

А. П. ШКУТ

ТЕНДЕНЦИИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

В статье исследуются концептуальные основы коллективных инвестиций и особенности их функционирования в масштабе мировой экономики. Развитие института коллективных инвестиций следует рассматривать как ключевой шаг в адаптации финансовой системы Республики Беларусь к вызовам глобализации. Коллективные инвестиции являются одним из важнейших механизмов трансформации сбережений населения и предприятий в производственный капитал. Предложены рекомендации по совершенствованию инфраструктуры коллективного инвестирования в Республике Беларусь, что будет способствовать повышению инвестиционной привлекательности ее реального сектора.

Ключевые слова: инвестиционный фонд; открытый регулируемый фонд; инвестиционная компания; взаимный фонд; управляющая организация; коллективные инвестиции.

УДК 339.72

Отличительными чертами современного этапа развития мировой экономики можно считать неустойчивую динамику экономического роста и участвовавшие торговые противоречия между США и их крупнейшими партнерами. Принято считать, что подобного рода противоречия создают возможности для формирующихся рынков, поскольку в фокус инвесторов попадают более высокие риск-профили активов, которые становятся приемлемыми в условиях общей геоэкономической неопределенности. В данной связи для Республики Беларусь и ее евразийских партнеров открывается своеобразное окно возможностей по привлечению иностранного капитала. Рынок коллективных инвестиций можно рассматривать как один из важнейших элементов институциональной экосистемы инвестиционной деятельности в условиях глобализации.

С целью развития инфраструктуры финансового рынка в Беларуси постоянно разрабатываются меры, направленные на стимулирование использования бизнесом различных финансовых инструментов. Среди них можно отметить технические улучшения путем внедрения инновационных подходов, а также повышение прозрачности использования финансовых инструментов и их надежности. Также государством осуществляется разработка нового законодательства и налоговое стимулирование.

Развитие института коллективных инвестиций в данной связи можно рассматривать как ключевой шаг в сторону выхода отечественного рынка капитала на качественно новый уровень. Вне всякого сомнения, функционирующий рынок коллективных инвестиций будет способствовать повышению инвестиционной привлекательности Беларуси как государства с малой открытой экономикой, стремящегося обеспечить достойное место в международном разделении труда, прежде всего за счет внутренних конкурентных преимуществ.

Коллективные инвестиции: концептуальные основы и особенности функционирования на современном этапе развития мировой экономики. Институт коллективных инвестиций можно рассматривать как одно из условий для обе-

Александр Петрович ШКУТ (shkut00@gmail.com), аспирант кафедры международных экономических отношений Белорусского государственного университета (г. Минск, Беларусь).

спечения оптимальной трансформации сбережений населения и предприятий в капитал. Такого рода инвестиции подразумевают аккумуляцию средств индивидуальных, как правило, не крупных инвесторов в единых фондах под профессиональным управлением и при поддержке команды высококвалифицированных экспертов для их последующего вложения с целью получения прибыли. Как следствие, коллективные инвестиции нередко ассоциируются с инвестиционными фондами, что вполне обоснованно с практической точки зрения, но не совсем корректно в теоретическом плане.

Под механизмом коллективного инвестирования подразумевается объединение средств различных лиц для последующего эффективного управления с целью получения прибыли. В узком смысле слова в качестве коллективных инвестиций можно рассматривать исключительно паевые инвестиционные фонды (ПИФы), однако в более широком смысле в категорию институтов коллективных инвестиций можно включить инвестиционные банки, фонды банковского управления, инвестиционные компании, венчурные фонды и фонды прямых инвестиций, управляющих индивидуальными брокерскими счетами, краудфандинговые платформы, страховые компании, пенсионные фонды, фонды национального благосостояния и др.

Механизмы коллективного инвестирования предоставляют их бенефициарам следующие основные преимущества: 1) профессиональное управление; 2) снижение рисков за счет диверсификации вложений; 3) снижение затрат — при управлении большим портфелем инвестиций можно добиться экономии за счет масштаба операций; 4) коллективные инвесторы в большинстве случаев являются объектом законодательства и регулирования, направленного на защиту их интересов.

Следует понимать, что классификация коллективных инвестиций и связанная с ними терминология имеет свою специфику, определяемую законодательством конкретных юрисдикций. Следовательно, создать единую классификацию и следовать принципу единства терминологии в данном случае затруднительно, что в белорусских реалиях особенно актуально, так как институт коллективных инвестиций в республике все еще находится в начальной стадии развития.

Как уже отмечалось, в общемировой практике под коллективным инвестированием понимают различные формы инвестиционных фондов (инвестиционных компаний), институциональных инвесторов, секьюритизированные активы, а также отдельно управляемые счета. Здесь можно выделить субъекты, например, инвесторы в виде компаний, и объекты — например, секьюритизированные активы. Фонды же могут быть и субъектами, если они представляют собой обособленные юридические лица, и объектами, т. е. предметами контрактных отношений в инвестиционной деятельности.

В категорию инвестиционных фондов обычно включают взаимные фонды, закрытые фонды, паевые инвестиционные трасты, ETF, ETN, хедж-фонды, фонды прямых инвестиций, венчурные фонды и некоторые другие.

Институциональными инвесторами, как правило, являются банки, небанковские кредитно-финансовые организации, пенсионные фонды, страховые компании, фонды национального благосостояния, благотворительные фонды, стипендиальные фонды.

Инструменты, создаваемые посредством секьюритизации, — ценные бумаги, обеспеченные активами (англ. — Asset-Backed Securities, ABS), такими, как ипотечные кредиты, обязательства по кредитным картам, автомобильные кредиты, студенческие кредиты, дебиторская задолженность и др. Данная совокупность активов обычно ежемесячно генерирует стабильные денежные потоки, которые далее распределяются держателям ABS [1].

Отдельно управляемые счета (SMA) — это портфель активов, которые учитываются на индивидуальном счете, под управлением профессионально-

го инвестиционного управляющего. В данном случае речь идет об объекте коллективного инвестирования. Основное отличие по сравнению с другими механизмами коллективных инвестиций заключается в том, что активы принадлежат напрямую бенефициару и управляются в соответствии с индивидуальными предпочтениями, инвестиционными целями, риск-профилем и особенностями налогообложения [2].

Основными преимуществами использования механизмов коллективного инвестирования, которые во многом обуславливают их экспоненциальный рост в последующем, можно считать выгоды от услуг профессионального инвестиционного управляющего, экономия на комиссиях и возможности диверсификации, которые недоступны для индивидуальных инвесторов. Среди недостатков можно выделить меньшую гибкость инвестиционного портфеля для инвестора и, в некоторых случаях, дополнительные издержки, затраченные на аудиторов и юридических советников.

Наиболее распространенные формы и виды коллективных инвестиций для частных лиц и бизнеса посредством специализированных организаций представлены ниже.

Основные элементы рынка коллективных инвестиций

<i>Форма</i>	<i>Вид</i>
Инвестиционные фонды или инвестиционные компании — с точки зрения внешних инвесторов выступают объектами инвестирования	Взаимные фонды (mutual funds)
	Закрытые фонды (closed-end funds)
	Паевые инвестиционные трасты (unit investment trusts, UIT)
	Биржевые инвестиционные фонды (exchange-traded funds, ETF)
	Биржевые ноты (exchange-traded notes, ETN)
	Хедж-фонды (hedge funds)
	Фонды прямых инвестиций (private equity funds)
Институциональные инвесторы — с точки зрения внешних инвесторов выступают объектами инвестирования; с точки зрения самостоятельных организаций, которые осуществляют инвестирование, являются субъектами инвестирования	Венчурные фонды (venture funds)
	Банки и небанковские кредитно-финансовые организации
	Пенсионные фонды
	Страховые компании
	Фонды национального благосостояния (sovereign wealth fund)
	Благотворительные фонды (endowment fund)
Секьюритизированные активы — выступают объектами инвестирования	Стипендиальные фонды (foundation fund)
	Ипотечные кредиты
	Обязательства по кредитным картам
	Автомобильные кредиты
	Студенческие кредиты
	Дебиторская задолженность
	Выплаты по аренде
	Выплаты роялти
	Другие виды активов, приносящие стабильные денежные потоки
Отдельно управляемые счета (separately managed accounts, SMA)	Индивидуальные счета физических лиц
	Счета институциональных инвесторов

Современные тенденции рынка открытых регулируемых инвестиционных фондов. На сегодняшний день среди основных форм коллективного инвестирования наибольшее распространение в мире получили открытые регулируемые фонды (англ. — regulated open-end funds). Большинство из них — это взаимные фонды (англ. — mutual funds) и ETFs (от сокр. англ. — exchange-traded funds). В этих фондах сосредоточена большая часть коллективных инвестиций мира, следовательно, их изучение в наибольшей степени отражает данную индустрию в целом.

За последние два десятилетия в открытых регулируемых фондах наблюдался значительный рост активов практически во всех регионах, что является основной тенденцией на текущий момент. Это было обусловлено, главным образом, спросом инвесторов на профессионально управляемые и диверсифицированные инвестиционные продукты, а также растущей капитализацией и ликвидностью мировых рынков капитала [3]. Так, только за последние 10 лет совокупные чистые активы открытых регулируемых фондов по всему миру увеличились более чем в 2 раза, превысив 50 трлн дол. США на конец III кв. 2018 г. (рис. 1).

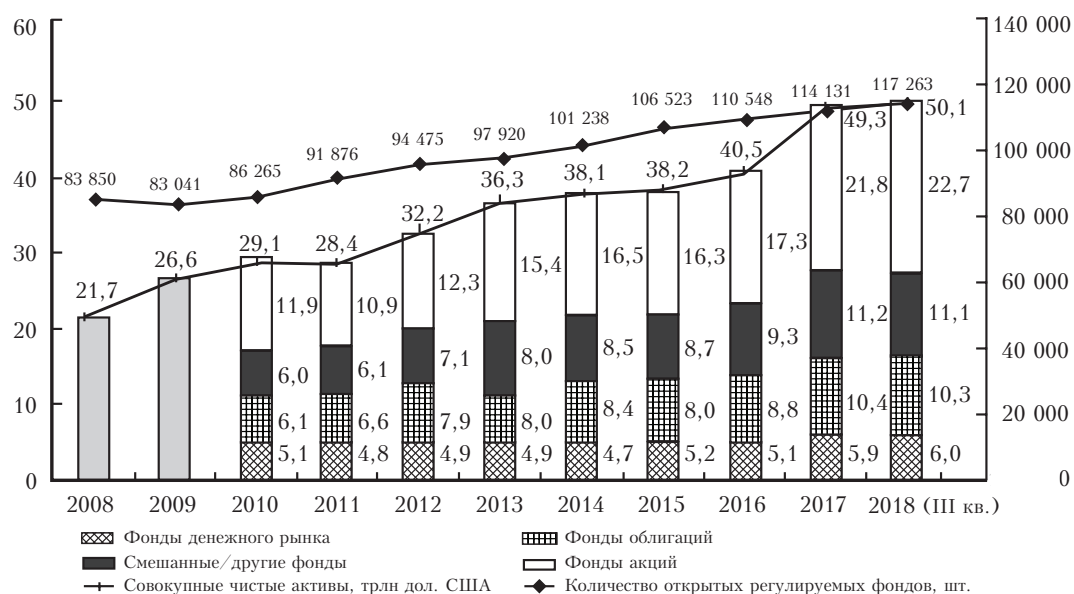


Рис. 1. Совокупные чистые активы и количество открытых регулируемых фондов¹ во всем мире² (исключая фонды фондов) в 2008 — III кв.³ 2018 г. в разрезе типов фондов, трлн дол. США

Примечание: наша разработка на основе [3; 4, с. 13].

На увеличение чистых активов повлиял ряд циклических и макроэкономических факторов — с 2009 г. наблюдается непрерывный рост американского фондового рынка, причиной которого являются в том числе масштабные программы количественного смягчения мировых центральных банков.

¹Смешанные/другие фонды включают сбалансированные/смешанные фонды, фонды с гарантированным/защищенным доходом, фонды недвижимости и другие фонды.

²Данные по России за III кв. 2017 г. Данные за 2008 и 2009 гг. в разрезе типов фондов недоступны.

³Данные за III кв. 2018 г. из источника [3].

Более чем 40 %-ный вклад в увеличение совокупных чистых активов регулируемых фондов в 2017 г. произошел за счет устойчивого роста фондового и долгового рынков во всем мире, а также сырьевых активов [4, с. 13–14].

Наиболее распространенные открытые регулируемые фонды — фонды акций: 45 %, или 22,7 трлн дол. США общего объема чистых активов на конец III кв. 2018 г. приходилось на фонды, которые инвестируют в публично торгуемые акции (рис. 1). На смешанные/прочие фонды приходилось еще 11,1 трлн дол. США, на фонды облигаций, которые инвестируют в ценные бумаги с фиксированным доходом, приходилось 10,9 трлн дол. США, на фонды денежного рынка, которые инвестируют в краткосрочные высоколиквидные инструменты, приходились чистые активы в размере 6 трлн дол. США, или 11,2 % чистых активов фондов во всем мире [3].

С точки зрения географического распределения крупнейшие в мире рынки открытых регулируемых фондов находятся в США и Европе. В частности, в 2017 г. объем чистых активов открытых регулируемых фондов в США составлял 22,1 трлн дол. США, или 45 % общего объема по всему миру (рис. 2), в то время как на фонды, находящиеся в Европе, приходилось 17,7 трлн дол. США, или 36 % общемирового объема. С учетом доминирования данной формы коллективного инвестирования в его общем объеме вполне обоснованно можно говорить и о сохраняющейся евро-атлантической природе данного института как такового и считать это одной из основных тенденций рынка. Действительно, на остальной мир приходится лишь 1/5 активов, в том числе около 13 % — на Азиатско-Тихоокеанский регион [4, с. 23].

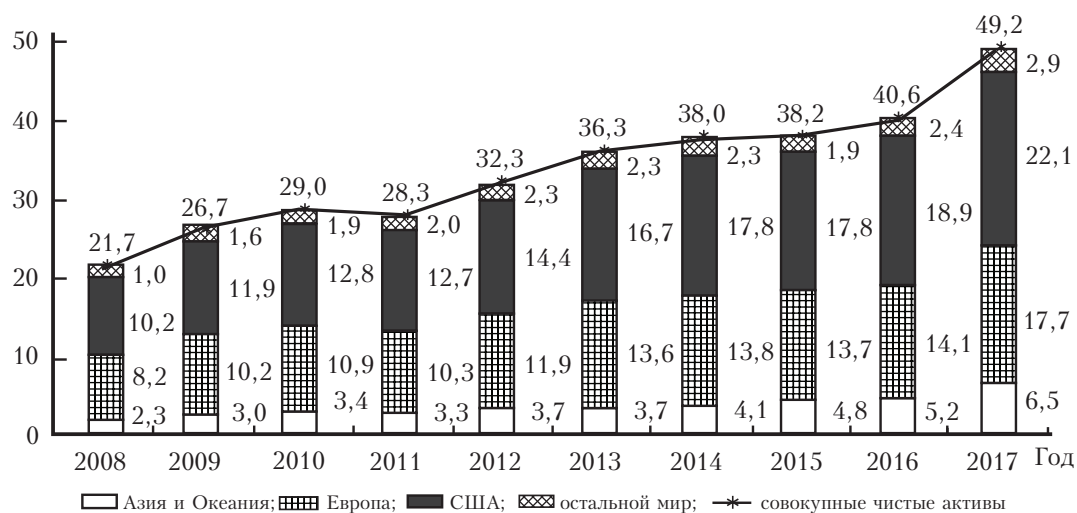


Рис. 2. Совокупные чистые активы открытых регулируемых фондов в разрезе географических регионов в 2008–2017 гг., трлн дол. США

Примечание: наша разработка на основе [4, с. 23].

В III кв. 2018 г. количество открытых регулируемых фондов превысило 117 260, что на 39 % больше, чем в III кв. 2008 г. Почти половина фондов (47 %) зарегистрирована в Европе, на Азиатско-Тихоокеанский регион приходится 28 % фондов, на Американский регион — 24 % (рис. 3) [3].

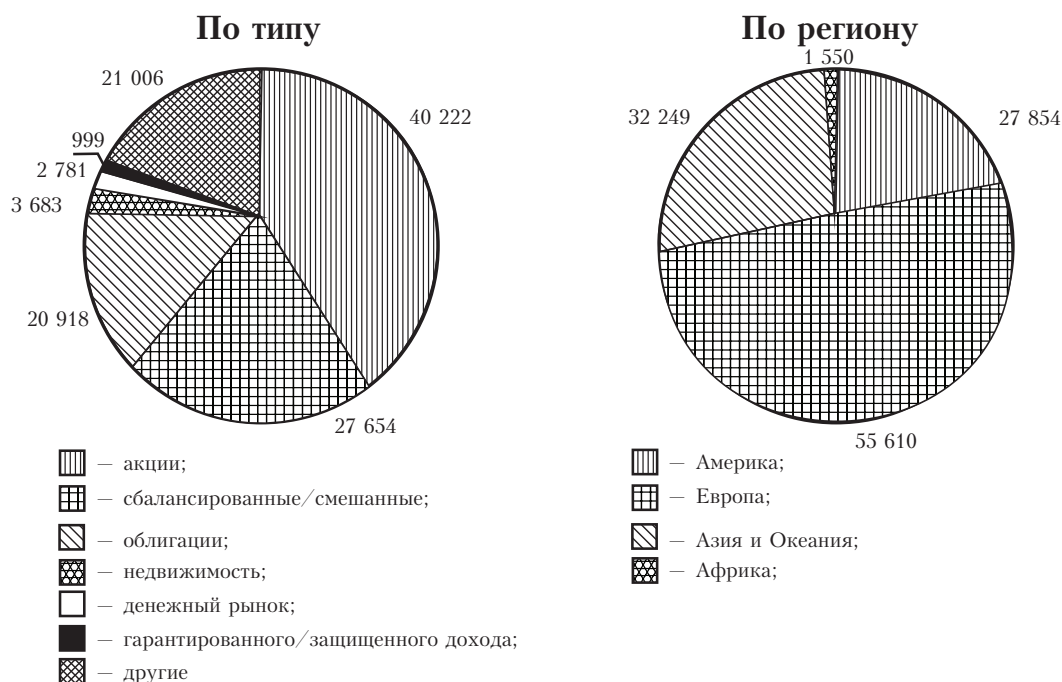


Рис. 3. Количество открытых регулируемых фондов во всем мире (исключая фонды фондов) в III кв. 2018 г., шт.

Примечание: наша разработка на основе [3].

В III кв. 2018 г. чистые активы открытых регулируемых фондов превысили 50 трлн дол. США. Это в два раза больше, чем в III кв. 2008 г., что подтверждает широкое использование открытых регулируемых фондов в качестве механизма коллективных инвестиций. При этом 35 % чистых активов фондов приходится на Европу, на Азиатско-Тихоокеанский регион — 13 % активов, Американский регион — 51 % (рис. 4). В целом данная статистика подтверждает тот факт, что наибольшее количество фондов существует на американском рынке, который является самым развитым с точки зрения функционирования финансового рынка. В частности, для Беларуси важно учитывать опыт развития механизмов коллективных инвестиций в таких странах, как США, поскольку он является наиболее передовым и, несомненно, приведет к наилучшему результату [3].

Следует обратить внимание и на существенные географические различия в активах, которые являются предметом инвестирования открытых регулируемых фондов. Как правило, они отражают предпочтения к конкретным классам активов, риск-профилям инвесторов, неравномерности развития рынков капитала, демографии, макроэкономическим факторам и др. [3]. Так, на фонды акций, облигаций, смешанные приходится около 78 % всех инвестированных активов. Это отражает тенденцию рынка к предпочтению данных классов активов в особенности со стороны инвесторов американского региона, поскольку они имеют наибольший вес в региональном распределении активов фондов. В то же время фонды гарантированного дохода и недвижимости являются наименее распространенными из-за низкого спроса на данные активы со стороны инвесторов.

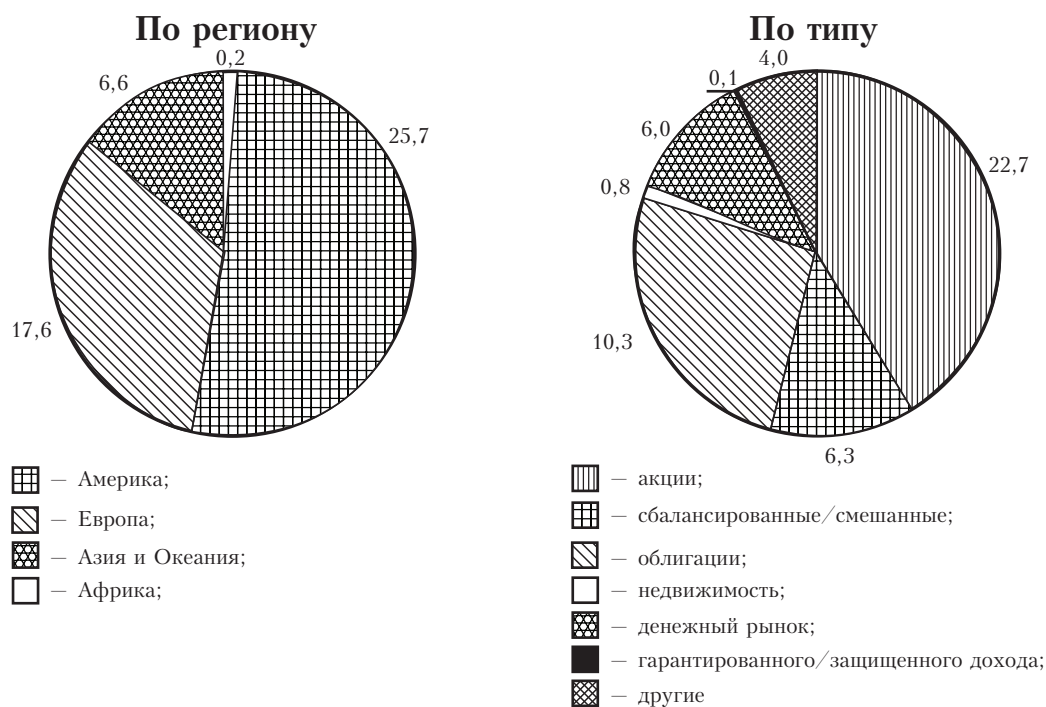


Рис. 4. Совокупные чистые активы открытых регулируемых фондов во всем мире (исключая фонды фондов) в III кв. 2018 г., трлн дол. США

Примечание: наша разработка на основе [3].

В развитии мировой экономики в целом инвестиционные фонды играют важную роль. Эта отрасль значительно выросла на всех развитых финансовых рынках за последние 25 лет благодаря высоким темпам роста стоимости активов. Немаловажную роль в этом сыграло бурное развитие отрасли информационных технологий. Акции многих компаний технологического сектора выросли в десятки раз за данный период. С точки зрения монетарного регулирования мировые центральные банки, проводившие ультрамягкую кредитно-денежную политику, способствовали увеличению стоимости активов под управлением фондов. Также данному факту способствовало увеличение балансов мировых центральных банков за счет покупки различных активов путем операций на открытых рынках. Оба описанных фактора будут иметь существенное влияние и в ближайшем будущем, поэтому мы ожидаем продолжения данной тенденции. При ускорении мировой инфляции финансовые рынки могут еще в большей степени увеличить свои темпы роста в ближайшие пять лет. При этом сдерживающим фактором роста активов под управлением инвестиционных фондов может стать снижение балансов мировых центральных банков, что повлечет за собой масштабную распродажу активов и общее снижение цен активов на всех финансовых рынках. Также вследствие усложнения взаимосвязей и инфраструктуры финансовых рынков ожидается увеличение значимости и популярности инвестиционных фондов среди различных типов инвесторов. Это приведет к более эффективному функционированию финансовых рынков, поскольку инвестиционные решения будут приниматься профессиональными управляющими.

На основе проведенного анализа можно выделить три основных тенденции развития рынка открытых регулируемых инвестиционных фондов: во-первых, последовательный рост стоимости чистых активов фондов; во-вторых, превалирование стоимости чистых активов фондов Американского региона;

в-третьих, наибольшее предпочтение коллективных инвесторов к таким классам активов, как акции и облигации.

Развитие коллективных инвестиций в Республике Беларусь. Безусловно, белорусский финансовый рынок сложно сравнивать не только с американским, но и рынками большинства европейских стран. Тем не менее определенные вехи в своем генезисе он уже прошел, текущим результатом чего можно считать довольно развитый банковский сектор. Однако возможностей банковской системы недостаточно для удовлетворения потребностей предприятий в кредитных ресурсах. Следовательно, актуальной задачей становится поиск альтернативных путей привлечения финансирования.

Зарубежный опыт указывает на то, что в качестве одной из таких альтернатив может быть институт коллективного инвестирования. В ходе проведения исследования были выявлены факторы, влияющие на повышение значимости инвестиционных фондов в экономике. На примере развитых рынков нами выделены меры и факторы, которые способствовали развитию институтов коллективных инвестиций. Во-первых, была обеспечена законодательно сохранность растущих объемов временно свободных денежных средств участников рынка. Во-вторых, было повышено удобство работы и снижены материальные, временные и психологические издержки инвестирования на рынке акций при помощи инвестиционных фондов. Далее были обеспечены условия для быстрого роста фондовых рынков.

С точки зрения пенсионной системы был осуществлен переход к накопительной пенсионной системе, а также получено разрешение осуществлять накопления пенсионных средств в инвестиционных фондах на счетах с отложенным налогообложением. За счет конкуренции между финансовыми посредниками было достигнуто снижение размеров комиссионных и расширены каналы распространения инвестиционных фондов. Также важна их информационная прозрачность и жесткое регулирование.

В условиях высокой инфляции стимулированию развития финансового рынка могут послужить нормативные ограничения максимального размера доходности по банковским вкладам.

В ходе проведения исследования нами были выделены основные проблемы, тормозящие развитие инвестиционных фондов в Беларуси. В первую очередь это нестабильность инвестиционной среды: белорусское законодательство постоянно меняется, вследствие этого потенциальные инвесторы не могут сформировать долгосрочные ожидания и стратегию. Следующая проблема, препятствующая развитию фондов, — недостаточная информированность инвесторов и психологическая неподготовленность населения. Для повышения заинтересованности участников рынка необходимо обеспечить механизмы для сохранности частных инвестиций, а также контроль над эффективностью работы фондов. Добиться этого можно внедрив механизмы гарантий для безопасного выхода инвестора из фонда. В данном случае речь может идти о снятии ограничений на потоки движения капитала и применении норм международного права как гарантии защиты.

На текущий момент существуют следующие возможности, которые позволят увеличить приток инвестиций на финансовый рынок Беларуси и обеспечить экономический рост. Во-первых, это перспективы увеличения капитализации фондового рынка и активизация процессов приватизации. Во-вторых, существенный объем наличных денежных средств населения, остающихся «на руках», который можно более эффективно использовать в национальной экономике. Также существует потенциал притока средств со стороны институциональных инвесторов. Реализация вышеперечисленных возможностей будет способствовать интеграции финансового рынка в рамках Евразийского

экономического союза. Дополнительная возможность для увеличения притока инвестиций может быть реализована посредством пенсионной реформы. Это позволит аккумулировать и эффективно инвестировать средства через пенсионные фонды.

Для более эффективного развития национальной экономики требуется улучшение инвестиционного климата. Решению этой задачи будет способствовать усовершенствование законодательной базы. Необходима детализация законодательства в части операционной работы инвестиционных фондов. На текущий момент законодательство имеет рамочный характер, что создает дополнительную неопределенность и риски для инвестора. Для защиты массовых неквалифицированных инвесторов необходимо усиление регулирующей функции со стороны государства. Этому будет способствовать создание саморегулирующихся организаций, что повлечет за собой активизацию процесса привлечения денежных сбережений населения и их трансформацию в инвестиции для реального сектора экономики. Строгие законодательные ограничения по составу и структуре активов помогут контролировать риск портфеля инвестиционного фонда, защитить средства вкладчиков. Также снижению системного риска для экономики в целом и повышению инвестиционной привлекательности послужит организация институтов защиты интересов частных инвесторов на различных уровнях.

Для улучшения регулирования сферы инвестиционных фондов на основе опыта развитых финансовых рынков предлагается внедрение на законодательном уровне правил диверсификации портфеля инвестиционных фондов, а также заимствования, коротких продаж, более жестких требований к ликвидности. Также необходимо введение требований к подробному раскрытию информации, в том числе в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности, и обязательному аудиту со стороны «большой четверки» аудиторских организаций.

Имплементация данных принципов в белорусское законодательство позволит улучшить инвестиционный климат и повысить доверие инвесторов, как внутренних, так и внешних, к институту инвестиционных фондов.

В июле 2018 г. вступил в силу закон Республики Беларусь «Об инвестиционных фондах». Законом заложена основа для создания акционерных и паевых инвестиционных фондов, что позволит обеспечить доступ на финансовый рынок непрофессиональным участникам — физическим и юридическим лицам, которые могут вкладывать аккумулируемые средства с целью получения прибыли. В свою очередь компании, которым необходимо финансирование, вправе рассчитывать на альтернативный кредитованию способ привлечения инвестиций. Однако в данной сфере на текущий момент все еще существуют значительные пробелы в части законодательной базы [5].

В развитых странах инвестиционные фонды являются одними из самых эффективных источников инвестиций, способствующих экономическому росту. Это обусловлено той ролью, которую они играют в мобилизации и перераспределении значительных объемов финансовых ресурсов, в том числе и в рамках накопительных пенсионных систем.

Анализ механизма трансформации сбережений в инвестиции при участии инвестиционных фондов выявил следующие особенности: в целом использование инвестиционных фондов для трансформации сбережений в инвестиции приводит к увеличению экономического роста, о чем свидетельствует опыт развитых стран. Развитие инвестиционных фондов в Беларуси позволит увеличить приток внутренних и внешних инвестиций в национальную экономику, усилить конкуренцию в финансовом секторе, увеличить спрос на ценные

бумаги, а также расширить возможности по сохранению и преумножению сбережений физических лиц.

Литература и электронные публикации в Интернете

1. *Harris, L.* Market Organization and Structure / L. Harris // Equity and Fixed Income. Corporate Finance and Portfolio Management. CFA Program Curriculum. Level I. Vol. 5. — Whily, 2018. — Reading 44. — P. 5–76.
 2. *Conroy, R. M.* Portfolio Management: An Overview / R. M. Conroy, A. Byrne // Corporate Finance and Portfolio Management. CFA Program Curriculum. Level I. Vol. 4. — Whily, 2018. — Reading 39. — P. 207–242.
 3. International Investment Funds Association [Electronic resource] : Worldwide Regulated Open-End Fund Assets and Flows — Third Quarter 2018. — Mode of access: https://www.iifa.ca/files/1545225088_IIFA%20-%20Worldwide%20Open-End%20Fund%20Report%20-%20Q3%202018.pdf. — Date of access: 26.12.2018.
 4. Investment Company Institute [Electronic resource] : 2018 Investment Company Fact Book. A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry. 58th edition. — Mode of access: http://www.icifactbook.org/deployedfiles/FactBook/Site%20Properties/pdf/2018/2018_factbook.pdf. — Date of access: 26.12.2018.
 5. *Шкут, А. П.* Повышение инвестиционной привлекательности экономики в контексте текущего состояния мирового рынка капиталов путем развития институтов коллективных инвестиций / А. Шкут // Вести Института предпринимательской деятельности. — 2018. — № 2 (19). — С. 36–47.
- Shkut, A. P.* Povyshenie investitsionnoy privlekatel'nosti ekonomiki v kontekste tekushchego sostoyaniya mirovogo rynka kapitalov putem razvitiya institutov kollektivnykh investitsiy [Increasing the Investment Attractiveness of the Economy in the Current State of Capital Markets] / A. Shkut // Vesti Instituta predprinimatel'skoy deyatel'nosti. — 2018. — N 2 (19). — P. 36–47.

ALEXANDER SHKUT

CURRENT TRENDS IN THE POOLED INVESTMENT MARKET

Author affiliation. *Alexander SHKUT* (shkut00@gmail.com), *Belarus State University (Minsk, Belarus).*

Abstract. The article examines conceptual framework of pooled investments and peculiarities of their operation on the world economy scale. The development of the institution of pooled investment should be considered as a key step in adaptation of the financial system of the Republic of Belarus to the challenges of globalization. Pooled investments are vital for transforming savings of households and enterprises into productive capital. Recommendations are given for improving the infrastructure of pooled investments in the Republic of Belarus which will boost the investment attractiveness of its real sector.

Keywords: investment fund; regulated open-end fund; investment company; mutual fund; investment manager; pooled investments.

UDC 339.72

*Статья поступила
в редакцию 09.12. 2019 г.*