

щего есть возможность попытаться сократить убытки для инвестора.

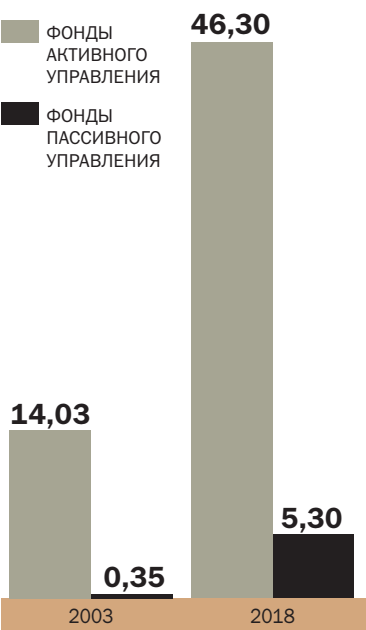
Однако частные и институциональные инвесторы уже давно обратили внимание, что успешных управляющих, которые обеспечивают доходность своих фондов выше индексов, не так много. Еще меньше тех, кто показывает стабильно высокий результат. Наблюдения участников рынка показывают, что 80% активных управляющих отстают от рынка на длительном горизонте. По словам Виталия Исакова, даже нобелевские лауреаты доводят свои фонды до существенного обесценения инвестиций, а выпускники Гарварда и Оксфорда, отработавшие в ведущих мировых инвестиционных компаниях, имеют больший навык в построении собственной карьеры, чем в неконвенциональном мышлении, требуемом для опережения рынка. «Все активные участники рынка не могут одновременно показывать опережающую доходность, так как это игра с нулевой суммой — сумма дохода сверх результата индекса, которую заработал один активный управляющий, — это непременно сумма дохода, на которую отстал от бенчмарка другой активный управляющий», — отмечает господин Исаков.

Негативное влияние на результаты активного управления оказывают не только неоправдавшиеся рыночные ожидания, но и высокие комиссионные расходы. Профессиональный управляющий и инфраструктура, обслуживающая портфель, требуют дополнительных расходов от инвестора. Чаще всего управляющие компании взимают гонорары двух видов: комиссию за управление (management fee) и процент от результата (success fee). Широко распространена смешанная схема, например так называемая 2/20 (2% от стоимости активов в год — плата за управление плюс 20% от полученной прибыли — плата за «успех»). Эти затраты ведут к снижению доходности паевых инвестиционных фондов, поскольку взимаются в независимости от результата управления.

Ставка на индексы

Коль скоро активное управление на длинных горизонтах уступает показателям индексов, возникает вопрос: зачем платить за работу управляющего, если можно приобрести индекс? В 1990 году на торгах в Торонто появился первый индексный инвестиционный фонд — Exchange Traded Fund (ETF). В США первый ETF под названием

КАК МЕНЯЛСЯ МИРОВОЙ РЫНОК КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ (\$ ТРЛН)

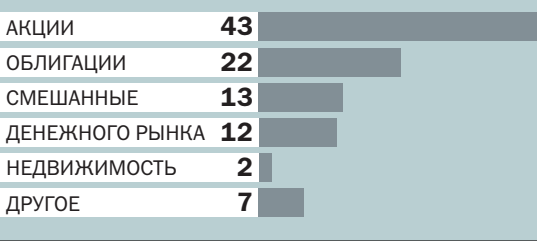


Standard & Poor’s Depository Receipts, или SPDR, появился только в 1993 году. Этот фонд лишь поддерживал структуру активов в соответствии с индексом Standard & Poor’s 500, и поэтому вознаграждение его управляющим было минимальным. «В пассивных стратегиях задача управляющего ограничивается слежением за тем, чтобы структура портфеля не отклонялась от установленной или от заданного бенчмарка», — отмечает Владимир Брагин.

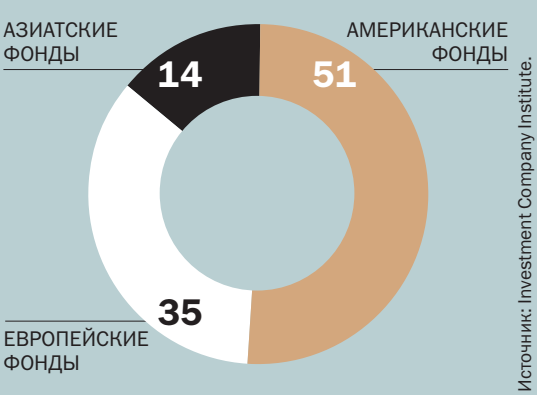
Очень скоро у первого «паука» (spider — созвучно SPDR) появились последователи, и направление индексных фондов завоевало популярность у инвесторов. По данным исследовательской компании ETFGI, активы под управлением биржевых инвестиционных фондов выросли за последние десять лет в пятнадцать раз. Стоимость активов всех мировых ETF в конце 2018 года составила около \$5,3 трлн, что на \$0,5 трлн выше показателя конца 2017 года. По оценкам ETFGI, всего в мире существует свыше 7,6 тыс. пассивно управляемых фондов с листингом на 72 биржах в 58 странах. При этом на американском рынке, где пассивные стратегии приобрели наибольшую популярность за последние десятилетия, доля ETF в совокупных активах фондов взлетела с 1,5% в 1997 году до примерно 15% в текущий момент.

Секрет высокой популярности биржевых фондов кроется не только в низких комиссиях, но и в высокой ликвидности и прозрачности. По словам управляющего директором «Сбербанк Управление активами» Василия Илларионова, биржевой фонд можно продать или купить онлайн на бирже, в то время как приобрести или погасить пай классического фонда можно в течение нескольких дней. Структура ETF публикуется ежедневно и в полном объеме, а не несколько позиций, как у обычных ОПИФов.

ТИПЫ ФОНДОВ (% , 2018 ГОД)



ДОЛИ РЫНКА ПО РЕГИОНАМ (% , 2018 ГОД)



Источник: Investment Company Institute.

Пример заразителен

Согласно данным Investment Company Institute, почти три четверти активов биржевых фондов в мире приходится на США, еще порядка 15% приходится на Европу, доля остальных регионов в целом не превышает 10%. Подобное распределение активов пассивных фондов в мире указывает на то, что они, как правило, эффективны на развитых рынках, которые характеризуются большей эффективностью, когда вся новая информация, способная влиять на цены, очень быстро отражается на котировках. «Развивающиеся рынки менее эффективны, на них чаще возникают рыночные неэффективности и диспропорции, за счет устранения которых активное управление может существенно опережать широкий рынок», — отмечает управляющий инвестиционными портфелями Friedrich Wilhelm Raiffeisen Владимир Веденеев.

Российский рынок пассивного управления — один из самых молодых. Первые фонды, управление которыми сводилось до минимума, появились в 2009 году, тогда управляющие начали включать в портфели биржевые индексные фонды ETF. Спустя год управляющая компания «Тройка Диалог» (ныне «Сбербанк Управление активами») предложила инвесторам индексный фонд «Тройка Диалог — РТС Стандарт». Однако через три года фонд был ликвидирован, а ему на смену пришли западные ETF, которые начали торговаться на Московской бирже.

Только спустя пять лет, в августе прошлого года, в России появились первые биржевые индексные фонды по российскому законодательству. БПИФы торгуются на Московской бирже, поэтому инвесторы получили круглосуточную ликвидность и достаточно узкий спред между ценой покупки и продажи (0,1–0,5%). Вознаграждение управляющих компаний по бир-

жевым ПИФам составляет 0,6–0,8% от СЧА, что выше, чем у западных аналогов, но в разы ниже, чем по другим паевым фондам управляющих.

На сегодняшний день на Московской бирже торгуется семь фондов данного типа, четыре фонда акций и три облигационных. При этом инвесторам доступны фонды не только на российский индекс Московской биржи, но и американские NASDAQ 100 и S&P 500. Стоимость чистых активов всех фондов уже превышает 4 млрд руб. Самыми ликвидными ценными бумагами остаются паи «Технологии 100», среднедневной объем торгов которыми, по данным Московской биржи, превышает 20 млн руб. Объемы торгов паями биржевого ПИФа на индекс Московской биржи составляют около 7 млн руб., паями консервативных фондов — около 1 млн руб.

Ближайшие перспективы

В ближайшие годы вложения в биржевые фонды будут расти, однако значительного перетока средств из фондов активного управления на российский рынок не ждут. По словам Владимира Брагина, для внутреннего рынка пассивный подход пока менее оправдан и востребован, поскольку наш рынок менее эффективен, а значит, имеется пространство для принятия решений, позволяющих обыгрывать индексы. К тому же стоимость инфраструктуры на российском рынке пока выше западных аналогов. «Так или иначе, мы тоже будем двигаться в сторону увеличения пассивных стратегий в портфелях как розничных, так и институциональных инвесторов, и в немалой степени это обусловлено законодательными изменениями, сделавшими создание таких фондов вообще возможным», — считает господин Брагин.

Появление и развитие биржевых индексных ПИФов будет оказывать давление на провайдеров продуктов с активным управлением, считают управляющие. «Им придется пересматривать свои комиссии и стратегии управления, чтобы с большей вероятностью показывать положительную альфу», — считает управляющий директором «Сбербанк Управление активами» Василий Илларионов. — В конечном итоге это приведет к тому, что оба типа управления займут свое место, а в целом для клиента продуктивное предложение будет обладать более высокой ценностью» ●