

Российская индустрия ПИФов: невидимая рука биржевых фондов (ETF) вместо невидимой руки рынка

Тарасов Е.Б.

Август 2016

Данная работа посвящена изучению стоимости инвестирования в российские паевые инвестиционные фонды (ПИФ) во взаимосвязи с долей индексных (пассивных) стратегий на рынке.

Статья является практически первым исследованием стоимости инвестирования в ПИФы в зависимости от их типа. Также, эта одна из редких работ, изучающих эффективность российских индексных фондов. Эта тема дополняется исследованием фондов, следующих за одним из индексов, но не называющих себя индексными фондами. В настоящий момент, на российском рынке сложилась парадоксальная ситуация. Проведенные опросы на тему «зачем люди доверяют свои деньги инвестиционным фондам, а не вкладывают в акции напрямую», однозначно показывают только один ответ: «управляющие фондов имеют больше опыта, образования и времени, для того чтобы постоянно отслеживать рынок с целью поиска наиболее/наименее перспективных акций и момента их покупки или продажи», и люди не готовы оплачивать работу фонда, если он этим поиском не занимается. Однако, за последние два года (2014-2015), больше всего денежных средств привлекли именно те фонды, которые таким поиском не занимаются, а инвестируют в акции одного заранее определённого биржевого фонда (ETF), следующего одному из индексов.

За этот неоптимальный выбор инвесторы существенно переплачивают: при горизонте инвестирования в 10 лет они платят в виде комиссий в среднем 30% от инвестируемого капитала, в то время как люди, инвестирующие в эти же ETF напрямую, тратят в среднем не более 3%.

Развивая дальше классификацию индексных стратегий, таких как «задекларированное следование индексу» (Explicit indexing) и «скрытое следование индексу», когда активно управляемый фонд в большой степени следует индексу, (Closet indexing) [Cremers & Pestajisto, 2009], автор данного исследования дополняет её новым

понятием - «неприкрытое следование индексу» (Implicit indexing) – когда фонд, не называясь индексным, открыто инвестирует только в один индексный фонд. Учитывая явление «Implicit indexing», доля пассивных стратегий среди российских фондов акций достигла одного из самых высоких уровней в мире, превысив 40%. При этом, стоимость инвестирования в российские фонды не уменьшается. Данная статья исследует причины, почему же в России не работает существующая во многих странах закономерность снижения стоимости инвестирования в случае роста доли пассивных стратегий [Cremers, Ferreira, Matos & Starks, 2015]. Кроме того, обсуждаются причины слабого функционирования основного закона рынка в индустрии фондов – «конкуренция должна бы вынудить фонды снижать комиссии в борьбе за клиента» [Barber, Odean & Zheng, 2003; Bergstresser, Chalmer & Tufano, 2009; Khorana, Servaes & Tufano, 2009; Malkiel, 2013; Sun, 2014].

В данной статье также проверяется гипотеза Cremers & Pestajisto (2009), что величина «активной части» (Active Share) портфеля фонда позволяет предсказывать будущую доходность фонда по отношению к индексу. «Active Share» измеряется по формуле:

$$AS = \frac{1}{2} \sum_{i=1}^n |w_{fund,i} - w_{index,i}|,$$

где $w_{fund,i}$ и $w_{index,i}$ являются весами актива i в портфеле фонда и в индексе, бенчмарке фонда [Cremers & Pestajisto, 2009].

В отличие от большинства других стран [Cremers & Pestajisto, 2009; Cremers, Ferreira, Matos & Starks, 2015], российская «активная часть» портфеля не уменьшается со временем, и по ней нельзя судить о потенциале будущей доходности российского фонда по отношению к индексу. В статье обсуждаются возможные причины этого результата.

Базируясь на результатах существующих исследований, в последнем разделе систематизируются выводы о том, что могло бы быть сделано для повышения степени доверия к индустрии, и, соответственно степени участия индивидуальных инвесторов в фондовом рынке. В дополнение к рекомендациям, автор предлагает разработанную им модель, согласно которой эти рекомендации могли бы быть приняты большинством участников рынка (инвесторы, индустрия фондов, поставщики услуг, эмитенты ценных бумаг, регулятор и правительство).