грамотности, реализуемые в России, за счет расширения перечня тем, связанных с инвестициями.

Список литературы

- Абрамов, А. Е., Радыгин, А. Д., Чернова, М. И. (2019). Эффективность управления портфелями паевых инвестиционных фондов акций и ее оценка. *Экономическая политика*, 4, 8–47.
- Абысов, Р. В. (2023). О современном состоянии рынка закрытых паевых инвестиционных фондов в РФ. *Человек. Социум. Общество*, 6, 209–213.
- Гасанова, С. Ш. (2021). Правовое обеспечение деятельности паевых инвестиционных фондов. *Экономика и бизнес: теория и практика*, 5-1(75), 106–109.
- Голуб, Ю. Б. (2022). Исследование динамики и прогнозирование стоимости чистых активов российских паевых инвестиционных фондов. *Проблемы национальной экономики в цифрах статистики: материалы VIII Международной научно-практической конференции*. В 2 т. Тамбов, 7 декабря 2021 г. (Т. 1, с. 259–267). Тамбов: ИД «Державинский».

- Иноземцев, Э. В., Тарасов, Е. Б. (2018). Активность российских паевых фондов: плохо или хорошо для инвестора? *Вопросы экономики*, 3, 64–79. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-3-64-79>
- Кандауров, Д. В. (2020). Методический инструментарий оценки эффективности международной диверсификации портфеля открытого паевого инвестиционного фонда. *Финансовая экономика*, 1, 271–278.
- Катышевский, Ю. А., Матвеев, В. В., Смирнова, О. А. (2020). Инвестиционные инструменты компаний в условиях цифровизации экономики. *Национальная безопасность и стратегическое планирование*, 3(31), 95–110. <https://doi.org/10.37468/2307-1400-2020-3-95-110>
- Кирюхина, Е. Р., Еркина, Т. Н. (2021). Актуальные проблемы инвестиционной деятельности и инвестиционных фондов в России. *Государственная служба и кадры*, 5, 145–147.
- Киселева, Н. П. (2022). Статистический анализ деятельности паевых инвестиционных фондов. *Инновации и инвестиции*, 3, 80–85.
- Кобзева, А. И. (2022). Особенности функционирования и применения паевых инвестиционных фондов на современном финансовом рынке России. В сб. *Развитие современной экономики: актуальные вопросы теории и практики: сборник статей III Международной научно-практической конференции*. Пенза, 15 января 2022 г. (с. 47–50). Пенза: Наука и Просвещение (ИП Гуляев Г. Ю.).
- Колганова, Е. А. (2022). Российская индустрия коллективных инвестиций в условиях международных санкций: проблемы и перспективы. *Финансовые рынки и банки*, 9, 73–76.
- Кузнецов, Н. В. (2022). Российский рынок биржевых паевых инвестиционных фондов: динамика ключевых показателей и основные тенденции в условиях санкций. *Финансовая экономика*, 7, 75–80.
- Литвин, В. В. (2022). Развитие коллективного инвестирования в России: потенциал роста паевых инвестиционных фондов. *Экономика: вчера, сегодня, завтра*, 12(5-1), 536–553.
- Ломовцева, Е. А. (2020). Деятельность управляющих компаний паевых инвестиционных фондов в РФ и зарубежных странах. *Вопросы российской юстиции*, 6, 151–163.
- Малиева, Ф. Г., Приходько Д. А. (2021). Паевые инвестиционные фонды в России: особенности функционирования и проблемы. *В центре экономики*, 4, 22–28.
- Оксюк, Т. Т. (2005). *Гражданско-правовое регулирование доверительного управления паевым инвестиционным фондом*: дис. ... канд. юрид. наук. Москва.
- Олькова, А. Е. (2016). Качество управления паевыми инвестиционными фондами РФ: комплексная оценка. *Глобальные рынки и финансовый инжиниринг*, 3(1), 39–66. <https://doi.org/10.18334/grfi.3.1.37064>
- Паршаков, П. А. (2015). Оценка навыков российских управляющих активами. *Прикладная эконометрика*, 1(37), 57–66.
- Полтева, Т. В., Мингалев, Н. В. (2013). Анализ финансовых инструментов инвестирования: соотношение риска и доходности. *Карельский научный журнал*, 4(5), 33–36.
- Семушин, А. В., Паршаков, П. А. (2012). Обзор основных обобщенных моделей оценки инвестиционных навыков управляющих. *Финансы и кредит*, 3(483), 19–27.
- Сорокина, М. М., Дедюшко, Е. И. (2022). Ценность активного управления паевыми инвестиционными фондами: зарубежный и российский опыт. *ЦИТИСЭ*, 2(32), 354–366. <http://doi.org/10.15350/2409-7616.2022.2.31>
- Фридман, А. И. (2017). Понятие инвестиционного фонда и инвестиционного юридического лица. *Право. Журнал Высшей школы экономики*, 2, 68–79. <https://doi.org/10.17323/2072-8166.2017.2.68.79>
- Царева, П. А., Казанцев, Л. В. (2021). Контрпродуктивные направления инвестирования. *Global and Regional Research*, 3(1), 80–88.
- Шарич, Э. Э., Яковлева, Д. Д., Толочко, И. А. (2019). Концептуальный подход к оценке эффективности деятельности паевых инвестиционных фондов. *УЭПС: управление, экономика, политика, социология*, 3, 65–71.
- Шингареева, Д. М. (2019). Сравнительная характеристика ПИФ и ETF, перспективы развития фондов в России. *Контентус*, 4(81), 40–47.
- Яковлев, П. А. (2021). Первичный и вторичный рынок паев инвестиционных фондов в России. *Вектор экономики*, 2(56), 36.
- Chevalier, J., & Ellison, G. (1997). Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives. *Journal of Political Economy*, 105, 1167–1199.
- Cremers, K. J. M., Fulkerson, J. A., & Riley, T. B. (2019). Challenging the conventional wisdom on active management: A review of the past 20 years of academic literature on actively managed mutual funds. *Financial Analysts Journal*, 75(4), 8–35.
- Grau-Carles, P., Doncel, L. M., & Sainz, J. (2019). Stability in mutual fund performance rankings. *A new proposal*, *International Review of Economics & Finance*, 61, 337–346.
- Jiang, J., Liao, L., Wang, Z., & Xiang, H. (2020). Financial literacy and retail investors' financial welfare: Evidence from mutual fund investment outcomes in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 59.
- Karibasappa, T. (2020). Performance analysis of selected mutual funds with special reference to Sharekhan Ltd. *Malaya Journal of Matematik*, 5(2), 4916–4920.
- Kokin, A. S., Ramasanov, S. A., Ogorodova, M. V., Lavrenteva, L. V., Smirnova, Zh. V., & Orlova, A. (2019). The study of the market of mutual investment funds in the Russian Federation. *Astra Salvensis – revista de istorie si cultura*, 13, 525–541.

- Otero-González, L., & Durán-Santomil, P. (2021). Is quantitative and qualitative information relevant for choosing mutual funds?. *Journal of Business Research*, 123, 476–488.
- Popescu, I. S., Hitaj, C., & Benetto, E. (2021). Measuring the sustainability of investment funds: A critical review of methods and frameworks in sustainable finance. *Journal of Cleaner Production*, 314.
- Rizvi, S. K. A. et al. (2020). Covid-19 and asset management in EU: A preliminary assessment of performance and investment styles. *Journal of Asset Management*, 21, 281–291.
- Song, Y. (2020). The mismatch between mutual fund scale and skill. *The Journal of Finance*, 75(5), 2555–2589.

References

- Abramov, A. E., Radygin, A. D., & Chernova, M. I. (2019). Efficiency in Portfolio Management of Equity Funds and Methods of Its Evaluation. *Ekonomicheskaya Politika*, 14(4), 8–47. (In Russ.).
- Abysov, R. V. (2023). On the modern state of closed unit investment funds market on the Russian Federation. *Chelovek. Sotsium. Obshchestvo*, 6, 209–213.
- Chevalier, J., & Ellison, G. (1997). Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives. *Journal of Political Economy*, 105, 1167–1199.
- Cremers, K. J. M., Fulkerson, J. A., & Riley, T. B. (2019). Challenging the conventional wisdom on active management: A review of the past 20 years of academic literature on actively managed mutual funds. *Financial Analysts Journal*, 75(4), 8–35.
- Fridman, A. I. (2017). Concepts of Investment Fund and Investment Legal Entity. *Pravo. Journal of the Higher School of Economics*, 2, 68–79. (In Russ.). <https://doi.org/10.17323/2072-8166.2017.2.68.79>
- Gasanova, S. Sh. (2021). Legal aspects of mutual funds performance. *Journal of Economy and Business*, 5-1(75), 106–109. (In Russ.).
- Golub, Yu. B. (2022). Dynamics study and forecasting of net asset value of Russian mutual funds. *Problems of the national economy in statistics: works of the 8th International scientific-practical conference*. In 2 vol. Tambov, December 7, 2021 (Vol. 1, pp. 259–267). Tambov: ID “Derzhavinskii”. (In Russ.).
- Grau-Carles, P., Doncel, L. M., & Sainz, J. (2019). Stability in mutual fund performance rankings. *A new proposal, International Review of Economics & Finance*, 61, 337–346.
- Inozemtsev, E. V., & Tarassov, E. B. (2018). Actively managed Russian mutual funds: Good or bad for investors? *Voprosy Ekonomiki*, 3, 64–79. (In Russ.). <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-3-64-79>
- Jiang, J., Liao, L., Wang, Z., & Xiang, H. (2020). Financial literacy and retail investors' financial welfare: Evidence from mutual fund investment outcomes in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 59.
- Kandaurov, D. V. (2020). The methodic for assessing international diversification efficiency for an open-end mutual fund. *Financial Economy*, 1, 271–278. (In Russ.).
- Karibasappa, T. (2020). Performance analysis of selected mutual funds with special reference to Sharekhan Ltd. *Malaya Journal of Matematik*, 5(2), 4916–4920.
- Katyshevskiy, Y. A., Matveev, V. V., & Smirnova, O. A. (2020). Investment instruments of companies in the context of digitalization of the economy. *National Security and Strategic Planning*, 3(31), 95–110. (In Russ.). <https://doi.org/10.37468/2307-1400-2020-3-95-110>
- Kiryukhina, E. R., & Yorkina, T. N. (2021). Actual problems of investment activities and investment funds in Russia. *State service and personnel*, 5, 145–147.
- Kiseleva, N. P. (2022). Statistical analysis of the activity of mutual funds. *Innovations and Investments*, 3, 80–85. (In Russ.).
- Kobzeva, A. I. (2022). Features of the functioning and application of mutual funds in the modern financial market of Russia. In *Development of the modern economy: topical issues of theory and practice: collection of works of the 3rd International scientific-practical conference*. Penza, January 15, 2022 (pp. 47–50). Penza: Nauka i Prosveshchenie (IP Gulyaev G. Yu.). (In Russ.).
- Kokin, A. S., Ramasanov, S. A., Ogorodova, M. V., Lavrenteva, L. V., Smirnova, Zh. V., & Orlova, A. (2019). The study of the market of mutual investment funds in the Russian Federation. *Astra Salvensis – revista de istorie si cultura*, 13, 525–541.
- Kolganova, E. A. (2022). Russian collective investment industry under international sanctions: problems and prospects. *Financial Markets and Banks*, 9, 73–76. (In Russ.).
- Kuznetsov, N. V. (2022). Russian market of stock exchange unit investment funds: dynamics of the key indices and main trends under sanctions. *Financial Economy*, 7, 75–80. (In Russ.).
- Litvin, V. V. (2022). The development of collective investment in Russia: the growth potential of mutual funds. *Economics: Yesterday, Today and Tomorrow*, 12(5A), 536–553. (In Russ.).
- Lomovtceva, E. A. (2020). Management companies of mutual funds in the Russian Federation and foreign countries. *Voprosy Rossiiskoi Yustitsii*, 6, 151–163. (In Russ.).
- Malieva, F. G., & Prikhodko, D. A. (2021). Mutual investment funds in Russia: peculiarities of functioning and problems. *In the Center of Economy*, 4, 22–28. (In Russ.).

- Oksyuk, T. T. (2005). *Civil-legal regulation of trust management of a unit investment fund*: thesis for a Candidate Degree in Jurisprudence. Moscow. (In Russ.).
- Olkova, A. E. (2016). The Quality of Management of Russian Open-end Funds: a Comprehensive Assessment. *Global Markets and Financial Engineering*, 3(1), 39–66. (In Russ.). <https://doi.org/10.18334/grfi.3.1.37064>
- Parshakov, P. A. (2015). Estimating the skills of the Russian assets managers. *Applied Econometrics*, 1(37), 57–66. (In Russ.).
- Otero-González, L., & Durán-Santomil, P. (2021). Is quantitative and qualitative information relevant for choosing mutual funds?. *Journal of Business Research*, 123, 476–488.
- Polteva, T. V., & Mingalev, N. V. (2013). Analysis of financial instruments of investment: risk and profitability ratio. *Karelian Scientific Journal*, 4(5), 33–36. (In Russ.).
- Popescu, I. S., Hitaj, C., & Benetto, E. (2021). Measuring the sustainability of investment funds: A critical review of methods and frameworks in sustainable finance. *Journal of Cleaner Production*, 314.
- Rizvi, S. K. A. et al. (2020). Covid-19 and asset management in EU: A preliminary assessment of performance and investment styles. *Journal of Asset Management*, 21, 281–291.
- Semushin, A. V., & Parshakov, P. A. (2012). Review of the main integrated models of estimating the investment skills of managers. *Finance and Credit*, 3(483), 19–27. (In Russ.).
- Shangareeva, D. M. (2019). Comparative characteristics between the UITs and ETF. Prospects of their development in Russia. *Kontentus*, 4(81), 40–47. (In Russ.).
- Sharich, E. E., Iakovleva, D. D., & Tolochko, I. A. Conceptual approach to evaluation of the action of the mutual fund. *YEPS: ypravlenie, ekonomika, politika, sociologiya*, 3, 65–71. (In Russ.).
- Song, Y. (2020). The mismatch between mutual fund scale and skill. *The Journal of Finance*, 75(5), 2555–2589.
- Sorokina, M., & Dedyushko, E. (2022). The value of active management of mutual funds: foreign and Russian experience. *CITISE*, 2(32), 354–366. (In Russ.). <https://doi.org/10.15350/2409-7616.2022.2.31>
- Tsareva, P. A., & Kazantsev, L. V. (2021). Counterproductive areas on investment. *Global and Regional Research*, 3(1), 80–88. (In Russ.).
- Yakovlev, P. A. (2021). Primary and secondary market of units of investment funds in Russia. *Vector of Economy*, 2(56), 36. (In Russ.).

Вклад авторов

- Г. Т. Гафурова: разработка концепции и структуры исследования, формирование эмпирической базы исследования, корректировка рукописи, разработка рекомендаций.
- Г. Н. Нотфуллина: определение методов исследования, интерпретация результатов исследования.
- Э. Р. Ковалева: проведение обзора теоретических исследований, формулирование целей и задач, выводов по результатам исследования.

The author's contributions

- G. T. Gafurova: elaborated the research concept and structure, formed the empirical base of the research, corrected the manuscript, elaborated recommendations.
- G. N. Notfullina: determined the research methods, interpreted the research results.
- E. R. Kovaleva: performed a review of theoretical research, formulated the research objectives, tasks, and conclusions.

Конфликт интересов / Conflict of Interest

Авторами не заявлен / No conflict of interest is declared by the authors

История статьи / Article history

Дата поступления / Received 12.06.2023

Дата одобрения после рецензирования / Date of approval after reviewing 13.07.2023

Дата принятия в печать / Accepted 10.08.2023