

Карнецкая Валерия Александровна
магистрант
Финансовый университет при Правительстве РФ
e-mail: karnetlera@gmail.com

Научный руководитель
Тропина Жанна Николаевна
доцент Департамента финансовых рынков и банков
Финансовый университет при Правительстве РФ
e-mail: tropina_zanna@inbox.ru

ЭВОЛЮЦИЯ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ НА РАЗВИТЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

Аннотация: статья посвящена развитию коллективного инвестирования на рынках Запада, в статье даны базовые вопросы функционирования коллективных инвесторов, дана специфика функционирования отдельных видов фондов, рассмотрены варианты стимулирования инвестирования путем предоставления налоговых льгот.

Ключевые слова: инвестор, коллективный инвестор, инвестиционный пул, инвестиционный фонд, взаимный фонд, биржевой фонд.

Развитие экономики Российской Федерации непосредственно связано с привлечением инвестиций в экономику. Одним из источников поступления денежных ресурсов могут стать средства частных инвесторов, что особенно актуально в текущих условиях ограниченного доступа к внешним источникам финансирования.

Решением задачи привлечения средств населения на финансовый рынок, повышения финансовой грамотности в стране и популяризации среди населения участия на финансовом рынке может стать развитие коллективного инвестирования. Так, в Концепции долгосрочного социально-экономического развития России на период до 2020 года развитие сферы коллективных

инвестиций отмечается как одно из основных способов стимулирования населения к сбережению денежных средств как направления формирования инвестиционного ресурса страны¹.

Российская экономика характеризуется крайне малым объемом внутренних инвестиций населения. Так, в развитых странах данный показатель на уровне порядка 10% от ВВП, в Китае и Индии он на уровне 5%, а в России по многим оценкам он составляет лишь 0,25%². В целях развития экономики и достижения уровня зарубежных стран по внутренним инвестициям населения возможным вариантом является развитие коллективного инвестирования.

Рынок коллективных инвестиций выполняет и социальную функцию: развитость институтов коллективного инвестирования влияет на качество жизни населения, на уровень его благосостояния и социальной защиты посредством пенсионного обеспечения. Демографические изменения, нестабильность экономики и финансовые кризисы побуждают искать новые пути реформирования коллективного инвестирования.

Значимость сегмента коллективных инвестиций в развитии экономики подтверждается тем фактом, что, согласно исследованию Центрального банка, на рынке в 2016-2017 году рост активности на финансовом рынке обеспечили инвестиционные фонды, страховые компании, микрофинансовые организации³. Таким образом, можно сделать вывод, что сфера коллективного инвестирования имеет серьезный потенциал развития.

Коллективное инвестирование является значимым для развития экономики страны механизмом по мобилизации сбережений населения и их

¹Указ Президента РФ от 1 июля 1996 г. N 1008 «Об утверждении Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации»– [Электронный ресурс]. – Режим доступа. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10933/

² Информационно-аналитический материал «Финансовое обозрение: условия проведения денежно-кредитной политики» № 1- [Электронный ресурс]. - Режим доступа.- URL: http://www.cbr.ru/dkp/fin_ob/FO_2017-1.pdf

³ Информационно-аналитический материал «Финансовое обозрение: условия проведения денежно-кредитной политики» № 1- [Электронный ресурс]. - Режим доступа.-URL: http://www.cbr.ru/dkp/fin_ob/FO_2017-1.pdf

трансформации в инвестиции. Необходимо отметить, что термин «коллективное инвестирование» не имеет однозначного толкования, а также четкого правового закрепления в нормативных актах. Данный факт создает разночтения и в определении понятия «коллективное инвестирование», и в определении круга субъектов коллективного инвестирования. Также сложность рассмотрения теоретических основ коллективного инвестирования обусловлена значительным разнообразием форм институтов коллективного инвестирования в международной практике.

В первую очередь определим сущность понятия «инвестиции». Так, по мнению английских ученых У. Шарпа, Г. Александера, Дж. Бейли, «в наиболее широком смысле слово «инвестировать» означает: «расставаться с деньгами сегодня, чтобы получить большую их сумму в будущем»⁴. Миркин Я. подчеркивает, «Инвестиционная деятельность – деятельность по вложению средств в объекты инвестирования в целях получения дохода (эффекта)»⁵. Таким образом, во всех определениях подчеркивается цель инвестирования как получения дохода в будущем, а также отмечается отчуждение средств от инвестора. Данные характеристики присущи как инвестированию в целом, так и коллективному инвестированию в отдельности.

Физические и юридические лица могут самостоятельно принимать решения об операциях с финансовыми инструментами и оперировать собственным размером денежных средств, то есть могут действовать индивидуально, или они могут прибегнуть к коллективному инвестированию, в рамках которого средства отдельного физического или юридического лица объединяются с ресурсами других инвесторов. Коллективное инвестирование представляет собой такую форму инвестирования, при которой инвестор передает свои деньги в общий фонд, инвестируемый впоследствии

⁴Шарп, У. Инвестиции :пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. – М. :ИНФРА-М, 2009.

⁵ Миркин Я. Рынок ценных бумаг России воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития — М.: Альпина Паблшер, 2002. - 215 с.

профессиональным управляющим с целью получения прибыли, или прироста капитала⁶. Таким образом, при данной схеме инвестирования используются средства не отдельного субъекта, а группы, то есть коллектива.

В целях определения круга институтов, относящихся к коллективному инвестированию, определим существующие категории инвесторов на финансовом рынке с точки зрения их статуса:

1. Частные инвесторы – физические лица, которые вкладывают собственные ресурсы в финансовый рынок.

2. Корпоративные инвесторы – нефинансовые организации, чья деятельность на финансовом рынке не является основной для компании и подчиняется требованиям бизнес-деятельности компании.

3. Институциональные инвесторы – компании, основная деятельность которых состоит в работе на финансовом рынке и осуществлении финансового посредничества. В рамках своей деятельности такие компании осуществляют аккумуляцию денежных средств частных лиц и компаний и инвестирование их на финансовом рынке. «В наиболее широком смысле институциональные инвесторы – это финансовые посредники любого типа. Подобное определение отделяет их от индивидуальных инвесторов, владеющих портфелями, все доходы от которых принадлежат непосредственно им самим». К институциональным инвесторам относят широкий круг институтов: инвестиционные фонды, пенсионные фонды, страховые организации, банки.

Именно в рамках институциональных инвесторов осуществляется привлечение средств отдельных частных лиц или компаний, объединение их в один пул средств и его инвестирования. Традиционно исследователи и различные институты, участвующие в регулировании финансового рынка, связывают понятие «коллективное инвестирование» с термином «институциональные инвесторы». Также в мировой практике часто

⁶Шарп, У. Инвестиции :пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. – М. :ИНФРА-М, 2009.

используется термин «схема коллективных инвестиций» («collective investments schemes») для описания коллективного инвестирования.

В международной практике институтами коллективного инвестирования принято считать организации, использующие объединенные в инвестиционный пул привлеченные ресурсы. Таким образом, к коллективным инвесторам относят следующих институциональных инвесторов: инвестиционные фонды и пенсионные фонды. Разные точки зрения существуют относительно банков и различных форм кредитной кооперации как институтов коллективного инвестирования: они не упоминаются в определениях коллективного инвестирования международными организациями, однако имеют признаки институтов коллективного инвестирования и относятся в рамках законодательства многих стран, в том числе российского, к коллективному инвестированию.

Для страховых компаний инвестиционная деятельность является дополнительной к страховой. Также страховые компании имеют принципиально иные требования к своей деятельности, как в российской, так и в международной практике, а вероятностный характер выплат оказывает значительное влияние на инвестиционную стратегию. Исходя из перечисленного, представляется наиболее корректным изучение страховых компаний вне рамок коллективного инвестирования.

Таким образом, институтами коллективного инвестирования являются прежде всего пенсионные фонды и инвестиционные фонды, также как коллективные инвесторы могут рассматриваться банки и различные формы кредитной кооперации в зависимости от особенностей законодательства.

В мировой практике существует разнообразие форм институтов, которые возможно отнести к коллективному инвестированию. Причем различия в основном касаются инвестиционных фондов, а различия в негосударственных пенсионных фондах обусловлены главным образом спецификой пенсионной системы и социальной политики конкретного государства, но в целом

негосударственные пенсионные фонды стран сосредоточены на оперировании средствами добровольных пенсионных отчислений и накопительной компонентой обязательной пенсии.

Инвестиционные фонды являются одним из самых распространенных видов коллективного инвестирования, существует множество типов инвестиционных фондов в различных странах. Наиболее развиты институты коллективного инвестирования в англосаксонском типе финансового рынка⁷. Причем первым по объему рынка коллективного инвестирования является США, именно там стали развиваться многие новые формы коллективного инвестирования, распространившиеся потом во всем мире, например, ETF. В Европейских странах развитие коллективного инвестирования связано главным образом с фондами UCITS.

В первую очередь необходимо отметить взаимные фонды (mutualfunds) как одну из наиболее распространенных форм инвестиционных фондов. Взаимные фонды — это такие инвестиционные компании, в которых происходит объединение средств своих акционеров (пайщиков) с целью вложения в финансовые инструменты⁸. Термин «взаимные фонды» («mutualfunds») используется главным образом в США, однако также применяется в других странах. К тому же существует множество аналогов взаимных фондов. На российском рынке их аналогами являются паевые инвестиционные фонды.

На американском рынке действует такая форма коллективного инвестирования как unit investment trust, представляющая взаимный инвестиционный фонд, который в своей деятельности приобретает фиксированный портфель процентных бумаг (государственных и корпоративных облигаций, ипотек, привилегированных акций) и не изменяет

⁷ Абрамов А.Е. Институциональные инвесторы в мире: особенности деятельности и политика развития: в 2 кн. – М.: Дело РАНХиГС, 2014 – 544 с.

⁸ Радыгин А.Д. (ред.) Экономика инвестиционных фондов. – М.: Дело РАНХиГС, 2015. – 720 с.

данный портфель до истечения срока бумаг⁹. Данный тип фондов характеризуется высокой надежностью и низкими издержками на управление.

Закрытые фонды (closed-end funds) также являются одним из видов инвестиционных фондов, действующих в США. Другими примерами закрытых фондов являются: инвестиционные трасты (investment trusts) в Великобритании и инвестиционные компании (Listed investment companies) в Австралии. Данные фонды характеризуются тем, что как правило, не осуществляют выпуск новых паев после начала работы фонда: необходимый капитал такие фонды привлекают однажды при запуске деятельности¹⁰.

Относительно новым финансовым инструментом, имеющим также черты коллективного инвестирования, являются биржевые фонды (Exchange Traded Fund), возникшие на рынке США и распространившиеся по всему миру. Данные фонды создаются в виде паевого инвестиционного траста или акционерного общества. Однако, в отличие от обычных взаимных фондов, им разрешается выходить на биржу, а также они имеют возможность введения ограничений при выдаче/погашении ценных бумаг фондов для индивидуальных инвесторов. Составными частями фонда могут быть акции предприятий какой-либо страны, группы стран или отрасли.

Одной из популярных форм коллективного инвестирования являются инвестиционные трасты недвижимости (REITs). REITs появились в США в 1960 г. после принятия закона Real Estate Investment Trust Act. Данные фонды организуются в форме акционерных обществ или трастов и осуществляют инвестиции в объекты недвижимости: жилые дома, офисные здания, гостиницы, торговые комплексы и склады. Причем для REIT существует отдельное законодательство: законы об инвестиционных фондах на них не

⁹ Морозов А.С., Мельников А.А. Опыт коллективного инвестирования в США // Бизнес: Экономика, маркетинг, менеджмент №13, 2014

¹⁰ Радыгин А.Д. (ред.) Экономика инвестиционных фондов. – М.: Дело РАНХиГС, 2015. – 720 с.

действуют. Однако часто их рассматривают как элемент рынка коллективного инвестирования. На американском рынке к REIT действуют следующие требования: не менее 100 инвесторов, в виде дивидендов должно распределяться не менее 90% валового дохода, не менее 75% которого должно поступать от недвижимости¹¹.

В Европе распространена такая форма коллективного инвестирования как UCITS (The Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive). В соответствии с Директивой 85/611/ЕЕС UCITS представляют собой компании, целью которых является коллективное инвестирование в переводные ценные бумаги и иные ликвидные финансовые активы, привлекающие средства от населения по принципу диверсификации рисков, причем паи выкупаются и погашаются по требованию. Данная форма инвестиционного фонда позволяет им осуществлять размещение финансовых активов на рынке стран-членов Европейского союза и продавать широкой публике выпускаемые фондом инвестиционные паи.

Стоит отметить, что коллективное инвестирование имеет длительную историю формирования, причем его появление связано с формированием доверительного управления. Первый прообраз современных взаимных фондов был создан в 1774 году в Нидерландах – «EendragtMaaktMagt». Основная идея создателя состояла в объединении средств индивидуальных инвесторов для увеличения потенциала инвестирования и получения дополнительных выгод. Фонд оказал значительное влияние на развитие институтов коллективного инвестирования во многом за счет своей ориентации на инвесторов с небольшими суммами для инвестирования. Предпосылкой создания фонда стал финансовый кризис в Нидерландах 1772-1773 годов: инвестиционный фонд выступил в качестве альтернативы дискредитировавшим себя банкам¹².

¹¹ Абрамов А.Е. Институциональные инвесторы в мире: особенности деятельности и политика развития: в 2 кн. – М.: Дело РАНХиГС, 2014 – 544 с.

¹² Радыгин А.Д. (ред.) Экономика инвестиционных фондов. – М.: Дело РАНХиГС, 2015. – 720 с.

В 1868 г. был создан фонд «TheForeignandColonialGovernmentTrust» в Лондоне – первый за пределами Голландии. Инвестиционные фонды получили бурное развитие в Англии: уже в 1875 году действовало 18 фондов. Необходимо отметить, что фонд «TheForeignandColonialGovernmentTrust» существует до сих пор.

Также примерно в это время начала зарождаться другая форма коллективного инвестирования – кредитные союзы, появившиеся в конце XIX века. Так, в России до революции успело сформироваться более 16 тыс. кредитных кооперативов. Кредитные союзы получили значительное распространение в XX веке, особенно в Северной Америке.

В конце XIX века бурное развитие инвестиционных фондов началось в США. Так, в 1893 г. в США появился первый закрытый инвестиционный фонд «The Boston Personal Property Trust», его деятельность состояла в размещении средств сотрудников Гарвардского университета.

Начало XX века в США характеризовалось интенсивным развитием промышленности и финансового рынка, что привело к развитию рынка коллективного инвестирования. В период с 1920 по 1929 гг. в США было создано более 600 инвестиционных фондов, а общая сумма активов достигла 8 миллиардов долларов.

Позже – уже в XX веке началось появление негосударственных пенсионных фондов – еще одной формы коллективного инвестирования. В первую очередь они стали развиваться в англо-саксонских странах. Только ближе к концу XX века произошло массовое распространение негосударственных пенсионных фондов на другие страны.

Одной из наиболее эффективных и схожих с современными фондами ранних форм коллективного инвестирования стал «The Alexander Fund», созданный в 1907 г. Фонд гарантировал доходность 6% годовых, выплачивал всю прибыль за вычетом комиссии управляющего и обеспечивал возможность выкупа акций в любое время. Фонд существовал в условиях отсутствия

законодательной базы и работал на основе простого договора. К 1925 г. Число инвесторов составило 460, совокупных активов –1,5 миллиона долларов. Однако, современная история коллективного инвестирования началась в 1924 году с создания первого взаимного фонда (mutualfund) «MassachusettsInvestorsTrust». Данный фонд действует и сейчас.

Великая депрессия замедлила развитие инвестиционных фондов на длительный срок. Рост взаимных фондов начался лишь в 40-50-х годах прошлого столетия: в 1940 году в США действовали 80 взаимных фондов с активами \$500 миллионов долларов, а к 1960 число фондов достигло 160, а активы превысили 17 миллиардов долларов¹³.

Важным этапом развития стало создание плана пенсионных накоплений в 1974 году – IRA. А в 1978 году был представлен подобный план для компаний — 401(k). Компаниям разрешалось вкладывать свои сбережения в некоторые инструменты, среди которых были и взаимные фонды. В 1971 году созданы денежные фонды, в 1976 году – фонды муниципальных облигаций.

Важным этапом развитие стало создание и выпуск биржевых инвестиционных фондов. Так, в 1993 году были выпущены первые акции биржевого фонда (ETF).

Впоследствии главным направлением реформирования рынка коллективных инвестиций стало ужесточение законодательства по управлению рисками, что стало особенно актуальным после мирового финансового кризиса 2008 года.

Коллективное инвестирование подразумевает заключение договора с отдельным инвестором, передающих деньги в единый фонд, или покупку им ценных бумаг, удостоверяющих обязательства данного фонда перед отдельным инвестором. Причем специфика договора, ценных бумаг и иных нормативных закреплений зависит от организационно-правовой формы института,

¹³ Абрамов А.Е. Институциональные инвесторы в мире: особенности деятельности и политика развития: в 2 кн. – М.: Дело РАНХиГС, 2014 – 544 с.

осуществляющего коллективное инвестирование, а также от особенностей правового регулирования финансовых рынков в конкретной стране¹⁴.

Организация, в которую переданы денежные средства или другое имущество, ставит своей основной деятельностью инвестирование привлеченных средств в ценные бумаги или другое имущество. Список разрешенных активов, а также их структура может сильно различаться в зависимости от формы коллективного инвестирования. При этом доверительное управление фондом осуществляет профессиональная управляющая компания. Механизм функционирования в общих чертах включает управляющего, администратора фонда, совета директоров или попечителей.

Необходимо отметить, что чаще всего участники коллективного инвестирования сами несут риски, связанные с инвестированием. Однако в рамках осуществления коллективного инвестирования уровень рисков снижается за счет объединения и обезличивания средств. Также стоит отметить, что участник коллективного инвестирования чаще всего имеет необходимую информацию о направлениях инвестирования, правилах, закрепленных инвестиционной декларацией и имеет возможность выбирать подходящую ему схему с учетом индивидуальных инвестиционных предпочтений: определенных активов или инвестиционной стратегии. Раскрытие информации институтом коллективного инвестирования является значимым направлением в регулировании коллективного инвестирования в целях повышения доверия населения к нему, увеличения прозрачности и росте размеров рынка коллективного инвестирования¹⁵.

Инвесторы, чьи средства были аккумулированы в единый фонд, получают инвестиционный доход в качестве дивидендов, процентов и иных выплат – в зависимости от организационной формы коллективного инвестирования. Следует отметить, что будущий уровень дохода не

¹⁴Ерыгина Н.С. Обзор институтов коллективного инвестирования // *Juvenisscientia* № 1, 2016

¹⁵Абрамов А.Е. Пути повышения эффективности системы внутренних сбережений в России – М.: Дело РАНХиГС, 2012 – 127с.

гарантируется, отсутствует определенность будущих выплат: данный факт отличает коллективное инвестирование от банковских депозитов и приобретения облигаций в качестве форм вложения средств. Также на этапе выплат становится значимым дискуссионный вопрос налогообложения форм коллективного инвестирования и их участников, что влияет на развитие рынка коллективного инвестирования и популярность его инструментов. Особый расчет подоходного налога для физических лиц и налога на прибыль для юридических лиц, использование налоговых вычетов, отсрочек и сниженных ставок при участии в коллективном инвестировании способен оказывать влияние на степень привлекательности данного рынка.

Коллективное инвестирование представляет собой значимый в рамках всей экономики механизм мобилизации денежных средств у отдельных инвесторов, так как оно позволяет сделать доступными многие традиционные финансовые инструменты для инвесторов с маленькими суммами, отсутствием времени для работы на финансовом рынке или недостатком профессиональных навыков инвестирования. Коллективное инвестирование способствует перемещению средств между сферами экономики. Использование эффекта масштаба позволяет приобретать многие финансовые инструменты, диверсифицировать портфель и эффективно управлять портфелем, созданным из небольших сумм многих инвесторов.

Участники коллективного инвестирования приобретают ряд преимуществ. Так, при данной схеме инвестирования осуществляется профессиональное управление, что позволяет участникам без необходимых навыков получать инвестиционный доход. Также отдельные мелкие инвесторы не имеют возможности в достаточной степени диверсифицировать портфель как по причине жесткой ограниченности ресурсов и высоких затрат, так и по причине недостатка навыков. Коллективное инвестирование позволяет снизить риски путем диверсификации портфеля. В целом при коллективном инвестировании достигается эффект масштаба: снижаются затраты на одного

инвестора за счет большого числа участников. Наконец, преимуществом является сравнительно высокая надежность: в большинстве стран коллективное инвестирование подвергается особому правовому регулированию и надзору с целью защиты прав и интересов мелких инвесторов¹⁶.

Однако следует отметить, что у коллективного инвестирования также присутствуют недостатки. В первую очередь коллективное инвестирование не гарантирует определенный размер дохода, существует вероятность потери денежных средств отдельным инвестором. Также участник коллективного инвестирования вынужден платить за управление средствами и участие в доходе. Наконец, для отдельного инвестора существуют определенные ограничения при входе на рынок коллективного инвестирования и выходе с него: наличие надбавки и скидки, требования к уровню квалификации и т.д.¹⁷

Подводя итоги, можно дать следующее определение: коллективное инвестирование – это схема осуществления инвестиций, при котором средства отдельных инвесторов аккумулируются в общий пул в рамках определенных институтов и передаются в доверительное управление с целью получения прибыли, или прироста капитала. В качестве институтов коллективного инвестирования выделяют инвестиционные фонды и негосударственные пенсионные фонды, однако также к ним можно отнести банки и различные формы кредитной кооперации.

Коллективное инвестирование имеет ряд значимых преимуществ для инвестора: профессиональное управление, достижение эффекта масштаба, диверсификация портфеля, снижение издержек. Однако также необходимо учитывать возможность потери вложенных средств, наличие платы за управление и возможное существование ограничений к доступу на некоторые сегменты рынка.

¹⁶ Абрамов А.Е. Пути повышения эффективности системы внутренних сбережений в России – М.: Дело РАНХиГС, 2012 – 127с.

¹⁷ Ерыгина Н.С. Обзор институтов коллективного инвестирования // *Juvenisscientia* № 1, 2016

Список литературы:

1. Абрамов А.Е. Пути повышения эффективности системы внутренних сбережений в России– М.: Дело РАНХиГС, 2012 – 127с.
2. Ерыгина Н.С. Обзор институтов коллективного инвестирования // *Juvenisscientia* № 1, 2016
3. Радыгин А.Д. (ред.) Экономика инвестиционных фондов. – М.: Дело РАНХиГС, 2015. – 720 с.
4. Тропина Ж.Н. Эволюция институтов коллективного инвестирования российского финансового рынка.//*Вестник ИЭАУ* 2015. №7 - С.11
5. Тропина Ж.Н. Негосударственные пенсионные фонды и паевые инвестиционные фонды как представители коллективных инвесторов. Сборник *Ценностные приоритеты личностного развития студента в профессиональной подготовке специалиста. Материалы VI научно-практической студенческой конференции.* 2014. С.132-139.
6. Тропина Ж.Н. Проблемы развития закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости.// *Вестник ИЭАУ* 2015.- №9 С.9
7. Тропина Ж.Н. Инвестиционные стратегии, реализуемые в рамках закрытых инвестиционных фондов недвижимости.// *Контентус* 2015. №11- С.105-110
8. Тропина Ж.Н. функционирование инвестиционных счетов с льготным режимом налогообложения на развитых рынках. *Вектор экономики.* 2017. №8. С.12.