

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Фирсов Евгений Дмитриевич

РАЗВИТИЕ ИНДУСТРИИ ПАЕВЫХ
ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ В РОССИИ В
КОНТЕКСТЕ ПРОБЛЕМ ФИНАНСОВОЙ
ДОСТУПНОСТИ И ИНВЕСТИЦИОННОЙ
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ

5.2.4. Финансы

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Криничанский Константин Владимирович,
доктор экономических наук, доцент

Москва – 2026

Оглавление

Введение.....	5
Глава 1 Теоретические основы исследования финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов	27
1.1 Факторы доступности индустрии и привлекательности инвестирования в паевые фонды	27
1.2 Предпосылки и этапы формирования открытой архитектуры дистрибуции инвестиционных паев и обеспечивающей инфраструктуры индустрии ПИФ	37
1.3 Сравнительный анализ каналов дистрибуции инвестиционных паев и их влияние на доступность и привлекательность инвестирования в паевые фонды	51
Глава 2 Состояние и тенденции развития индустрии паевых инвестиционных фондов в России в фокусе доступности и привлекательности	65
2.1 Анализ архитектуры дистрибуции инвестиционных паев в России	65
2.2 Выявление детерминант эффективности управления ОПИФ и БПИФ в России.....	80
2.3 Формирование методики оценки качества и эффективности управления активами ОПИФ и БПИФ в России	102
Глава 3 Перспективы повышения финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов в России	117
3.1 Совершенствование информационной среды рынка коллективных инвестиций.....	117
3.2 Модернизация архитектуры дистрибуции инвестиционных паев в России	129

3.3 Анализ эффекта влияния финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов	137
Заключение	154
Список сокращений и условных обозначений	161
Список литературы	165
Приложение А Сравнительный анализ каналов дистрибуции инвестиционных паев в России и США в разрезе финансовых и нефинансовых издержек	188
Приложение Б Сравнительный анализ элементов российской модели дистрибуции инвестиционных паев и их зарубежных аналогов	190
Приложение В Влияние факторов финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов на избыточную доходность	193
Приложение Г Состав выборки паевых фондов для эконометрического моделирования	197
Приложение Д Методы обработки пропущенных значений в выборках для различных категорий ОПИФ и БПИФ	206
Приложение Е Выбор между моделями с фиксированными и случайными эффектами в анализе панельных данных для ОПИФ и БПИФ	207
Приложение Ж Статистические метрики адекватности временных рядов для различных категорий ОПИФ и БПИФ	208
Приложение И Сравнительный анализ российских и зарубежных методик присвоения рейтингов качества управления активами инструментов коллективного инвестирования	209
Приложение К Методика присвоения рейтинга качества управления активами ОПИФ и БПИФ от Эксперт РА	214

Приложение Л Авторская методика присвоения рейтинга качества управления активами ОПИФ и БПИФ	218
Приложение М Состав выборки паевых фондов для применения методик рейтинговой оценки качества управления активами	220
Приложение Н Алгоритм составления композитного портфеля для различных категорий ОПИФ и БПИФ	227
Приложение П Российские бенчмарки из КИД для ОПИФ и БПИФ различных категорий	228
Приложение Р Древоидная структура определения универсального или тематического бенчмарка для различных категорий ОПИФ и БПИФ	233
Приложение С Практические рекомендации по повышению финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов	235

Введение

Актуальность темы исследования. Настоящее исследование посвящено проблемам развития индустрии паевых инвестиционных фондов (далее – ПИФ) в России. Несмотря на более чем тридцатилетнюю историю, отечественный рынок коллективных инвестиций до настоящего времени не достиг зрелости, сопоставимой с ведущими зарубежными рынками.

Зародившись в 1995-1996 гг., российская система коллективного инвестирования прошла сложный путь развития, однако ее размер относительно ВВП все еще крайне мал в сравнении с другими экономиками. Хотя в последние годы в России наблюдается рост числа брокерских счетов и стоимости клиентских активов управляющих компаний (далее – УК) (с 14,9 трлн руб. в 2022 г. до 32,6 трлн руб. в IV квартале 2025 г. [39; 42]), этот факт не должен заслонять имеющиеся структурные ограничения. Одним из главных таких ограничений выступают каналы дистрибуции инвестиционных паев, направляющие основной поток средств инвесторов в УК, аффилированные с крупными финансовыми институтами. Так, «преобладающим каналом дистрибуции инвестиционных паев являются банковские/брокерские организации и аффилированные с ними УК, предлагающие преимущественно собственные инвестиционные паи, что существенно ограничивает конкуренцию и свободу выбора инвестора» [83]. Такая конфигурация, сохраняющая элементы закрытости, ограничивает финансовую доступность, сдерживает конкуренцию [72] и препятствует росту рынка. Закрытость проявляется в том, что финансовые посредники мотивированно ограничивают линейку продаваемых с их «полки» паевых фондов, и для покупки фонда другой компании инвестор вынужден обращаться к ней напрямую. Закрепление в России такой модели объясняется тем, что УК создаются и контролируются крупными финансовыми холдингами [70], а независимые игроки рынка паевых инвестиционных фондов слишком слабы.

Под открытой моделью продаж (дистрибуции) паевых фондов в настоящем исследовании понимается «предложение клиентам как собственных финансовых продуктов и услуг, так и продуктов и услуг от сторонних организаций, что приводит к увеличению конкурентоспособности отрасли коллективных инвестиций, повышению прозрачности комиссионных выплат паевых фондов и снижению степени информационной асимметрии для физических и юридических лиц» [84]. Иными словами, в условиях открытой модели дистрибьютеры (УК, брокеры) предоставляют инвесторам возможность приобретения всей возможной линейки инвестиционных паев, удовлетворяющей квалификации инвестора, не ограничивая ее узким предложением, сводящимся к продуктам именно этой компании.

Одним из существенных недостатков сложившейся модели дистрибуции, тяготеющей к закрытости, является недостаточный уровень информационной прозрачности, затрудняющий для инвесторов оценить эффективность управления тем или иным фондом и полные издержки инвестиций в паи. Гибридная модель уступает открытой в эффективности использования инфраструктурного и рыночного потенциала финансовых институтов.

Примечание – Под гибридной имеется в виду модель, сочетающая элементы открытой и закрытой архитектур дистрибуции. В российском случае она сочетает торговлю ПИФ через биржу и маркетплейсы с сохранением доминирования аффилированных с УК банковско-брокерского канала, что подробнее исследуется в параграфе 2.1.

Она же порождает неудовлетворенность инвесторов. Так, доля жалоб на управление ПИФ в структуре жалоб в отношении субъектов рынка коллективных инвестиций в 2025 г. составляла 20,1%. Опрос Банка России показал, что инвесторы хотели бы иметь информацию о сравнении конкретного ПИФ с паевыми фондами других УК (47%), а также о профессиональных управляющих (33%). Больше всего опрошенных не

устраивают в ПИФ высокие комиссии (43%), низкая доходность (29%), блокировка иностранных активов (28%) и однотипность инвестиционных идей (24%) [38].

Помимо недостатков модели дистрибуции развитие российского рынка коллективных инвестиций сдерживается следующими проблемами, находящимися в фокусе настоящего исследования: 1) ограниченная линейка инвестиционных стратегий, доступных розничным инвесторам, с преобладанием классических фондов акций и облигаций, препятствующая полноценной диверсификации портфелей в соответствии с меняющимися риск-профилями; на российском рынке остаются слабо представленными инструменты, ставшие отраслевым стандартом за рубежом, такие как ESG-фонды, паевые фонды с регулярной выплатой дохода, продукты с валютной диверсификацией; 2) значительные барьеры входа и выхода, включающие как финансовые, так и нефинансовые издержки; 3) нестабильность и относительно низкая доходность российских инструментов коллективного инвестирования, порой не компенсирующая принимаемые риски и высокие комиссии, ослабляющая мотивацию инвесторов к ПИФ как к инструменту долгосрочного сбережения.

Сказанное актуализирует задачу глубокого исследования рынка коллективных инвестиций и разработки мер, направленных на решение проблем, связанных с финансовой доступностью и инвестиционной привлекательностью для пайщиков. Актуализация усиливается тем, что в последние годы мегарегулятор и ключевые участники рынка предприняли ряд шагов по изменению архитектуры индустрии коллективных инвестиций в стране. В 2020 г. запущена платформа «Финуслуги» – финансовый маркетплейс, выступивший дополнительным каналом дистрибуции паевых фондов. В 2024 г. начала работу Централизованная система учета инвестиционных паев под названием Платформа ПИФ.

Примечание – Оба шага формируют условия для развития в России открытой модели продаж подобных продуктов от финансовых посредников.

Качественно новый импульс эволюции российской индустрии коллективных инвестиций придало расширение биржевого сегмента. Во второй половине 2024 г. на Московской бирже были запущены торги инвестиционными паями открытых паевых инвестиционных фондов (далее – ОПИФ), что позволило совместить преимущества биржевых паевых инвестиционных фондов (далее – БПИФ), а именно приобретение паев через брокерский счет в режиме основных торгов, с сильными сторонами ОПИФ: активным управлением и возможностью погашения инвестиционных паев напрямую в УК. К I кварталу 2026 г. на фондовом рынке Московской биржи обращалось свыше 220 ПИФ различных категорий, представленных 41 УК. Динамика развития биржевого канала свидетельствует о его растущей востребованности: доля биржевых фондов в совокупной стоимости чистых активов (далее – СЧА) ПИФ, зарегистрированных Банком России, составила по проведенным во второй главе расчетам 57,4% на I квартал 2026 г. Биржевой канал дистрибуции, функционирующий в рамках единой инфраструктуры Московской биржи, Национального клирингового центра (далее – НКЦ) и Национального расчетного депозитария (далее – НРД), создает принципиально новые условия для повышения финансовой доступности рынка коллективных инвестиций, обеспечивая розничным инвесторам универсальный и технологичный доступ к паевым фондам различных УК.

Изложенные проблемы и процессы требуют анализа в контексте задачи повышения финансовой доступности и инвестиционной привлекательности ПИФ, рассматриваемых как одни из важных условий для трансформации сбережений населения в долгосрочный капитал развития и обеспечения притока «длинных денег» в экономику [71]. В этом контексте развитие индустрии ПИФ приобретает не только отраслевое, но и макроэкономическое значение.

Степень разработанности темы исследования. Проблематика финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов получила широкое освещение в зарубежной и отечественной научной литературе. В центре внимания исследователей последовательно находились вопросы дистрибуции инвестиционных паев, прозрачности деятельности УК, эффективности каналов продаж, а также факторы, определяющие спрос на паевые фонды со стороны розничных инвесторов [65; 76; 86; 92; 121; 147].

Зарубежные авторы рассматривали проблематику финансовой доступности рынка коллективных инвестиций преимущественно сквозь призму моделей продаж, институциональной архитектуры и поведения пайщиков. Так, В. Путтонен, Т. Смайт и М. Кнуутила на примере Финляндии показали, что монополизация каналов дистрибуции банковскими структурами ведет к снижению стимулов УК к повышению инвестиционных результатов и нерациональному распределению капитала [147]. Дж. Хаслем, анализируя опыт США, раскрыл преимущества пенсионных планов (401(k), 403(b) и 457(b)) в разрезе издержек, доходности, скорректированной на риск, эффектов масштаба [121]. Ф. Аннунциата, исследуя европейский рынок, раскрыл важность снижения информационных барьеров для населения через внедрение бенчмарков, выступающих в качестве объективного эталона сопоставимости паевых фондов, нивелирующего проблему информационной асимметрии и когнитивной перегрузки пайщиков [92].

Российские исследования часто были ориентированы на адаптацию зарубежного опыта. Так, Л.П. Харченко обосновала необходимость создания в России централизованной системы учета инвестиционных паев по аналогии с американской Fund/Serv, констатируя исчерпание потенциала децентрализованной внебиржевой модели [86].

Примечание – Fund/Serv – это стандартизированная автоматизированная система для обработки, подтверждения и проведения расчетов по сделкам с инвестиционными паями взаимных фондов и другими инвестиционными продуктами [117].

В.В. Гребеник и Ю.С. Володин связали перспективы повышения финансовой доступности рынка коллективных инвестиций с развитием биржевых БПИФ и цифровизацией брокерских услуг [66]. Е.Г. Репина сделала акцент на снижении фискальной и операционной нагрузки, расширении продуктовой линейки и развитии информационных сервисов для инвесторов [75]. Само понятие «финансовая доступность» также не имеет единой трактовки в российской научной литературе. М.А. Абрамова трактует финансовую доступность как универсальную возможность для всех слоев населения и представителей малого и среднего бизнеса пользоваться базовым набором финансовых инструментов, при этом определяющим условием она считает надлежащий уровень финансовой грамотности потребителей [64]. С.Е. Дубова, в свою очередь, делает акцент на конкурентной составляющей, определяя доступность как обусловленную рыночной средой и экосистемными бизнес-моделями способность участников рынка приобретать финансовые продукты и услуги [69]. И, наконец, К.В. Криничанский и Б.Б. Рубцов рассматривали финансовую доступность как доступ к цифровым финансовым услугам в контексте мировых процессов глобализации и реализации целей устойчивого развития ООН [2].

Второе крупное направление научной литературы посвящено инвестиционной привлекательности паевых фондов. Дж. Бялковский и Р. Оттен на примере Польши установили, что закрытая модель продаж, опирающаяся на неэффективные правовые институты и отсутствие конкуренции между дистрибьюторами, выступает тормозом притока капитала в коллективные инвестиции [94]. П. Мюллер с соавторами, исследуя американский рынок, выявили статистически значимую связь между рейтингами Morningstar для оценки качества управления активами взаимных фондов и объемами чистого притока средств: в течение первого года после публикации рейтинга взаимные фонды с наивысшими оценками привлекали на 9,4 процентных пунктов больше средств сравнению с фондами, получившими среднюю рейтинговую оценку, тогда как фонды с низшими

оценками теряли 6,8 процентных пунктов. В абсолютном выражении при медианном размере взаимного фонда около 89 млн долл. США в исследуемой выборке это соответствовало ежегодной разнице в привлеченных средствах на 14-15 млн долл. США между лидерами и аутсайдерами [143]. Б. Флорентсен со соавторами на основе данных датского рынка пришли к выводу, что канал дистрибуции является более значимым фактором инвестиционного спроса, чем историческая доходность, определяя до 25-35% объема вложений пайщиков [116].

Развивая проблематику микроструктуры рынка коллективных инвестиций, А.Е. Абрамов обосновал перспективность развития в России паевых супермаркетов (маркетплейсов) и института независимых инвестиционных консультантов (далее – НИК) [1]. Э.Р. Ковалева, Г.Т. Гафурова и Г.Н. Нотфуллина обратили внимание на отсутствие унифицированной методики оценки эффективности управления ПИФ и недостаточную прозрачность УК как существенные препятствия для роста массового спроса на рынке паев [59].

Эволюция исследований в области инвестиционной привлекательности паевых фондов в 2010-2020-е гг. демонстрирует смещение внимания в сторону формирования универсальных и прозрачных механизмов сравнения эффективности управления паевыми фондами, а также повышения информационной прозрачности ПИФ. В случае с российской индустрией паевых фондов это видится особенно актуальным ввиду отсутствия универсального и прозрачного инструментария для сравнения эффективности инвестиций в инструменты, предлагаемые различными УК, а также иных недостатков информационной среды рынка коллективных инвестиций.

Цель исследования заключается в обосновании теоретических положений и разработке практических рекомендаций по развитию индустрии паевых инвестиционных фондов в России, обеспечивающих повышение уровня финансовой доступности и инвестиционной привлекательности путем

совершенствования архитектуры дистрибуции, повышения транспарентности и расширения вовлеченности розничных инвесторов.

Достижение указанной цели определило постановку и решение следующих **задач**:

1) провести сравнительный анализ каналов дистрибуции инвестиционных паев в США и России в разрезе финансовых и нефинансовых издержек с целью эмпирического определения структурных различий и оценки их влияния на финансовую доступность рынка коллективных инвестиций для розничного инвестора;

2) охарактеризовать российскую модель дистрибуции инвестиционных паев, синтезирующую внебиржевой и биржевой контуры, и на основе сравнительного анализа с зарубежными юрисдикциями доказать, что российская модель как самостоятельный институциональный тип создает предпосылки для повышения финансовой доступности и привлекательности для розничных инвесторов;

3) выявить детерминанты эффективности управления российскими паевыми фондами, рассматривая как факторы инвестиционной привлекательности паевых фондов, так и факторы финансовой доступности рынка коллективных инвестиций для последующего использования данных детерминант в отборе инструментов с наибольшей избыточной доходностью;

4) усовершенствовать методический инструментарий оценки качества управления активами таких типов паевых фондов, как ОПИФ и БПИФ, с опорой на зарубежный и российский опыт функционирования рейтинговых систем оценки;

5) раскрыть недостатки и уязвимости информационной среды российского рынка коллективных инвестиций и сформировать комплексный подход к повышению информационной прозрачности рассматриваемой отрасли;

6) разработать методику национальных (страновых) индексов финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной

привлекательности паевых фондов и охарактеризовать их взаимосвязь с размером рынка ПИФ и благосостоянием населения.

Объектом исследования является российская индустрия коллективных инвестиций в сопоставлении с зарубежными аналогами, рассматриваемая через призму модели дистрибуции инвестиционных паев (и следовательно, финансовой доступности) и в контексте инвестиционной привлекательности ПИФ.

Предметом исследования является совокупность теоретических положений и эмпирических взаимосвязей между финансовой доступностью, инвестиционной привлекательностью и открытостью архитектуры дистрибуции на рынке паевых инвестиционных фондов, включая их влияние на вовлеченность розничных инвесторов и качество инвестиционных решений.

Область исследования определяется в соответствии с его темой и соответствует п. 6. «Небанковские финансовые институты» и п. 24. «Финансовые рынки: типология, специфика, особенности функционирования. Регулирование финансовых рынков» Паспорта научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Научная новизна исследования выражается в следующем:

1) впервые на основе эмпирического анализа финансовых и нефинансовых издержек, сопутствующих дистрибуции инвестиционных паев в США и России, а также анализа модели рынка ПИФ (в контексте открытости каналов продаж) дана оценка доступности рынка коллективных инвестиций для розничных инвесторов. Выявлено, что рынок США имеет высокие характеристики доступности, что подтверждается низкими комиссиями за управление взаимными фондами (от 0,27% годовых в пенсионных планах до 0,47% годовых в индивидуальных пенсионных счетах), широким выбором взаимных фондов, доступом к сторонней аналитике рейтинговых агентств и сервисам робо-эдвайзинга и так далее. Российский рынок в сравнении с американским имеет худшие характеристики доступности, измеренные

с помощью анализа издержек. Так, комиссии за управление в среднем составляют 2,25% для ОПИФ и 0,90% в год для БПИФ. В дополнение к этому, поскольку преобладающим каналом продаж инвесторам фондов являются закрытые каналы (банковские и брокерские структуры, аффилированные с УК), массовый инвестор сталкивается с узостью ассортимента предлагаемых паевых фондов, отсутствием независимых рейтингов, невозможностью полноценного использования в инвестировании сервисов робо-эдвайзинга. Полученные результаты обосновывают необходимость институциональных изменений, направленных на снижение финансовых и нефинансовых барьеров для розничных инвесторов в России;

2) впервые охарактеризована российская двухконтурная модель дистрибуции инвестиционных паев, синтезирующая внебиржевой и биржевой контуры, что позволило провести анализ уникальной российской конфигурации организации рынка коллективных инвестиций. Сравнительный анализ с двадцатью зарубежными юрисдикциями показал, что российская модель не является простой комбинацией заимствованных практик, а представляет собой оригинальную институциональную конфигурацию, отличающуюся от изученных зарубежных аналогов по ряду системных признаков. В отличие от зарубежных аналогов, где биржевой и внебиржевой контуры дистрибуции, как правило, институционально разделены либо один из них существенно подавлен, российская двухконтурная модель обеспечивает комплементарность каналов, что создает предпосылки для повышения финансовой доступности и непрерывности обращения паев для розничных инвесторов. Предложенная двухконтурная модель может рассматриваться как институциональный ориентир для развивающихся стран при создании национальной инфраструктуры рынка коллективных инвестиций;

3) разработан и апробирован эконометрический подход к оценке детерминант эффективности ПИФ, отличающийся включением в спецификации панельной регрессии пяти оригинальных факторов: монотонность цены инвестиционного пая, рейтинг информационной

прозрачности ПИФ и УК, социально ответственное инвестирование в ПИФ, валютная диверсификация ПИФ, регулярность выплат дохода от ПИФ.

Примечание – Монотонность – это показатель, характеризующий устойчивость динамики рыночной цены инвестиционного пая во времени.

Эмпирически установлено, что положительная взаимосвязь среди данных факторов с избыточной доходностью и СЧА прослеживается для факторов монотонности цены пая, рейтинга информационной прозрачности ПИФ и УК, регулярности выплат дохода от ПИФ. В частности, для ОПИФ облигаций и смешанных ОПИФ рост уровня информационной прозрачности статистически значимо увеличивает СЧА, что впервые на российской выборке эмпирически подтверждает конвертацию транспарентности в прямые финансовые выгоды УК. Результаты расширяют понимание того, как рыночные и нерыночные характеристики паевого фонда конвертируются в финансовые результаты для пайщика и влияют на размеры паевых фондов для профессиональных управляющих и УК;

4) разработана методика рейтинговой оценки качества управления активами ОПИФ и БПИФ различных категорий, базирующаяся на выявленных детерминантах эффективности управления, отражающих аспекты финансовой доступности и инвестиционной привлекательности. В отличие от методики Эксперт РА, отражающей подход присвоения рейтингов кредитоспособности, разработанная методика базируется на более широкой линейке факторов, влияющих на избыточную доходность. Верификация разработанной методики выявила ее преимущества, показав более точную зависимость медианных значений избыточной доходности и коэффициента Шарпа от рейтинга фонда. Это обеспечивает возможность более качественной дифференциации фондов и обоснованного инвестиционного выбора, создавая условия для роста инвестиционной привлекательности рынка ПИФ;

5) выявлены недостатки информационной среды российского рынка ПИФ. На основе использования понятий и подходов поведенческой

экономики, разработан комплексный подход к повышению прозрачности индустрии, включающий: модернизацию информационного функционала маркетплейсов за счет введения расширенного набора индикаторов и фильтров отбора паев; идентификацию бенчмарков в ключевых информационных документах (далее – КИД) и правилах доверительного управления (далее – ПДУ); формирование композитных портфелей из ОПИФ/БПИФ с единой стратегией и схожим риск-профилем, обеспечивающих пайщику возможность корректного межрыночного сравнения ПИФ от разных УК и соответствие стандартам GIPS; включение в КИД и ПДУ авторских рейтингов информационной прозрачности и качества управления активами ПИФ;

б) разработана методика расчета национальных (страновых) интегральных индексов финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов. Отличительной особенностью данных индексов является комплексное отражение влияния переменных, характеризующих индустрию ПИФ: числа фондов, доли владельцев паев в численности населения, динамики притока средств в фонды, количество УК-дистрибьюторов и другие. Статистически подтверждено значимое положительное влияние интегральных индексов финансовой доступности и инвестиционной привлекательности на изменение суммарной СЧА паевых фондов как в США, так и в России. При этом в отношении реальных располагаемых доходов домохозяйств значимый положительный эффект выявлен только для индекса инвестиционной привлекательности, тогда как влияние финансовой доступности, сохраняя положительный знак, не достигает статистической значимости в рамках рассмотренного временного горизонта для обеих стран.

Теоретическая значимость работы. Результаты настоящего исследования развивают финансовую теорию применительно к рынку коллективного инвестирования, основываясь на концепции и положениях теории финансового посредничества (в контексте преодоления информационной асимметрии), теории агентских отношений, теории

финансового развития (в части исследования финансовой доступности и эффективности), на гипотезе эффективного рынка и других.

Развивая концепцию финансовой доступности, исследование интегрирует в нее проблематику совершенствования каналов дистрибуции услуг и инструментов, предназначенных для инвесторов.

Углубляя концепцию инвестиционной привлекательности, исследование расширяет ее традиционную трактовку за счет добавления релевантных количественных и качественных показателей, тем самым предлагая более глубокую операционализацию данного понятия, а также раскрывает дифференцированное влияние различных факторов на избыточную доходность и СЧА ряда категорий паевых фондов.

Интегрируя положения поведенческой экономики в анализ информационной среды рынка коллективных инвестиций, обосновывается отказ от политики «чем больше информации, тем лучше» в пользу структурирования и адаптации информационных потоков под когнитивные возможности массового инвестора. Тем самым для развития российского рынка коллективных инвестиций аргументирован переход от объема раскрываемых данных к их релевантности и удобству восприятия информации, что актуально для индустрии ПИФ с высокой долей неквалифицированных участников.

Теоретическая значимость работы состоит в: развитии понятийно-терминологического аппарата, характеризующего финансовую доступность и инвестиционную привлекательность в контексте рынка коллективных инвестиций и паевых фондов; разработке периодизации истории развития обеспечивающей инфраструктуры индустрии ПИФ на российском рынке коллективных инвестиций в контексте проблем финансовой доступности и инвестиционной привлекательности; классификации механизмов формирования обеспечивающей инфраструктуры индустрии ПИФ и каналов дистрибуции инвестиционных паев; проведении сравнительного анализа российской и зарубежных моделей дистрибуции инвестиционных паев

в разрезе финансовых и нефинансовых издержек; выявления детерминант эффективности управления инструментами коллективного инвестирования; объяснении влияния изучаемых изменений, касающихся финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов, на размер рынка и благосостояние населения.

Практическая значимость работы. Результаты настоящего исследования формируют рекомендации по развитию архитектуры дистрибуции инвестиционных паев, внедрению прозрачных механизмов оценки качества управления активами паевых фондов, увеличению доли сбережений домохозяйств, направляемых на рынок коллективных инвестиций.

Практическая значимость работы состоит в: предложенном инструментарии рейтингования ПИФ, оценивающим качество управления активами через призму доступности и привлекательности, что повышает обоснованность выбора фондов розничными инвесторами; адресованных мегарегулятору предложениях по организации мониторинга раскрытия информации и оценки добросовестности УК с использованием рейтинга информационной прозрачности; в обосновании и предложении по внедрению универсальных и тематических бенчмарков в структуру КИД и ПДУ, что позволяет обеспечивать обоснованное сопоставление эффективности управления паевыми инвестиционными фондами с эталонными индикаторами; разработке инструментария, обеспечивающего сопоставимость, прозрачность и объективность оценки качества управления совокупностью паевых фондов профессиональными управляющими, на основе алгоритма составления композитного портфеля; в учете поведенческих особенностей инвесторов при проектировании интерфейсов маркетплейсов, реализованном через расширение набора отслеживаемых переменных и фильтров отбора на маркетплейсах и включение в механизм скрининга рейтингов информационной прозрачности и качества управления активами; предложенной системе интегральных индексов финансовой

доступности и инвестиционной привлекательности, предоставляющей регулятору и участникам рынка аналитический инструментарий для мониторинга состояния индустрии ПИФ и обоснованного целеполагания при разработке политики ее развития.

Методология и методы исследования. Для выполнения задач исследования применялись общенаучные и специальные методы, составляющие методологию исследования. К ним относятся: аналитический обзор зарубежной и российской научной литературы, посвященной проблеме исследования; метод классификации; метод систематизации полученных результатов в графическом и табличном виде; метод сравнительного анализа; метод бенчмарк-анализа; методы ранжирования и рейтинговых шкал; метод регрессионного анализа на панельных данных; метод присвоения оценок качества управления активами ПИФ на основе многофакторного анализа; метод построения блок-схем; метод построения интегральных индексов; метод масштабирования данных на основе нормализации.

Положения, выносимые на защиту:

1) впервые на основе эмпирического анализа финансовых и нефинансовых издержек рынка инвестиционных паев, а также анализа модели рынка ПИФ в контексте открытости каналов продаж дана оценка доступности рынка для розничных инвесторов. Показано, что анализируемая доступность определяется не только уровнем комиссионного вознаграждения УК, но и такими параметрами, как возможность выбора паевых фондов от различных УК, доступ к качественной аналитике и рейтингам, функциональные возможности робо-эдвайзинга и прочими. Выявлено, что рынок США имеет высокие характеристики доступности, что подтверждается низкими комиссиями за управление взаимными фондами (от 0,27% годовых в пенсионных планах до 0,47% годовых в индивидуальных пенсионных счетах), широким выбором взаимных фондов, доступом к качественной аналитике и сервисам робо-эдвайзинга. Российский рынок в сравнении с американским имеет худшие характеристики доступности, измеренные

с помощью анализа издержек: комиссии за управление составляют в среднем 2,25% для ОПИФ и 0,90% в год для БПИФ. В дополнение к этому, поскольку преобладающим каналом продаж инвесторам фондов являются закрытые каналы (банковские и брокерские структуры, аффилированные с УК), массовый инвестор сталкивается с узостью ассортимента предлагаемых паевых фондов, отсутствием независимых рейтингов и невозможностью полноценного использования в инвестировании сервисов робо-эдвайзинга. Полученные результаты обосновывают необходимость институциональных изменений, направленных на снижение финансовых и нефинансовых барьеров для розничных инвесторов в России (С. 56-58);

2) впервые критически охарактеризована российская двухконтурная модель дистрибуции инвестиционных паев, синтезирующая внебиржевой и биржевой контуры обращения. Сравнительный анализ с двадцатью зарубежными юрисдикциями показал, что российская модель не является комбинацией заимствованных практик (американской, европейской, азиатской), представляя собой оригинальную институциональную конфигурацию, отличающуюся от изученных аналогов по четырем системным признакам: а) сервис внебиржевых сделок без листинга паев с расчетами через центрального контрагента; б) допуск классических ПИФ к биржевым торгам с формированием вторичного рынка; в) централизованная система учета прав на инвестиционные паи; г) объединение биржевой площадки, центрального контрагента и депозитария в рамках одной группы. В отличие от зарубежных аналогов, где биржевой и внебиржевой контуры, как правило, институционально разделены либо один из них оказывается существенно слабее другого (Дж. Чалмерс, Д. Бергстрессер, П. Туфано и А.Е. Абрамов), а также в отличие от исследований, рассматривающих исключительно инфраструктурные аспекты дистрибуции без анализа взаимной дополняемости каналов (Л.П. Харченко), автор доказывает, что российская двухконтурная модель обеспечивает комплементарность каналов, создавая предпосылки для повышения финансовой доступности для розничных

инвесторов и ликвидности рынка паев. Эмпирически подтверждено, что двухконтурная модель в России снижает среднегодовые издержки пайщиков, повышает ликвидность рынка паев и формирует конкурентную среду среди финансовых посредников благодаря устранению барьеров входа в ПИФ без листинга и прозрачности ценообразования. Удельный вес биржевого контура в совокупной СЧА ПИФ, зарегистрированных Банком России, составил 57,4% на I квартал 2026 г., что подтверждает его востребованность. Российская двухконтурная модель дистрибуции инвестиционных паев рассматривается как ориентир для совершенствования архитектуры рынка коллективных инвестиций в развивающихся странах (С. 71-73; 75-79);

3) на основе разработки эконометрических моделей зависимости избыточной доходности инвестиционных паев и СЧА ПИФ от факторов, отражающих финансовую доступность рынка коллективных инвестиций, инвестиционную привлекательность паевых фондов и современные тенденции развития индустрии ПИФ, выявлены детерминанты эффективности управления российскими ОПИФ и БПИФ – монотонность цены инвестиционного пая, рейтинг информационной прозрачности ПИФ и УК, другие. Набор данных факторов вместе с факторами социально ответственного инвестирования, валютной диверсификации и регулярности выплат дохода от ПИФ отличает предложенный подход от подходов, используемых А.В. Галановой, Т.В. Тепловой, А.Е. Абрамовым и другими, а значимость полученных результатов (скорректированный коэффициент детерминации построенных регрессионных уравнений для избыточной доходности достигает 44,4%, что превышает диапазон значений (4,8-28%), характерный для более ранних российских научных трудов, а для СЧА данный показатель достигает 97,9%) позволяет формировать более точные и обоснованные оценки качества управления ПИФ. Впервые продемонстрировано, что воздействие выявленных детерминант имеет дифференцированный характер: для пайщиков они значимы через призму формирования избыточной доходности, тогда как для УК ключевым результатом выступает их способность стимулировать рост

СЧА (в частности, для ОПИФ облигаций и смешанных ОПИФ – через статистически значимое влияние информационной прозрачности), что подтверждает практическую значимость предлагаемых факторов для управления бизнес-показателями УК (С. 99-102);

4) разработана методика рейтинговой оценки качества управления активами ОПИФ и БПИФ различных категорий, базирующаяся на выявленных детерминантах эффективности управления, отражающих аспекты финансовой доступности и инвестиционной привлекательности. Особенность методики состоит в отборе указанных детерминант по результатам эконометрического анализа, выявившего те из них, которые значимо влияют на избыточную доходность. Преимущества разработанной методики подтверждены следующим: так, для ОПИФ акций, получивших максимальную рейтинговую оценку по авторской методике, медианное значение избыточной доходности составило 12,08% против 2,18% по методике Эксперт РА, а медианное значение коэффициента Шарпа – 0,59 против 0,09. Доказано, что предложенная методика обеспечивает более качественную дифференциацию фондов по эффективности управления и создает основу для обоснованного инвестиционного выбора розничными инвесторами. Это особенно значимо в контексте повышения инвестиционной привлекательности инструментов коллективных инвестиций, поскольку позволяет инвесторам идентифицировать фонды с устойчиво высокой эффективностью, снижая транзакционные издержки выбора (С. 111-114; 218-219);

5) выявлены недостатки информационной среды российского рынка паевых инвестиционных фондов, среди которых отсутствие эталонных бенчмарков у части УК, нестандартизированность раскрытия данных по фондам со сходными инвестиционными стратегиями и прочие. Опираясь на понятийный аппарат поведенческой экономики (ограниченность внимания инвестора, эффект фрейминга, когнитивная перегрузка при выборе из множества альтернатив), разработан комплексный подход к повышению

транспарентности индустрии коллективных инвестиций и снижению транзакционных издержек.

Примечание – Эффект фрейминга – это когнитивное искажение, при котором реакция инвестора на информацию зависит от того, как эта информация сформулирована, даже если экономический смысл идентичен (например, «вероятность сохранения капитала составляет 95%» или «вероятность потери капитала составляет 5%»).

Предложенный подход включает четыре взаимосвязанных элемента: появление на маркетплейсах многомерной системы скрининга ПИФ путем дополнительных показателей (волатильность, коэффициент Шарпа, избыточная доходность) и фильтров отбора паев, детализированных фильтров по структуре активов (инструментальная, отраслевая и валютная структура ПИФ), фильтров по универсальным и тематическим бенчмаркам, ESG-стратегиям; идентификацию универсальных и тематических бенчмарков в КИД и ПДУ; формирование УК композитных портфелей из ОПИФ и БПИФ с общей инвестиционной стратегией и схожим соотношением риска и доходности; внедрение в КИД и ПДУ «мягких подсказок», включая авторские рейтинги прозрачности и качества управления фондами. Реализация разработанного подхода позволяет снизить транзакционные издержки розничных инвесторов и повысить обоснованность их инвестиционных решений за счет преодоления когнитивных ограничений, связанных с обработкой неструктурированной и избыточной информации. Это особенно значимо для массового инвестора в условиях роста числа фондов, усложнения их стратегий и сохранения информационной асимметрии между профессиональными управляющими и клиентами (С. 123-129; 132-136; 227; 233-234);

б) предложена авторская методика построения национальных (страновых) интегральных индексов, измеряющих уровень доступности рынка коллективных инвестиций и степень инвестиционной привлекательности обращающихся на нем паевых фондов. Если в зарубежных исследованиях

обобщенные индексы финансовой доступности (М. Сарма, А. Демиргюч-Кунт, Л. Клаппер и другие) либо инвестиционной привлекательности (А. Гро, М. Вич, К. Лизер и другие) конструируются без учета институциональной специфики сектора коллективных инвестиций, то разработанные в исследовании индексы целенаправленно адаптированы к данному сегменту. В их структуру включены такие параметры, как размер инфраструктурных расходов фондов, количество УК – дистрибьютеров ПИФ, доля домохозяйств, владеющих паями, количество зарегистрированных ПИФ, историческая доходность фондов, волатильность доходности инвестиционных паев, чистый приток или отток средств домохозяйств в/из фондов. Сконструированные индексы выступают в качестве измерительного инструмента для достижения целевых ориентиров, зафиксированных в среднесрочных документах развития финансового рынка Банка России.

Примечание – Основные направления развития финансового рынка к таким установкам относят повышение привлекательности пассивного инвестирования и расширение доступности финансовых услуг [40].

С помощью эконометрического анализа временных рядов получены подтверждения статистически значимой положительной связи изменения интегральных индексов финансовой доступности и инвестиционной привлекательности с изменением суммарной СЧА паевых фондов, а в случае с реальными располагаемыми доходами домохозяйств – только для инвестиционной привлекательности. Показано, что внедрение разработанной методики позволяет регулятору количественно обосновывать макроэкономические рекомендации по развитию рынка коллективных инвестиций, учитывая его реакцию на изменение финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности соответствующих инструментов (С. 137-142; 149-151).

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Подтверждением достоверности выдвигаемых на защиту

тезисов служит правомерное применение эконометрических инструментов при моделировании и аналитической обработке, а также опора на данные, извлеченные из 170 официальных источников: монографий; научных статей; справочно-правовых материалов; информационно-аналитических материалов Банка России, посвященных финансовым рынкам; официальных сайтов УК, Investfunds, FRED, ICI, Morningstar, DTCC, Национальной ассоциации участников фондового рынка (далее – НАУФОР), Московской биржи, Интерфакс и другие.

В период выполнения диссертации ключевые результаты были представлены на ряде научных конференций: на Международной научно-практической конференции «Трансформация финансовых рынков и банков: финансирование приоритетных направлений экономического развития» (Москва, Финансовый университет, 1 марта 2024 г.); на Конференции, посвященной 105-летию Финансового университета «Научные школы Финансового университета: становление и развитие» (Москва, Финансовый университет, 28 марта 2024 г.); на VI Международной научно-практической конференции «Трансформация финансовых рынков и финансовых систем в условиях цифровой экономики» (Москва, Финансовый университет, 24-25 октября 2024 г.); на Круглом столе «Прикладное решение фундаментальных проблем науки о банках, деньгах и финансовых рынках в исследованиях студентов и аспирантов» (Москва, Финансовый университет, 14 марта 2025 г.); на V Международном конкурсе научных работ молодых ученых «Финансы в современном мире» (Москва, Финансовый университет, 16 декабря 2024 г. – 20 марта 2025 г.); на VII Международной научно-практической конференции «Трансформация финансовых рынков и финансовых систем в условиях цифровой экономики» (Москва, Финансовый университет, 23-24 октября 2025 г.).

Результаты настоящего исследования используются в практической деятельности УК «Альфа-Капитал», в частности применяются выявленные детерминанты эффективности управления ПИФ при совершенствовании

процессов отбора паевых фондов в инвестиционный портфель клиентов. По материалам настоящего исследования внедрен рейтинг качества управления активами ОПИФ и БПИФ различных категорий, а также механизм подбора универсальных и тематических бенчмарков, которые применяются для укрепления доверия пайщиков и оптимизации маркетинговой политики компании. Выводы и основные положения настоящего исследования используются в практической работе УК «Альфа-Капитал» и способствуют повышению инвестиционной привлекательности продуктовой линейки.

Материалы диссертационного исследования используются Кафедрой финансовых рынков и финансового инжиниринга Финансового факультета ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в области обучения учебной дисциплины «Анализ финансовых рынков» для студентов, обучающихся по направлению подготовки 38.04.08 «Финансы и кредит», направленность программы магистратуры «Финансовая математика и анализ рынков».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения и выводы, содержащие научную новизну, нашли отражение в 6 публикациях общим объемом 5,25 п.л., в том числе 6 работ авторским объемом 4,90 п.л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России. Все публикации по теме диссертации.

Структура и объем диссертации обусловлены целью и задачами исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка сокращений и условных обозначений, списка литературы из 170 наименований, а также 15 приложений. Текст диссертации изложен на 240 страницах, содержит 16 рисунков, 56 таблиц и 8 формул.

Глава 1

Теоретические основы исследования финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов

1.1 Факторы доступности индустрии и привлекательности инвестирования в паевые фонды

В научном дискурсе понятия «финансовая доступность» и «инвестиционная привлекательность» характеризуются множественностью трактовок, что обусловлено различиями в методологических подходах и целевых установках исследователей.

М.А. Абрамова трактует понятие «финансовая доступность», как полноценный доступ всего населения, а также субъектов малого и среднего предпринимательства к базовому набору финансовых услуг, включающему страхование, кредитование, формирование сбережений и платежные услуги. При этом в качестве ключевого условия такой доступности выступает достаточный уровень финансовой грамотности потребителей, обеспечивающий ответственное предоставление и использование продуктов [64]. В интерпретации С.Е. Дубовой финансовая доступность – это конкурентно обусловленная и опосредованная возможность субъектов рынка получать финансовые продукты и услуги, которая реализуется через экосистемные модели ведения бизнеса [69].

Исследование Банка международных расчетов предлагает понимание финансовой доступности как суммы возможностей для физических и юридических лиц получения финансовых услуг, совершения операций по инвестированию или фондированию [137]. При этом смысл имеют широта спектра получаемых услуг/продуктов или совершаемых операций, а также цена за услуги посредников и инфраструктурных организаций.

Инвестиционная привлекательность, в свою очередь, рассматривается преимущественно, как набор различных качественных и количественных критериев, которые отражают интересы инвестора, выраженные в терминах избыточной и исторической доходности [79; 96].

Так, А.Е. Абрамов, А.Д. Радыгин и М.И. Чернова обосновали устойчивое влияние на избыточную доходность паевых фондов вложений в акции компаний с высокой капитализацией [63]. А.В. Галанова и В.В. Дукова акцентировали внимание на моментум-эффекте как значимом количественном предикторе избыточной доходности ПИФ [67]. Т.В. Теплова с соавторами ввела в круг предикторов эффективности управления паевыми фондами структурные характеристики инвестиционного портфеля, а именно долю акций, не входящих в базовый рыночный индекс Мосбиржи [77].

Существует значительное количество факторов, оказывающих влияние на финансовую доступность и инвестиционную привлекательность в рассматриваемом контексте. Изучению и выявлению данных факторов посвящены многочисленные зарубежные труды и научные исследования в развитых и развивающихся странах. Поскольку наиболее крупной и передовой индустрией взаимных фондов и ETFs в мире обладает США, уделим внимание исследованиям инвестиционных предпочтений населения в данной стране.

Институт инвестиционных компаний (далее – ICI) отслеживает предпочтения домохозяйств на рынке коллективных инвестиций по 18 критериям, что отмечено в таблице 1. Данные опроса 2006 г., охватившего 737 домохозяйств, показали следующую тройку критериев, важных для розничных инвесторов: издержки инвестирования, историческая доходность, уровень риска. В топ-10 входят также такие важные, на наш взгляд, показатели, как порог входа, избыточная доходность, сведения об УК и другие.

Таблица 1 – Ранжирование предпочтений домохозяйств, касающихся инструментов рынка коллективного инвестирования, США

В процентах

№ п/п	Фактор	Значимость
1	Издержки инвестирования	74
2	Историческая доходность	69
3	Уровень риска	61
4	СЧА	58
5	Состав и структура активов	57
6	Порог входа	57
7	Избыточная доходность	55
8	Экономия на налогах	47
9	Информация о дивидендах	47
10	Сведения об УК	45
11	Инвестиционная стратегия взаимного фонда	40
12	Сведения о покупке и продаже инвестиционных паев	39
13	Услуги УК	37
14	Рейтинг качества управления активами	35
15	Коэффициент оборачиваемости активов	34
16	Опыт и деловая репутация топ-менеджеров	25
17	Информация о Совете директоров	15
18	Политики и процедуры УК	15

Примечание – Под значимостью подразумевается доля респондентов, считающих фактор значимым в малой, средней и высокой степени

Источник: составлено автором по материалам [160].

Исследование ICI 2023 г. продемонстрировало ряд изменений в инвестиционных предпочтениях американских домохозяйств. По-прежнему значимыми факторами при выборе фондов остаются такие показатели, как издержки инвестирования и уровень риска, которые назвали 95% респондентов, а также историческая доходность (94% респондентов) [166]. Наиболее сильно поднялись в рейтинге такие показатели, как качество управления активами (с 35% до 82%), доходность по сравнению с бенчмарком (с 55% до 93%), инвестиционная стратегия взаимного фонда (с 40% до 93%). При этом заметим, что качество управления активами фондов отслеживается

с помощью рейтингов, публикуемых Morningstar, Zacks, Yahoo Finance и другими.

Обратимся к результатам исследования инвестиционных предпочтений розничных инвесторов в Индии и Китае – стран, обладающих крупнейшими и наиболее сформированными рынками коллективных инвестиций среди развивающихся рынков. Результаты опроса 2015 г., проведенного в Индии, отражены в таблице 2.

Таблица 2 – Ранжирование предпочтений домохозяйств, касающихся инструментов рынка коллективного инвестирования, Индия

В процентах

№ п/п	Фактор	Значимость
1	Историческая доходность	88
2	Ликвидность	86
3	Экономия на налогах	85
4	Уровень риска	83
5	Безопасность инвестиций	79
Примечание – Под значимостью подразумевается доля респондентов, считающих фактор значимым в малой, средней и высокой степени		

Источник: составлено автором по материалам [132].

В ходе другого интервьюирования индийских розничных инвесторов выявлено, что при выборе инвестиционных паев они ориентируются на историческую доходность, размер активов, возраст фонда, издержки инвестирования (вознаграждение УК, надбавки/скидки за покупку/продажу инвестиционных паев, прочие) [128].

Еще одно исследование розничных инвесторов из Индии выявило, что наибольшее влияние на выбор тех определенных паевых фондов оказывают их характеристики (например, налогообложение, историческая и текущая доходность, ликвидность, размер первоначальных вложений), которые назвали 35,4% респондентов. На втором месте – уровень доверия к УК, включающий в себя такие показатели, как имидж, информирование о деятельности паевого фонда и его прозрачность (16,7%). Следующим по значимости фактором инвестиционной привлекательности паевых фондов

является удобство обслуживания (10,9%) – механизм быстрого рассмотрения жалоб и быстрота реакции со стороны управляющего фондом. Наименьшее влияние на инвестиционную привлекательность паевых фондов оказывает принадлежность паевых фондов к определенной «семье», которую назвали 7,4% респондентов [151].

То, что значимое влияние на выбор фондов в Индии оказывают характеристики паевых фондов, связанные с налоговыми льготами, уровнем риска, текущей доходностью и ликвидностью, подтверждено в работе [146].

Наконец, еще одно исследование в этой стране выяснило, что инвестиционное поведение индийских домохозяйств в наибольшей степени объясняется характеристиками взаимных фондов (текущая доходность, риск, состав и структура активов, комиссии паевого фонда). На втором месте по значимости – сведения об УК (деловая репутация, опыт топ-менеджеров, инфраструктура, служба поддержки), а наименьшее влияние на выбор определенных взаимных фондов оказывает уровень услуг (схемы инвестирования, количество каналов дистрибуции инвестиционных паев, оперативность рассмотрения жалоб и другие) [148].

Суммируя данные результаты, укажем, что влияние на инвестиционный выбор розничных инвесторов в Индии оказывают в основном характеристики доходности, риска, ликвидности паевых фондов, уровень налоговых льгот, в то время как сведения об УК, характеризующие уровень предоставления услуг с их стороны и степень развития инфраструктуры рынка коллективных инвестиций, менее значимы.

Растущий поток исследований направлен на оценку инвестиционных предпочтений розничных инвесторов в Китае. Одно из них определяет факторы притока средств населения в паевые фонды: издержки инвестирования и историческую доходность [168].

В другом подчеркивается, что китайские инвесторы активно полагаются при принятии решений на рейтинги качества управления активами паевых фондов. В ходе анализа ежемесячной доходности 2658 китайских

взаимных фондов акций за 2009-2019 гг., получивших максимальный рейтинг (пять звезд) от информационно-аналитического агентства Morningstar China, авторы приходят к выводу, что среднемесячная доходность отобранных Morningstar взаимных фондов превышает выгоду от приобретения паев индексного фонда Harvest Shanghai-Shenzhen 300 (0,55% против 0,37%), который широко используется в качестве бенчмарка на китайском рынке коллективных инвестиций [98].

Согласно исследованию международного PR-агентства FleishmanHillard за 2023 г., опросившего 250 специалистов в области инвестиций, финансов и банковского дела, на инвестиционную привлекательность взаимных фондов, которыми управляют зарубежные менеджеры, среди китайских розничных инвесторов в наибольшей степени оказывают влияние такие факторы, как финансовые показатели УК, опыт и деловая репутация профессионального управляющего, инвестиционная стратегия взаимного фонда [154].

Пин Чжан, З. Лва и Дж. Лю подтверждают, что характеристики китайских паевых фондов, связанные с текущей и исторической доходностью, оказывают весомое влияние на инвестиционный выбор населения [169]. Также они свидетельствуют о наличии положительной связи между притоком средств розничных инвесторов в финансовые инструменты рынка коллективных инвестиций и наличием «звездного» рейтинга УК от Morningstar.

Таким образом, розничные инвесторы в Китае, в большей мере, чем в США и в Индии, полагаются при принятии инвестиционных решений на сведения об УК. При этом, как и в случае с американскими пайщиками, они активно используют рейтинги качества управления активами и услуги робо-эдвайзеров для получения информации о паевых фондах, а также такие каналы дистрибуции инвестиционных паев, как НИК и маркетплейсы, которые пользуются популярностью у 43% и 46% розничных инвесторов, соответственно [98; 154].

Кроме того, китайский рынок коллективных инвестиций имеет ряд специфических особенностей, связанных с возникновением так называемого «эффекта умных денег». Используя преимущества открытой архитектуры дистрибуции инвестиционных паев, подкрепленной широким набором информационных продуктов, китайским инвесторам доступна опция выбора между более результативными и менее результативными паевыми фондами. Это могло быть одним из факторов успеха китайского рынка коллективных инвестиций, избыточная доходность которого в последнее десятилетие держится на высоком значении (около 8% годовых) [170].

Анализ зарубежных исследований, ориентированный на рынки США, Индии и Китая, показывает, что инвестиционным поведением розничных инвесторов движет схожий набор факторов, которые уместно рассматривать как детерминанты спроса на инструменты коллективного инвестирования. При этом исследователи, как правило, не проводят концептуального согласования между характеристиками, определяющими инвестиционную привлекательность паевого фонда, и условиями, обеспечивающими финансовую доступность рынка коллективных инвестиций для массового инвестора. Для целей настоящего исследования необходимо провести четкое концептуальное согласование этих понятий, как отражающих определенные стороны взаимодействия розничного инвестора с рынком коллективных инвестиций и находящихся в логической взаимосвязи — инвестиционная привлекательность формирует мотивацию к инвестированию, а финансовая доступность создает для этого практическую возможность.

Для начала приведем перечень факторов финансовой доступности рынка коллективных инвестиций, выявленных автором:

1) открытость архитектуры дистрибуции инвестиционных паев, а именно независимость каналов продаж от привязки к управляющему агенту, непрерывность доступа, свобода смены дистрибьютора без потери качества управления. Она охватывает доминирующие способы и каналы приобретения и погашения инвестиционных паев паевого фонда, а также элементы и

механизмы обеспечивающей инфраструктуры индустрии ПИФ/взаимных фондов и ETFs;

Примечание – Открытость архитектуры дистрибуции инвестиционных паев – это характеристика рынка, при которой розничный инвестор имеет возможность свободно выбирать канал приобретения и погашения паев (биржевая площадка, маркетплейс, брокерская организация, прямая продажа от УК и другие), менять дистрибьютора без потери качества управления активами и без дополнительных издержек, получать полную и сопоставимую информацию о паевых фондах, а также возможность выбора среди широкой линейки инвестиционных стратегий.

2) финансовые издержки владения инвестиционными паями, а именно среднегодовая комиссия за управление ПИФ, единоразовые надбавки/скидки при покупке/погашении инвестиционных паев, брокерские комиссии, порог входа в паевой фонд, а именно минимальная сумма, необходимая для приобретения инвестиционного пая, и другие;

3) нефинансовые издержки владения инвестиционными паями, а именно время исполнения заявок на приобретение, погашение и обмен инвестиционных паев, а также наличие снимающих когнитивную нагрузку с инвесторов элементов информационной инфраструктуры, таких как рейтинги качества управления активами фондов, роботы-советники и прочие.

Обоснованием для такого выделения служат положения теории транзакционных издержек, концепция барьеров входа из теории отраслевых рынков и наличие альтернативных, технологически связанных каналов, обеспечивающих возможность выбора, а роль этих факторов заключается в переопределении понятия «финансовая доступность рынка коллективных инвестиций» как минимальной зависимости выбора от сдерживающих издержек и порогов входа.

Концептуальное согласование финансовой доступности и инвестиционной привлекательности приобретает завершённый характер лишь при введении дополнительного фактора – открытости архитектуры дистрибуции инвестиционных паев, которая позволяет более взвешенно объяснять инвестиционное поведение и более корректно сопоставлять разные

рынки. Можно заметить, что данный фактор слабо представлен в академических исследованиях. Так, в противоположность точке зрения З. Ивковича и С. Вайсбеннера [125], объяснявших привязанность инвесторов к «домашнему» фонду налоговыми и поведенческими факторами, введение данного фактора позволяет объяснять подобную привязанность преобладанием закрытой модели продаж. Независимость каналов дистрибуции, непрерывность доступа и свобода смены дистрибьютора устраняют инфраструктурные барьеры, делая более выгодным переключение между паевыми фондами.

Наиболее продвинутой позицию в рассматриваемом вопросе занимает А.Е. Абрамов, показывающий в работе с соавторами, что даже высокая доходность и низкие комиссии не гарантируют вовлечения инвесторов, если каналы доступа контролируются ограниченным кругом агентов [62]. Таким образом, именно открытость архитектуры дистрибуции является звеном, связывающим доступность и привлекательность.

Также важно отметить, что проблема доступности проявляется в контексте доступности к качественно подаваемой информации и в контексте когнитивной способности инвесторов обрабатывать эту информацию в процессе принятия решений. Даже квалифицированные инвесторы не избегают ошибок в оптимизации издержек из-за поведенческих искажений (об этом говорится в работе Дж. Чой, Д. Лайбсон и Б.К. Мадриан [100]). Еще сложнее массовому розничному инвестору, в особенности в условиях плохой организации информационной инфраструктуры, отсутствия в ее составе существенных элементов, таких как рейтинги качества управления активами фондов, в условиях недостаточного развития сервисов, снимающих часть когнитивной нагрузки с инвестора, таких как роботы-советники.

Кроме того, необходимо уточнить трактовку инвестиционной привлекательности паевого фонда. Как уже было отмечено ранее, в научной литературе сложился устойчивый подход к оценке инвестиционной привлекательности паевых фондов через идентификацию статистически

значимых детерминант их эффективности управления, выраженной преимущественно через избыточную и историческую доходность. Данный методологический подход является общепризнанным в современной финансовой науке и служит основой для построения наиболее известных и авторитетных рейтинговых систем Morningstar, Lipper, Zacks Investment Research и других.

В настоящем исследовании мы следуем этой устоявшейся методологии, при этом помимо традиционных факторов (например, риск, ликвидность, репутация УК и другие), мы включаем в нее стабильность цены инвестиционного пая, минимизацию когнитивных барьеров, социально ответственное инвестирование, валютную диверсификацию и регулярность получения пассивного дохода, а также рассматриваем их влияние не только на избыточную доходность, но и на СЧА, которая является критичным значением для демонстрации рентабельности деятельности УК.

Примечания

1 Последние три фактора отражают долгосрочные предпочтения массового инвестора, которые не отмечались в анализе зарубежных юрисдикций.

2 Выбор избыточной доходности в качестве ключевого критерия обусловлен ее приоритетным статусом в эмпирических исследованиях эффективности управления активами и подтвержденной способностью служить объективным индикатором качества портфельных решений профессиональных управляющих.

Такой подход, в отличие от сведения привлекательности исключительно к сравнению с альтернативными вложениями (доходностью безрисковых активов или банковских депозитов), позволяет учесть многообразие рыночных, институциональных и поведенческих факторов, формирующих ценность паевого фонда для инвестора, и соответствует сложившейся научной традиции.

Наилучшее согласование доступности и привлекательности достигается, на наш взгляд, в условиях открытой распределительной сети и полнофункциональной обеспечивающей инфраструктуры индустрии ПИФ,

что подробно рассматривается в пункте 1.2, позволяя массовому инвестору сохранять привлекательные условия входа/выхода по издержкам, доходности, риску и другим показателям. Именно открытость дистрибуции, реализуемая через развитую инфраструктуру, выступает механизмом, который обеспечивает взаимно усиливающее взаимодействие финансовой доступности и инвестиционной привлекательности. Анализ финансовых и нефинансовых издержек, возникающих у розничного инвестора при использовании различных каналов приобретения и погашения инвестиционных паев, представлен в пункте 1.3.

1.2 Предпосылки и этапы формирования открытой архитектуры дистрибуции инвестиционных паев и обеспечивающей инфраструктуры индустрии ПИФ

На концептуальном уровне развитие рынка коллективных инвестиций объясняется теорией принципала-агента и информационной асимметрии.

Концепция принципала-агента была сформирована М. Дженсенем и У. Меклингом [108]. Ее понимание в отношении рынка коллективных инвестиций заключается в том, что брокерские организации/УК (агенты) и розничные инвесторы/пайщики (принципалы) имеют разные стимулы и неодинаковый доступ к информации о фактическом уровне риска, качестве активов ПИФ, строгости соответствия стратегии инвестирования, заявленной в декларации фонда, и так далее. Пайщики не информируются о действиях профессионального управляющего по пересмотру структуры портфеля между отчетными датами. Это порождает проблемы информационной асимметрии и некачественного управления.

Информационная асимметрия порождает проблему неблагоприятного отбора. На рынке коллективных инвестиций она особенно остро проявляется в странах с закрытой моделью продаж паевых фондов. Закрытая модель продаж способствует появлению на рынке высокорискованных и

низкодоходных паевых фондов с высокими издержками, сдерживая тем самым развитие рынка коллективных инвестиций [101]. Помимо неблагоприятного отбора асимметрия информации порождает конфликты интересов между розничными инвесторами, профессиональными управляющими паевыми фондами и брокерскими организациями. Асимметрия информации вместе с неблагоприятным отбором негативно сказываются на развитии рынка коллективного инвестирования, затормаживая темпы привлечения средств в фонды.

Обозначенные проблемы обусловили поиск их решения. Один из центральных механизмов решения заключался в переходе от закрытой архитектуры дистрибуции к открытой [110]. В США этот процесс был осуществлен регулятором (Комиссией по ценным бумагам и биржам, далее – SEC) при участии рейтинговых агентств, брокерско-дилерских компаний и прочих. Результатом стали система прозрачной информации, более доверительные отношения между инвесторами и поставщиками услуг, более высокая мотивация инвесторов для входа на рынок [140].

С точки зрения М.П. Финка, к наиболее важным драйверам развития американского рынка коллективных инвестиций и повышения его финансовой доступности/инвестиционной привлекательности для розничных инвесторов в XX веке относятся [155]:

1) развитие законодательной базы, направленной на защиту интересов розничных инвесторов и профессиональных участников, включающей в себя четыре основных закона: Закон о ценных бумагах (1933 г.), Закон о торговле ценными бумагами (1934 г.), Закон о налогообложении доходов (1936 г.) и Закон об инвестиционных компаниях (1940 г.). Надежная система регулирования, эффективный регулирующий орган в лице SEC и твердая приверженность отрасли защите прав розничных и институциональных инвесторов позволили укрепить доверие общественности к рынку коллективных инвестиций и минимизировать барьеры для входа;

2) формирование новых каналов дистрибуции инвестиционных паев и видов финансовых инструментов. Взаимные фонды, а со временем и ETFs, зародившиеся в 1993 г., стали доступны в США через множество посредников, как напрямую от УК и брокерских организаций, так и через независимого инвестиционного консультанта (далее – НИК) (1985 г.) и систему маркетплейсов (1992 г.). Стимулировали спрос на рынке коллективных инвестиций и пенсионные планы, спонсируемые корпорациями, такие как, например, план 401(k), появившийся в результате принятия Закона о налоговых сборах (1978 г.), а также государственные пенсионные планы – 403(b), 457(b) и другие. Подобные нововведения сформировали многоуровневую и прозрачную систему пенсионного обеспечения, основанную на инвестировании пенсионных активов работника во взаимные фонды и ETFs, которыми управляют различные УК. В результате количество американских домохозяйств, инвестирующих во взаимные фонды, увеличилось с 5,7% до 37% в 1980-1997 гг., а их доля в общем владении активами взаимных фондов составила 78% (22% у институциональных инвесторов);

3) появление новых источников финансирования расходов управляющих паевыми фондами, таких как, например, правило 12b-1 (1980 г.), согласно которому взаимные фонды имеют право ежегодно относить на издержки до 1,25% среднегодовой стоимости активов для покрытия расходов, связанных с продажей своих акций.

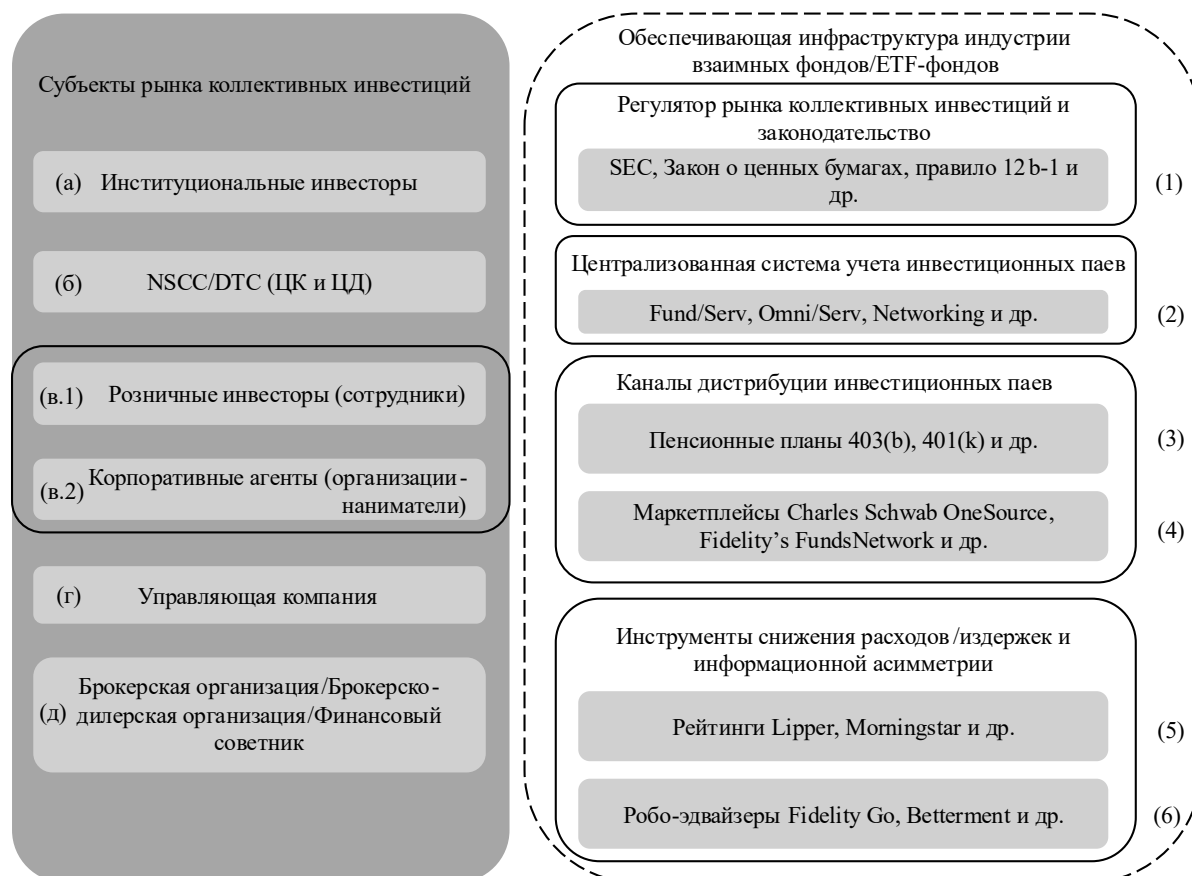
Еще одним драйвером развития индустрии взаимных фондов и ETFs стало развитие информационной инфраструктуры. Одними из признанных и востребованных продуктов здесь являются рейтинги качества управления активами паевых фондов. Информационно-аналитическое агентство Morningstar, является в настоящее время одним из мировых лидеров в области предоставления клиентам аналитических отчетов и рейтингов взаимных фондов на основе «звезд». Этот продукт способствует снижению информационной асимметрии и решению проблемы неблагоприятного

отбора, предоставляя розничным инвесторам возможность выбора среди широкого перечня паевых фондов с учетом их инвестиционных потребностей и толерантности к риску.

Кроме того, значимым стимулом развития индустрии взаимных фондов и ETFs в США, как отмечается в работе А.Е. Абрамова [60], стало создание централизованной системы расчетов по сделкам с инвестиционными паями взаимных фондов Fund/Serv (1986 г.). Данная система формирует технологические условия для беспрепятственной выдачи и погашения паев взаимных фондов через любых брокеров. Система позволяет снизить издержки проведения инвестиционных операций, создавая полноценную технологическую и экономическую основу для открытости архитектуры дистрибуции инвестиционных паев.

Описанные выше положения, касающиеся механизмов обеспечения финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов, могут быть суммированы с помощью термина «обеспечивающая инфраструктура индустрии ПИФ/взаимных фондов и ETFs», под которой в рамках данного исследования понимается система институтов (участников) и регулятивных механизмов, обеспечивающая доступность рынка коллективных инвестиций и инвестиционную привлекательность инструментов коллективного инвестирования, минимизируя транзакционные издержки и поддерживая каналы дистрибуции инвестиционных паев в условиях открытой модели продаж.

Представим схему взаимодействия субъектов рынка коллективных инвестиций США в рамках обеспечивающей инфраструктуры индустрии взаимных фондов/ETFs на рисунке 1.



Примечания:

1 – (а) аккумулируют взносы (в.1), опираясь на инфраструктуру (2), и направляют их во взаимные фонды/ETF-фонды через (3);
 2 – (б) является объектом прямого регулирования (1), выступает создателем и оператором (2), обеспечивает исполнение решений со стороны (3) и (6), обрабатывает заявки на покупку паев через (4);
 3 – (в.1) получают правовую защиту от недобросовестного поведения субъектов рынка коллективных инвестиций благодаря (1), транзакции (в.1) проходят через (2), (в.1) отчисляют часть зарплаты в (3), направляя ее на приобретение паев, используют (4) в качестве «витрины» взаимных фондов/ETF-фондов, применяют (5) для выбора наиболее результативных взаимных фондов/ETF-фондов, используют (6) для подбора инвестиционного портфеля и получения персонализированных рекомендаций;

4 – (в.2) обязуются действовать в интересах сотрудников в соответствии с требованиями (1), выбирают провайдера (3), утверждая список доступных взаимных фондов/ETF-фондов и организуя автоматические отчисления из зарплаты;
 5 – (г) регистрируется в (1), обязуясь раскрывать полную информацию и следовать ограничениям, подключается к (2), принимая заявки на покупку/погашение паев от (д), старается попасть в список (3), заключает договоры с (4), чтобы взаимных фонды/ETF-фонды появились на «полках», предоставляет данные для получения (5), может создавать портфели-модели для (6);
 6 – (д) регистрируются в (1), сдавая квалификационные экзамены и проходя ежегодные проверки, подключаются к (2), отправляя заявки на покупку/погашение паев в (г), могут выступать провайдером (3) для (в.2), подключают своих клиентов или создают собственные (4) и (6), используют (5) для анализа и сравнения взаимных фондов/ETF-фондов

Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Схема взаимодействия субъектов рынка коллективных инвестиций США в контуре обеспечивающей инфраструктуры индустрии взаимных фондов/ETFs

Приведем дополнительные комментарии к представленной выше схеме:

1) институциональные инвесторы, прежде всего пенсионные фонды, выступают одновременно ключевыми пользователями обеспечивающей

инфраструктуры индустрии взаимных фондов/ETFs, опирающимися на Fund/Serv, и ее неотъемлемым элементом – через механизм пенсионных планов (401(k), 403(b) и другие), придавший рынку коллективных инвестиций массовый характер;

2) NSCC/DTC формируют единое клирингово-расчетное пространство, служащее технологической основой функционирования всех шести механизмов обеспечивающей инфраструктуры индустрии взаимных фондов/ETFs – от системы Fund/Serv до робо-эдвайзеров. Данные структурные элементы обеспечивают: а) снижение рисков для пайщиков, б) ликвидность инвестиционных паев, в) массовую дистрибуцию инструментов;

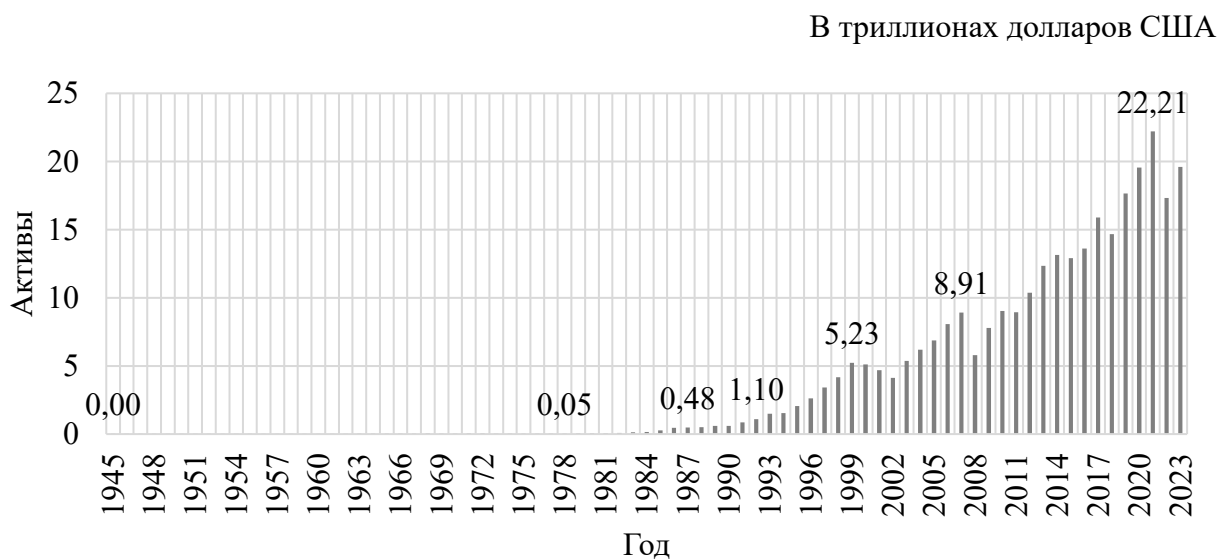
3) розничные инвесторы взаимодействуют преимущественно с «верхними» слоями обеспечивающей инфраструктуры индустрии взаимных фондов/ETFs – маркетплейсами, робо-эдвайзерами, рейтинговыми системами и пенсионными планами;

4) корпоративные агенты (организации-наниматели) выступают ключевыми субъектами подключения розничных инвесторов (сотрудников) к системе пенсионных планов. Как инвесторы, так и корпоративные агенты не имеют прямого контакта с централизованными клиринговыми механизмами, которые действуют как «скрытый» технологический слой, обеспечивающий низкие транзакционные издержки и гарантии проведения расчетов;

5) УК занимают центральное положение во взаимодействии с обеспечивающей инфраструктурой индустрии взаимных фондов/ETFs. Они подключаются к Fund/Serv для автоматизации расчетов, размещают свои взаимные фонды и ETFs на маркетплейсах и у робо-эдвайзеров, конкурируют за получение высоких рейтингов качества управления активами от рейтинговых агентств и за включение в список пенсионных планов. Кроме того, они несут полную регуляторную нагрузку со стороны SEC. Таким образом, УК выступают одновременно поставщиком взаимных фондов и ETFs для всех каналов дистрибуции и зависимым пользователем инфраструктурных услуг;

б) брокерско-дилерские организации и финансовые советники выполняют функцию профессионального шлюза между розничными инвесторами и обеспечивающей инфраструктурой индустрии взаимных фондов/ETFs. Они подключаются к Fund/Serv, создают собственные маркетплейсы и робо-эдвайзеры, используют рейтинги качества управления активами для обоснования инвестиционных рекомендаций своим клиентам, участвуют в обслуживании пенсионных планов и несут прямую регуляторную или фидуциарную ответственность перед SEC и клиентами.

На рисунке 2 представлена динамика величины активов под управлением американских взаимных фондов в 1945-2023 гг., а также показаны локальные максимумы, предшествовавшие пузыря доткомов 2000 г., мировому финансовому кризису 2008 г. и геополитическому кризису, начавшемуся в 2022 г.



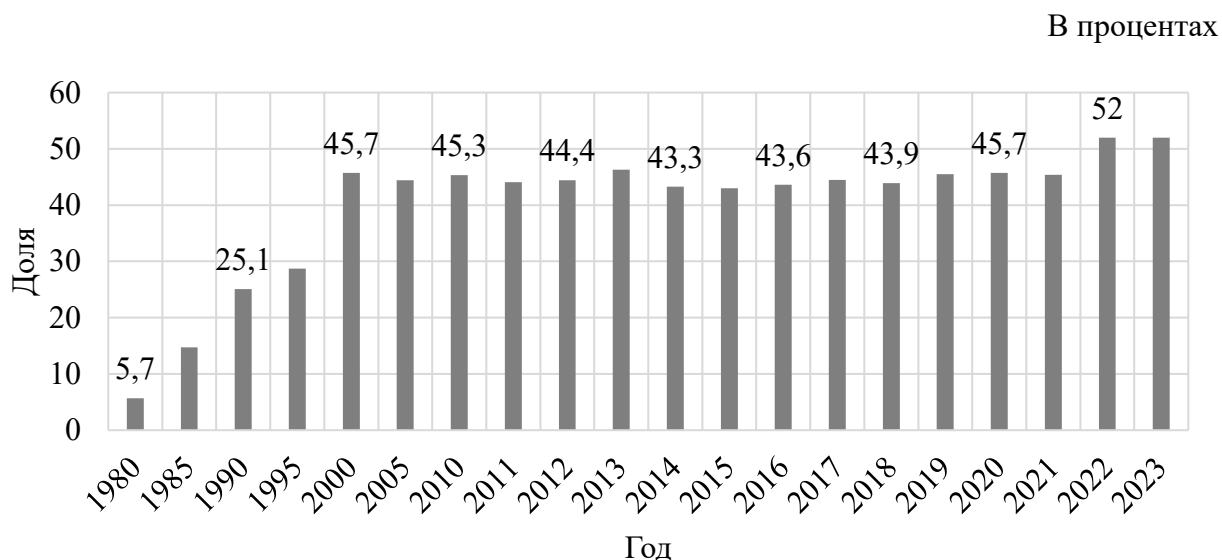
Источник: составлено автором по материалам [11].

Рисунок 2 – Динамика активов взаимных фондов США (1945-2023 гг.)

Анализ представленных эмпирических данных позволил выявить следующее: среднегодовые темпы роста индустрии взаимных фондов и ETFs в США в период осуществления реформ на рынке коллективных инвестиций и перехода к открытой архитектуре дистрибуции инвестиционных паев (1978-1992 гг.) являлись наивысшими за всю историю наблюдений – около

25,6% ежегодно, в то время как в среднем за 1945-2023 гг. данный показатель составлял только 15%.

На рисунке 3 представлена доля американских домохозяйств, владеющих взаимными фондами в США за 1980-2023 гг.



Источник: составлено автором по материалам [152].

Рисунок 3 – Доля домохозяйств, владеющих взаимными фондами, в США (1980-2023 гг.)

Анализ этой статистики обнаруживает:

1) существенное расширение социальной базы индустрии коллективных инвестиций (доля домохозяйств, владеющих акциями взаимных фондов, растет с 5,7% до 52%);

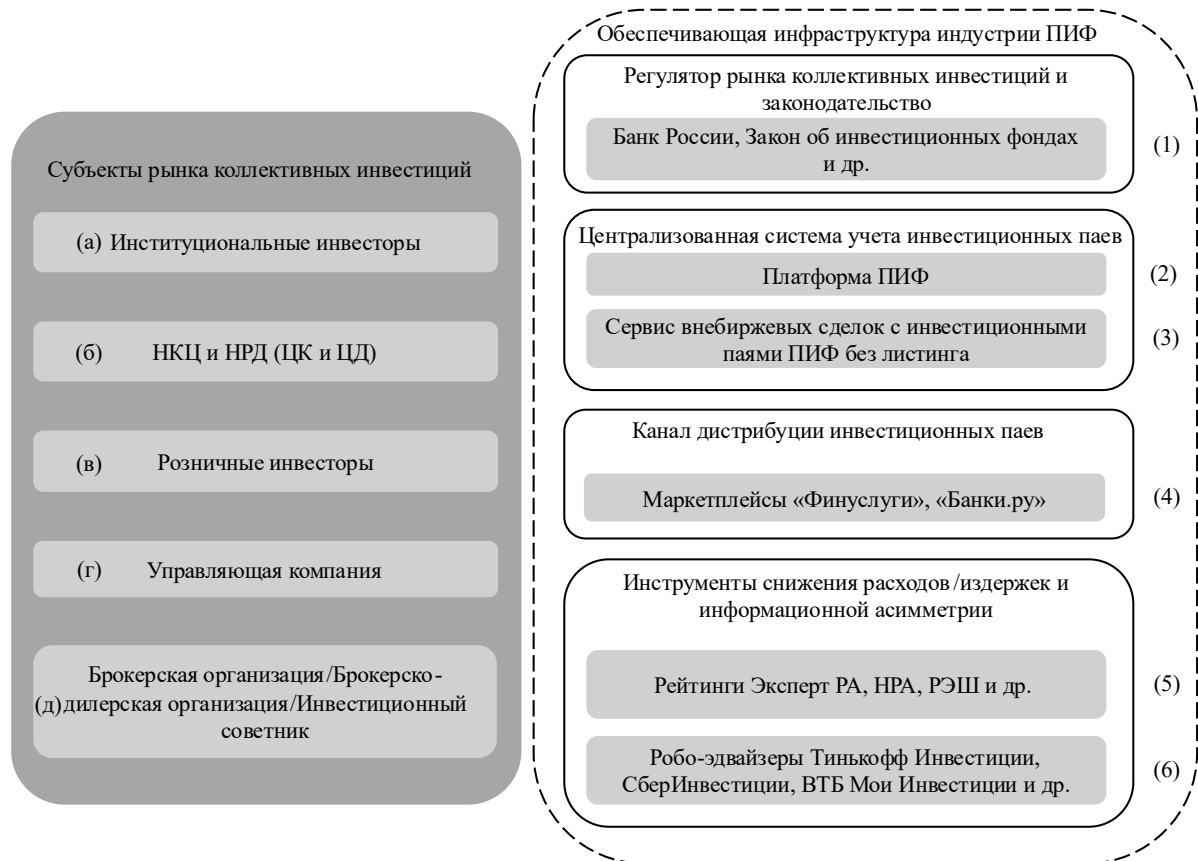
2) корреляцию наиболее интенсивного роста (в 4,5 раза в 1980-1990-е гг.) с проведением системных институциональных преобразований, включая регулятивные меры SEC и развитие обеспечивающей инфраструктуры индустрии ПИФ, направленных на снижение транзакционных издержек и информационной асимметрии для розничных инвесторов;

3) переход рынка к фазе зрелости (показатель находится на стабильном уровне с 2000 по 2023 г.).

Детальный анализ архитектуры дистрибуции инвестиционных паев в России является предметом параграфа 2.1. В рамках текущего

теоретического анализа открытой модели продаж охарактеризуем основные элементы обеспечивающей инфраструктуры индустрии ПИФ в России.

Представим на рисунке 4 схему взаимодействия субъектов рынка коллективных инвестиций в России в контуре обеспечивающей инфраструктуры индустрии ПИФ.



Примечания:

- 1 – (а) аккумулируют взносы (в), опираясь на инфраструктуру (2) и (3), и напрямую направляют их в паевые фонды;
- 2 – (б) являются объектом прямого регулирования (1), обеспечивают функционирование (2), обеспечивают исполнение решений со стороны (3) и (6), обрабатывает заявки на покупку паев через (4);
- 3 – (в) получают правовую защиту от недобросовестного поведения субъектов рынка коллективных инвестиций благодаря (1), транзакции (в) проходят через (2) и (3), могут использовать (4) в качестве «витрины» паевых фондов, могут применять (5) для выбора наиболее результативных паевых фондов, могут использовать (6) для подбора инвестиционного портфеля и получения персонализированных рекомендаций;
- 4 – (г) регистрируется в (1), обязуясь раскрывать полную информацию и следовать ограничениям, подключается к (2), принимая заявки на покупку/погашение паев от (д), может заключать договоры с (4), чтобы паевые фонды появились на «полках», может предоставлять данные для получения (5), может создавать портфели -модели для (6);
- 5 – (д) регистрируются в (1), сдавая квалификационные экзамены и проходя ежегодные проверки, могут подключаться к (2) и (3), отправляя заявки на покупку/погашение паев в (г), могут создавать собственные (6), могут использовать (5) для анализа и сравнения паевых фондов

Источник: составлено автором.

Рисунок 4 – Схема взаимодействия субъектов рынка коллективных инвестиций России в контуре обеспечивающей инфраструктуры индустрии ПИФ

Сравнительный анализ схем взаимодействия субъектов рынка коллективных инвестиций США и России в контуре обеспечивающей инфраструктуры индустрии ПИФ/взаимных фондов и ETFs позволил выявить два ключевых различия:

1) в США центральным элементом обеспечивающей инфраструктуры индустрии взаимных фондов/ETFs, позволившим вовлечь сбережения населения на рынок коллективных инвестиций, стали пенсионные планы (401(k), 403(b) и 457(b)) и налоговые вычеты по ним, распространенные на инвестиционные паи. В России аналог пенсионных планов 401(k) отсутствует: накопительная пенсионная система претерпела существенные изменения (с 2014 г. введен мораторий на ее формирование); вычеты на взнос и доход, доступные при инвестировании в ценные бумаги, функционируют на основе механизма индивидуальных инвестиционных счетов (далее – ИИС). Кроме того, негосударственные пенсионные фонды (далее – НПФ) не имеют механизма автоматического внесения взносов с заработной платы в паевые фонды;

2) несмотря на то, что в России создан ряд механизмов обеспечивающей инфраструктуры индустрии ПИФ, активного использования этих механизмов нет. Обратим внимание на следующие несоответствия между целями формирования открытой модели продаж и фактической степенью развития обеспечивающей инфраструктуры индустрии ПИФ:

2.1) маркетплейсы (например, «Финуслуги» и Банки.ру) имеют ограниченную продуктовую линейку ПИФ, их услуги не интегрированы с независимыми рейтинговыми агентствами и сервисами робо-эдвайзинга. Предлагаемые метрики оценки эффективности управления зачастую слабо структурированы и не связаны с рейтингами качества управления активами. Это затрудняет принятие решений розничными инвесторами;

2.2) робо-эдвайзеры значительно уступают зарубежным аналогам по глубине автоматизации и широте инвестиционных алгоритмов, они

предлагаются как закрытые конструкторы внутри одной брокерской организации и/или УК;

2.3) существующие рейтинги качества управления активами в России фактически воспроизводят логику оценки кредитоспособности банковских институтов, будучи механически перенесенными на рынок коллективных инвестиций, что не делает их релевантными для использования при выборе инструментов коллективного инвестирования;

2.4) электронная площадка Платформа ПИФ запущена в 2024 г., а сервис внебиржевых сделок без листинга – в 2025 г., что создает временной лаг между созданием ЦСУ ИП ПИФ и ее использованием со стороны профессиональных участников.

Примечания

1 Большинство российских робо-эдвайзеров («Финансовый автопилот», «Робот-Советник» от ВТБ, «Ак Барс Подбор программ инвестиций», «Персональный финансовый помощник» от Альфа-Капитал и другие) предлагают инвестиционные стратегии, ограниченные инструментами собственной УК, а также неперсонализированные сервисы пассивного инвестирования, предлагающие лишь типовые стратегии.

2 Методика Эксперт РА присвоения рейтингов качества управления активами ПИФ использует для оценки ПИФ те же разделы, что и для анализа банковских организаций: организация инвестиционной деятельности, организация системы управления рисками, управление операционными рисками и другие. Структура методики НРА изначально ориентирована на оценку «бизнес-рисков» и «финансовых рисков», что является классикой кредитного анализа. Даже оценка управления качеством активов подчинена логике выявления кредитных рисков и возможности отзыва лицензии.

3 Сервис НРД для обмена электронными документами и проведения операций с инвестиционными паями паевых фондов. Платформа служит единой площадкой для взаимодействия брокерских организаций, номинальных держателей, УК, регистраторов и другие.

Результаты анализа эволюции обеспечивающей инфраструктуры индустрии ПИФ в России, раскрывающие периодизацию развития ее механизмов и институтов в контексте решения текущих и перспективных проблем с финансовой доступностью рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательностью паевых фондов, приведены в таблице 3.

Таблица 3 – Периодизация развития обеспечивающей инфраструктуры индустрии ПИФ в контексте преодоления информационных, финансовых и технологических барьеров

Механизм	Этап	Институт	Вклад в финансовую доступность и инвестиционную привлекательность
1	2	3	4
Регулятивная защита прав участников рынка ценных бумаг и субъектов рынка коллективных инвестиций	1 Закон «О рынке ценных бумаг» (1996 г.); 2 Принятие Закона «Об инвестиционных фондах» (2001 г.); 3 Передача функций Федеральной службы по финансовым рынкам Банку России, переход к модели мегарегулятора (2013 г.); 4 Введение требований к раскрытию информации о ПИФ и УК (2014 г.); 5 Введение требований к раскрытию информации о ключевых информационных документах и правилах доверительного управления (КИД, ПДУ) (2021 г.)	Финансовые регуляторы (Банк России, Министерств финансов и другие)	1 Снижение информационных и транзакционных издержек: обязательное раскрытие состава активов ПИФ, комиссий и других, унификация КИД с ПДУ; 2 Снижение цены входа: нормативное ограничение надбавок и скидок со стороны УК; 3 Создание нормативно-правовой базы для открытой модели продаж: создание правовой базы для Платформы ПИФ, маркетплейсов и робо-эдвайзеров и других
Рейтинговые системы оценки качества управления активами ПИФ	1 Основание первых рейтинговых агентств Эксперт РА, НРА и других (1997 г.); 2 Появление реестра рейтинговых агентств от Банка России (III квартал 2016 г.)	Рейтинговые агентства (Эксперт РА, НРА и другие)	1 Снижение информационных и транзакционных издержек: стимулирование УК к повышению информационной прозрачности сведений о ПИФ для получения более высокого рейтинга; 2 Фильтрация ПИФ по эффективности управления со стороны УК: скрининг инвестиционных результатов ПИФ по ряду метрик

Продолжение таблицы 3

1	2	3	4
Маркетплейсы (финансовые платформы)	1 Появление первых финансовых платформ и их уход с рынка коллективных инвестиций (2004-2022 гг.): «Цивилизация 41» (2004- 2008 гг.), «Алемар ПИФ» (2008 г.), «Финансовая платформа» от СД Инфинитум (2018-2022 гг.); 2 Запуск финансовых платформ «Финуслуги» от Московской биржи и Банки.ру (2020-2021 гг.)	Операторы финансовых платформ (Банки.ру, Московская биржа и другие)	1 Снижение инфраструктурных издержек: консолидация предложений ПИФ от разных УК в рамках единой финансовой платформы, 2 Снижение информационных и транзакционных издержек: предоставление дополнительных сведений о ПИФ с использованием информационно- аналитических сервисов
Робо-эдвайзеры	1 Появление робо- эдвайзеров FinEx и других (2016 г.); 2 Установление требований к автоматическим программам по инвестконсультированию со стороны Банка России (2021 г.)	Брокерские организации	1 Снижение транзакционных и информационных издержек: упрощение доступа к инструментам коллективного инвестирования и преодоление страха в принятии инвестиционных решений
Централизован- ная система учета и расчетов по сделкам с инвестиционным и паями	1 Появление пилотного проекта ЦСУ ИП ПИФ (2016-2017 гг.); 2 Запуск Платформы ПИФ (III квартал 2024 г.); 3 Запуск сервиса для внебиржевых сделок с инвестиционными паями ПИФ без листинга (IV квартал 2025 г.)	НРД	1 Снижение инфраструктурных издержек: использование единого ИТ-решения со стороны УК для осуществления операций с инвестиционными паями; 2 Снижение издержек ликвидности: обеспечение торговли инвестиционными паями, которые не допущены к основному биржевым торгам

Источник: составлено автором по материалам [4; 7; 45; 48].

Следует констатировать, что вплоть до 2024 г. модель продаж на российском рынке коллективных инвестиций носила преимущественно закрытый характер, несмотря на некоторые попытки построения моделей паевых супермаркетов, осуществленные в первой половине 2000-х годов. В настоящее время отрасль находится в фазе активного развития, обусловленного введением элементов открытой архитектуры дистрибуции инвестиционных паев. Это касается, прежде всего, таких инициатив, как маркетплейс «Финуслуги» (Московская биржа) и Платформа ПИФ (НРД).

Сформированные к настоящему времени в России и США институциональные условия и обеспечивающая инфраструктура предопределяют принципиально разные конфигурации каналов дистрибуции инвестиционных паев. Представим детальное сопоставление этих конфигураций, а также связанных с ними финансовых и нефинансовых издержек для розничных инвесторов в параграфе 1.3.

Важно также подчеркнуть, что формирование открытой архитектуры дистрибуции инвестиционных паев в России не ограничивается развитием внебиржевых каналов. Качественно новым направлением выступает биржевой канал, который стал динамично развиваться со второй половины 2024 г. после запуска торгов инвестиционными паями ОПИФ на Московской бирже. В отличие от традиционной модели, при которой приобретение паев классических ПИФ возможно только через УК или ее агентов, биржевой канал предоставляет инвестору возможность совершать сделки с паями через стандартный брокерский счет в режиме реального времени, аналогично торговле акциями и облигациями.

Биржевой канал обладает рядом преимуществ с точки зрения финансовой доступности и инвестиционной привлекательности. Во-первых, он устраняет необходимость выстраивания отдельного договорного и технологического взаимодействия между брокерской организацией и каждой УК: достаточно прохождения брокером процедуры листинга на бирже и предоставления клиентам доступа к торгам. Биржевая площадка выступает

в роли универсального интегратора, формирующего единую среду встречи спроса со стороны клиентов брокерских организаций и предложения в виде инвестиционных паев различных УК. Во-вторых, биржевой канал обеспечивает прозрачность ценообразования за счет рыночного механизма формирования цены пая и способствует конкуренции между паевыми фондами, что стимулирует УК к снижению комиссий. В-третьих, функционирование биржевого канала в рамках единой технологической базы Группы «Московская Биржа», включающей торговую площадку, центрального контрагента (далее – ЦК) в лице НКЦ и центральный депозитарий (далее – ЦД) в лице НРД, создает институциональные предпосылки для интеграции биржевого и внебиржевого контуров дистрибуции, что в совокупности формирует уникальную двухконтурную модель, не имеющую аналогов в мировой практике. Детальный анализ данной модели и ее сравнение с зарубежными аналогами представлены в параграфе 2.1.

1.3 Сравнительный анализ каналов дистрибуции инвестиционных паев и их влияние на доступность и привлекательность инвестирования в паевые фонды

В параграфах 1.1 и 1.2 было обосновано, что финансовая доступность и инвестиционная привлекательность паевых фондов согласуются через открытость архитектуры дистрибуции, реализуемую с помощью институтов и механизмов обеспечивающей инфраструктуры индустрии ПИФ/взаимных фондов и ETFs. Одним из ключевых звеньев обеспечивающей инфраструктуры выступают каналы дистрибуции инвестиционных паев. Раскроем степень влияния модели дистрибуции и связанных с ней институтов и инфраструктуры на доступность и привлекательность инструментов коллективного инвестирования.

До проведенных в конце XX века реформ, состоявших из формирования обеспечивающей инфраструктуры индустрии взаимных

фондов и ETFs, основным каналом дистрибуции инвестиционных паев являлись прямые продажи через УК. Существует несколько взглядов в научной литературе и среди научно-исследовательских организаций на роль каналов дистрибуции.

Дж. Чалмерс, Д. Бергстрессер и П. Туфано показывают, что существуют два канала дистрибуции – прямые продажи через УК и с использованием услуг брокерско-дилерских организаций, а также два вида клиентов паевых фондов – индивидуальные инвесторы и организованная группа физических или юридических лиц. К последнему виду относятся продажи с использованием пенсионных планов и счетов. По их мнению, несмотря на более высокие комиссии и прочие расходы инвестирования в паевой фонд для розничных инвесторов, пользующихся услугами брокерско-дилерских организаций, они не предлагают клиентам весомых преимуществ по сравнению с каналом прямых продаж, за исключением рекомендации молодых (менее 3 лет) и небольших по суммарной СЧА (около 100 млн долл. США) паевых фондов, которые потребителям было бы сложно найти и проанализировать при непосредственном обращении к УК [97].

М. Буллард, Г. Фризен и Т. Сапп также выделяют два вышеуказанных канала дистрибуции инвестиционных паев и делают вывод, что клиенты, прибегающие к услугам брокерских организаций и НИК на основе активной стратегии управления портфелем из взаимных фондов демонстрируют более низкие результаты инвестирования, чем пользователи прямого канала дистрибуции инвестиционных паев и пассивной стратегии [95].

АСА Group, в свою очередь, выделяет, во-первых, канал прямых продаж – непосредственно у агента УК или с помощью инвестиционной платформы, во-вторых, канал финансовых посредников – брокерско-дилерские организации, банковские организации и НИК [165].

Классификация от Дж. Хаслема значительно расширяет перечень каналов дистрибуции инвестиционных паев, выделяя пенсионные планы и счета в отдельную категорию, разграничивая услуги брокерских и дилерских

организаций, предоставляющих клиентам полный спектр услуг, от маркетплейсов, обеспечивающих преимущественно исполнение поручений и предоставление рейтингов качества управления активами паевых фондов [119]. В интересах настоящего исследования основу составляет классификация ICI, так как она является наиболее полной и всеобъемлющей.

Систематизируем ключевые характеристики существующих каналов дистрибуции инвестиционных паев в таблице 4.

Таблица 4 – Виды каналов дистрибуции инвестиционных паев для розничных инвесторов

Канал дистрибуции	Клиенты	Организаторы услуг	Способы транзакций	Продаваемые фонды
Прямые продажи	Розничные инвесторы	УК	Личный кабинет пайщика на сайте УК, посещение офисов продаж	Взаимные фонды одной УК
НИК	Розничные инвесторы	Брокерско-дилерские организации с полным спектром услуг	Поручение брокерам-дилерам, банкам и/или агентствам	Взаимные фонды от нескольких УК
Пенсионные планы/счета	Участники пенсионных программ/владельцы пенсионных счетов	Спонсоры планов, корпоративные агенты/брокерско-дилерские организации с полным спектром услуг	Поручение администратору планов/поручение брокеру-дилеру	Ограниченный набор взаимных фондов, выбранный спонсором плана или корпоративным агентом/взаимные фонды от нескольких УК
Маркет-плейсы	Розничные инвесторы, инвестиционные консультанты	Брокерско-дилерские организации с полным спектром услуг	Поручение брокерам-дилерам	Взаимные фонды от нескольких УК

Источник: составлено автором по материалам [149].

В последние десятилетия каналы дистрибуции инвестиционных паев существенно менялись. Так, согласно эмпирическим данным, по состоянию на 2002 г. структура каналов дистрибуции инвестиционных паев взаимных фондов США характеризовалась доминированием сегмента НИК или независимых брокеров-дилеров, на который приходилось около 55%

активов. Доли прямых продаж и пенсионных планов варьировались в диапазоне 12-16%, тогда как на маркетплейсы приходилось 5% активов. Результаты опросов домохозяйств того периода свидетельствовали о наибольшей востребованности пенсионных планов/счетов и НИК (48% и 37% респондентов, соответственно), при минимальном спросе на прямые продажи (10%) и маркетплейсы (5%) [105].

К 2023 г., согласно данным ICI, произошли структурные сдвиги в потребительских предпочтениях. Популярность канала НИК с возросла с 37% до 46%. Одновременно наблюдалась более динамичная положительная тенденция продаж через УК и маркетплейсы, совокупная доля которых увеличилась практически вдвое – до 28% [166].

Анализ данного феномена нашел отражение как в зарубежных, так и в российских научных трудах. Согласно позиции Хаслема, маркетплейсы предлагают клиентам многочисленные взаимные фонды без нагрузки (англ. «no-load mutual funds») от различных УК, что способствует их конкуренции, а также сравнению эффективности управления с опорой на дополнительную информацию от информационно-аналитических сервисов – рейтинговые шкалы, образовательные ресурсы, инвестиционные исследования и другие [119].

Примечание – Фонд без нагрузки – это взаимный фонд, инвестиционные паи которого продаются напрямую клиентам без взимания брокерской комиссии. В то же время может взиматься комиссия 12b-1 для покрытия операционных расходов и затрат на проведение маркетинговых исследований [18].

А.Е. Абрамов, в свою очередь, акцентировал внимание на двух механизмах формирования обеспечивающей инфраструктуры на рынке коллективных инвестиций – электронного трансфер-агента Fund/Serv и робо-эдвайзинга. Так, в 2004-2021 гг. стоимость сделок, осуществленных с использованием автоматизированной системы, увеличилась с 1,5 до 8,5 трлн. долл. США, а доля сделок Fund/Serv в общем объеме сделок

с инвестиционными паями взаимных фондов выросла в 1,6 раза – с 50% до 81,7%.

Первые робо-эдвайзеры появились в 2008 г. Их разработчики в США активно сотрудничают с маркетплейсами (пример маркетплейса Fidelity's FundsNetwork и робо-эдвайзера Fidelity Go) и УК. Аналогичные системы успешно создаются в Европе на базе расчетно-клиринговой организации Euroclear – Euroclear FundsPlace [90].

Примечание – Робо-эдвайзеры – это автоматизированные компьютерные программы, предоставляющие набор услуг без прямого участия инвестиционных советников, например, составление и управление портфелем из взаимных фондов и ETFs от имени клиента, инвестиционное консультирование и алгоритмизированная торговля на рынке коллективных инвестиций [87].

Очевидным преимуществом робо-эдвайзеров перед НИК является отсутствие конфликта интересов, так как инвестиционные советники получают вознаграждение за свою деятельность и при продаже паевых фондов, не отвечающих интересам клиентов [99]. Кроме того, робо-эдвайзеры, как правило, более рентабельны с точки зрения затрат, достаточно индивидуализированы и доступны на круглосуточной основе. В то же время они обладают рядом недостатков, связанных с недостаточной гибкостью из-за использования устаревших алгоритмов и низким уровнем технологий, используемых разработчиками.

Маркетплейсы, в свою очередь, устраняют недостатки канала прямых продаж через УК, проявляющиеся в виде отсутствия возможности выбора многочисленных взаимных фондов и ETFs от различных УК, а также устраняют недостатки НИК и пенсионных планов, связанные с наличием конфликта интересов из-за человеческого фактора, а также более высокими вознаграждениями за инвестиционные рекомендации, содействие в выборе паевого фонда и осуществление его управления. Кроме того, они демонстрируют клиентам более широкий функционал, связанный с предложением автоматизированных систем робо-эдвайзинга,

отслеживанием рейтингов качества управления активами паевых фондов и так далее.

В приложении А представлены действующие схемы продаж паевых фондов в России и США с указанием финансовых и нефинансовых издержек, характерных для каждого открытого или закрытого канала дистрибуции инвестиционных паев: в случае России – банковских и брокерских организаций, маркетплейсов и прямых продаж через УК; в случае США – пенсионных планов, индивидуальных пенсионных счетов, независимых брокеров-дилеров, маркетплейсов и прямых продаж через УК.

В ходе анализа американская открытая модель дистрибуции инвестиционных паев для розничных инвесторов эмпирически установлена и верифицирована. Промежуточное положение занимают открытые каналы (независимые брокеры-дилеры и маркетплейсы), предлагающие при умеренных комиссиях (около 0,40%) широкий продуктовый ряд (свыше 10 тыс. фондов) и сбалансированное информационное сопровождение. Канал прямых продаж через УК демонстрирует низкую стоимость (до 0,33%), но узкий ассортимент и отсутствие независимого консультирования. Таким образом, в американской модели выявлена следующая особенность: каждый канал представляет собой институциональную конфигурацию, при которой преимущества по одному виду затрат систематически сопровождаются ростом другого типа затрат. Данная эмпирически подтвержденная тенденция в такой аналитической рамке – с разделением издержек на финансовые и нефинансовые и их сопоставлением в разрезе конкретных каналов дистрибуции применительно к рынкам коллективных инвестиций США и России – не получала систематического освещения в доступной литературе.

Анализ российской модели дистрибуции инвестиционных паев позволяет вскрыть ее гибридный формат с выраженным доминированием продаж через аффилированные с УК банковские и брокерские организации. Представим его результаты:

1) преобладающий канал – аффилированные с УК банковские и брокерские организации – характеризуется финансовыми и нефинансовыми издержками, которые существенно выше, чем в США: комиссии за управление на уровне 2,25% и 0,90% для ОПИФ и БПИФ против 0,30-0,50% для взаимных фондов акций в США; предложение преимущественно собственных инвестиционных паев; отсутствие интеграции с рейтинговыми агентствами; ограниченный функционал робо-эдвайзеров и другие;

2) независимые маркетплейсы («Финуслуги», Банки.ру) на текущем этапе демонстрируют более высокую среднюю комиссию за управление (более чем на 1 процентный пункт выше в среднем, чем у банковско-брокерского канала), однако именно они формируют конкурентную среду и открытую архитектуру дистрибуции инвестиционных паев, позволяя сопоставлять финансовые продукты различных УК. Нефинансовые издержки здесь снижаются за счет использования функционала Платформы ПИФ, но сохраняются проблемы неполноты механизма скрининга, отсутствия встроенных рейтингов качества управления активами ПИФ и интеграции с робо-эдвайзерами;

3) пенсионный канал в России институционально не сформирован: аналоги 401(k) отсутствуют, а ИИС и программа долгосрочных сбережений (ПДС) не обеспечивают системного притока долгосрочного капитала.

Резюмируя, сохраняющееся доминирование аффилированных с УК каналов в условиях гибридной модели порождает высокие нефинансовые издержки, перевешивающие относительно низкие явные комиссии. Маркетплейсы и независимые брокеры-дилеры представляют собой наиболее перспективные инструменты преодоления этих барьеров, но требуют дальнейшего развития – расширения аналитического функционала, внедрения независимых рейтингов качества управления активами ПИФ и повышения информационной прозрачности сведений о ПИФ и УК.

Таким образом, можно сделать вывод, что складывающаяся открытая модель продаж паевых фондов на развитых рынках обусловлена: 1) высокой

конкуренцией со стороны провайдеров; 2) наличием механизмов продвижения продажи паев для институциональных инвесторов, в первую очередь связанных с пенсионной системой; 3) грамотной ценовой политикой и диверсификацией со стороны финансовых посредников. Ее развитие продолжается в связи с появлением новых каналов дистрибуции инвестиционных паев, сбалансированных с точки зрения финансовых и нефинансовых издержек – маркетплейсов и независимых брокеров-дилеров.

На наш взгляд, создание аналога американской открытой модели дистрибуции инвестиционных паев для розничных инвесторов в России в настоящее время затруднено по различным причинам:

1) отсутствие пенсионных планов для массового пользователя с автоматическим перечислением взносов в ПИФ;

2) высокая концентрация банковских структур в каналах дистрибуции инвестиционных паев, препятствующая появлению независимых игроков;

3) наличие институционального барьера, выражающегося в ограниченном ассортименте ПИФ от разных УК в рамках единого канала продаж. Бизнес-модель независимых брокеров-дилеров требует агрегации тысяч паевых фондов от сотен УК на одной платформе, однако в условиях российского рынка коллективных инвестиций это затруднено: большинство финансовых посредников не заинтересованы в раскрытии своего ассортимента и конкуренции с другими УК, опасаясь оттока клиентов и потери комиссионного дохода;

4) недостаточный объем активов под управлением для окупаемости инвестиций в получение рейтингов качества управления активами ПИФ от независимых рейтинговых агентств, а также в разработку собственных маркетплейсов и робо-эдвайзеров.

Однако отдельные элементы, присущие американской открытой модели дистрибуции инвестиционных паев (например, маркетплейсы, робо-эдвайзеры и рейтинги качества управления активами), могут развиваться

в России в рамках кооперации субъектов рынка коллективных инвестиций – Московской биржи, НРД, управляющих компаний и Банка России.

Об их уровне значимости в контексте решения проблем финансовой доступности и инвестиционной привлекательности свидетельствует ряд исследований:

1) маркетплейсы. Предоставление розничным инвесторам доступа к паевым фондам без нагрузки от различных УК через финансовые платформы способствует повышению доходности вложений, усиливая их инвестиционную привлекательность. В исследовании Дж. Куле и Р. Поупа, охватившем от 418 до 8127 взаимных фондов с нагрузкой и без за 1984-1997 гг., установлено, что к 1997 г. показатели 1-, 5- и 10-летней доходности для фондов без нагрузки (с нагрузкой) составили 14,4%, 11,5% и 11,7% против 12,5%, 10,5% и 11,3%, соответственно [131]. М. Мори на выборке из 635 взаимных фондов (334 фонда без нагрузки и 301 фонд с нагрузкой) за 1993-1997 гг. также подтвердил, что даже без учета комиссий финансовых посредников среднемесячная доходность фондов без нагрузки превышает аналогичный показатель фондов с нагрузкой (0,93% против 0,92%) [141]. Вместе с тем, на американском рынке коллективных инвестиций крупнейшие брокерские платформы, такие как Fidelity, Charles Schwab и другие, с 2024 г. начали взимать с УК плату за размещение ETFs на своих маркетплейсах, достигающую 15% от годового вознаграждения за управление, а в случае отказа – вводить дополнительные сборы с конечных инвесторов [114]. Тем самым маркетплейсы, будучи инструментом открытой модели продаж, могут воспроизводить элементы закрытости, если их деятельность не сопровождается прозрачным и недискриминационным регулированием. Данный опыт свидетельствует, что развитие инфраструктуры индустрии ПИФ требует не только технологических и организационных решений, но и постоянного мониторинга со стороны мегарегулятора;

2) комиссия 12b-1. Введение данной комиссии, направленной на покрытие маркетинговых издержек и затрат на дистрибуцию,

представлялось целесообразным на начальных этапах развития рынка коллективных инвестиций, когда альтернативные каналы дистрибуции еще не получили широкого распространения. Однако пайщики не извлекают выгоды из данной комиссии в форме снижения коэффициента расходов или уменьшения волатильности потоков, а основным бенефициаром выступает УК, достигая роста СЧА [163]. Отмечается, что взаимные фонды, взимающие комиссию 12b-1, демонстрируют более низкую операционную эффективность управления при одновременном увеличении притока денежных средств [106]. Обобщая результаты предшествующих исследований, Дж. Хаслем рекомендует отказаться от комиссии 12b-1, поскольку в современных условиях рост активов не является проблемой для УК, тогда как высокий уровень комиссии снижает гибкость взаимных фондов и их доходность для пайщиков [122];

3) система Fund/Serv. Внедрение электронного трансфер-агента Fund/Serv способствовало сокращению комиссионных, административных и операционных издержек, повышая финансовую доступность коллективных инвестиций для розничных инвесторов. За период 1996-2023 гг. средний коэффициент расходов для американских взаимных фондов акций снизился с 1,04% до 0,42%, для смешанных фондов – с 1,45% до 1,16%, для облигационных фондов – с 1,09% до 0,83%. В сегменте ETFs за 2015-2023 гг. коэффициент расходов для активных фондов уменьшился с 0,65% до 0,39%, для пассивных – с 0,22% до 0,13% [158]. При этом наблюдается эффект экономии за счет масштаба: удельные расходы на администрирование снижаются по мере роста активов под управлением [120];

4) развитие систем робо-эдвайзинга, замещающих непосредственное взаимодействие с профессиональными управляющими и НИК, обеспечивает розничным инвесторам дополнительные инвестиционные и налоговые преимущества. Б. Эдвардс полагает, что робо-эдвайзеры способствуют перетоку активов из взаимных фондов с высокими комиссионными издержками, снижая совокупную стоимость управления и повышая

доходность инвесторов [109]. А. Росси и С. Уткус на выборке из более чем 80 тыс. респондентов за 2015-2018 гг. подтверждают, что использование робо-эдвайзинга повышает риск-скорректированную доходность за счет ребалансировки портфеля и перераспределения средств из активных фондов с высокими комиссиями в индексные фонды с пассивными стратегиями [150];

5) рейтинги качества управления активами взаимных фондов и ETFs. Их присвоение оказывает положительное влияние на приток средств розничных инвесторов. П. Ткач и Д. Герсио установили, что высокие рейтинги (от 4 звезд и выше) Morningstar приводят к притоку средств во взаимные фонды на рынке США, тогда как взаимные фонды с низкими рейтингами (менее 3 звезд) испытывают отток средств [157]. В. Путтонен и соавторы подтверждают данные результаты для рынка коллективных инвестиций в Финляндии: на фонды с максимальным рейтингом приходится около 80% общего притока средств, а на фонды с минимальным рейтингом – только 5%, что свидетельствует о значимом влиянии рейтинговых оценок на стимулирование спроса со стороны населения [147].

В целом анализ соответствия российской архитектуры дистрибуции инвестиционных паев целям формирования открытой модели продаж позволяет сделать ряд следующих выводов:

1) российская модель дистрибуции инвестиционных паев сочетает в себе элементы открытой и закрытой архитектур. К элементам, соответствующим открытой модели продаж, относятся: функционирование Платформы ПИФ, а также существование маркетплейсов. Последствия функционирования закрытой модели продаж в 1990-2020-х годах, в свою очередь, включают в себя: ограниченный аналитический инструментарий маркетплейсов; фокусирование рейтингов качества управления активами на кредитоспособности УК, а не на эффективности управления активами ПИФ; неразвитость сервисов робо-эдвайзинга; отсутствие налоговых стимулов, ориентированных на долгосрочное владение инвестиционными паями; высокую цену владения и высокий порог входа для значительной части

ОПИФ; проблему сопоставимости результатов управления различными ПИФ и так далее;

2) перечисленные противоречия препятствуют полноценному использованию функционала обеспечивающей инфраструктуры индустрии ПИФ и развитию рынка коллективных инвестиций в области повышения финансовой доступности и инвестиционной привлекательности. В сложившихся регуляторных и институциональных условиях наиболее значимые из них, характеризующиеся наличием потенциала для практического улучшения, будут детально рассмотрены в рамках дальнейшего исследования.

Далее в параграфе 2.1 мы исследуем уникальный опыт формирования в России двухконтурной модели дистрибуции инвестиционных паев.

Выводы по главе 1

В рамках первой главы достигнуты следующие результаты:

1) расширено понятие «финансовая доступность» применительно к рынку коллективных инвестиций, а также предложено концептуальное согласование понятий «финансовая доступность» и «инвестиционная привлекательность» путем введения и обоснования нового сущностного признака – открытости архитектуры дистрибуции инвестиционных паев, а именно независимости каналов от привязки к управляющему агенту, непрерывности доступа и свободы смены дистрибьютора без потери качества управления активами. Финансовая доступность переопределяется как возможность свободного выбора канала, времени и агента взаимодействия, а инвестиционная привлекательность дополняется критериями стабильности цены инвестиционного пая, минимизации когнитивных барьеров, социально ответственного инвестирования, валютной диверсификации и регулярности получения пассивного дохода;

2) на основе анализа зарубежных исследований из США, Индии, Китая систематизированы факторы инвестиционной привлекательности, которые в параграфе 2.2 составят основу эконометрических моделей. Выделены три фактора финансовой доступности, выполняющие роль фильтров входа на рынок: открытость архитектуры дистрибуции инвестиционных паев, цена владения инвестиционными паями и порог входа в паевой фонд;

3) введено понятие обеспечивающей инфраструктуры индустрии ПИФ/взаимных фондов и ETFs как системы институтов (участников) и регулятивных механизмов, обеспечивающая доступность рынка коллективных инвестиций и инвестиционную привлекательность инструментов коллективного инвестирования, минимизируя транзакционные издержки и поддерживая каналы дистрибуции инвестиционных паев в условиях открытой модели продаж;

4) классифицированы каналы дистрибуции инвестиционных паев:
 а) прямые продажи через офисы УК, мобильные приложения и личные кабинеты на официальных сайтах УК; б) дистрибуция инвестиционных паев через НИК; в) использование финансовых платформ, функционирующих на основе интеграции рейтингов качества управления активами взаимных фондов и ETFs, в том числе с задействованием услуг робо-эдвайзеров; г) оформление индивидуальных пенсионных планов с корпоративными агентами, а также открытие индивидуальных пенсионных счетов. Оценен уровень финансовых и нефинансовых издержек для розничного инвестора в США и России при вложении средств в паевые фонды через описанные каналы дистрибуции;

5) проведен анализ влияния пяти ключевых механизмов обеспечивающей инфраструктуры индустрии ПИФ/взаимных фондов и ETFs на финансовую доступность и инвестиционную привлекательность: маркетплейсов (повышение исторической доходности для пайщиков за счет фондов без нагрузки), комиссии 12b-1 (негативное влияние на операционную эффективность управления инструментами коллективного инвестирования),

системы Fund/Serv (сокращение операционных расходов УК), робо-эдвайзеров (повышение риск-скорректированной доходности для пайщиков) и рейтингов качества управления активами (стимулирование притока средств в паевые фонды с максимальным рейтингом).

Примечание – Однако реализация указанных преимуществ зависит от недискриминационного характера тарифной политики маркетплейсов и отсутствия монопольных злоупотреблений, что подтверждается опытом США, где с 2024 г. крупнейшие платформы вроде Fidelity, Schwab и другие взимают с УК плату за размещение ETFs, создавая риски переложения издержек на конечных инвесторов.

Глава 2

Состояние и тенденции развития индустрии паевых инвестиционных фондов в России в фокусе доступности и привлекательности

2.1 Анализ архитектуры дистрибуции инвестиционных паев в России

Российская архитектура рынка инвестиционных паев характеризуется поступательной эволюцией и в настоящее время представляет собой гибридную модель, сочетающую элементы открытой и закрытой архитектур, с постепенным усилением открытых каналов дистрибуции. Складывавшаяся длительное время модель продаж характеризовалась как закрытая: «инвестиционные агенты предлагали инвестиционные паи только аффилированным с ними УК, что усиливало конфликт интересов и ограничивало предложение инвестиционных паев розничным инвесторам» [43].

В середине 2000-х годов в России предпринимались попытки создания сети супермаркетов ПИФ. В числе известных проектов – «Цивилизация 41», «Алемар ПИФ». Однако к 2008-2009 гг. эти проекты закрылись [54]. В определенной мере это можно связывать с падением рынков и оттоком клиентов, связанными с мировым финансовым кризисом. Однако важно увидеть и другие причины этой неудачи. На наш взгляд, есть три таких причины:

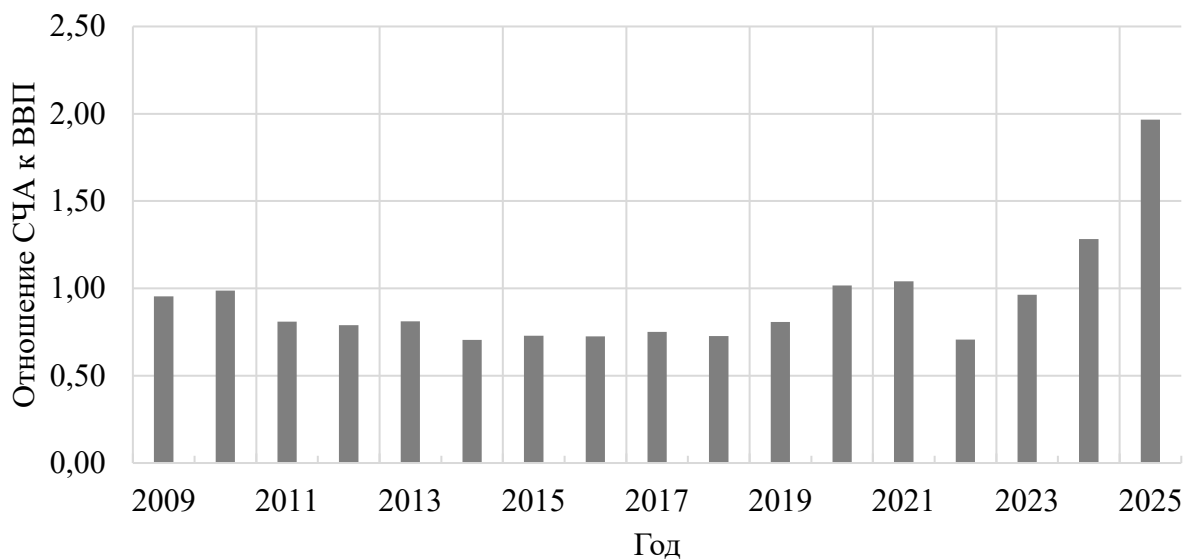
1) давление закрытой модели дистрибуции, состоящее в отказе крупных УК, представленных банковскими организациями, от сотрудничества с маркетплейсами из-за нежелания конкурировать с небольшими по размеру игроками;

2) стратегические ошибки продвижения в России бизнес-модели финансовых супермаркетов. Провал этих проектов состоял в недостаточном разнообразии ассортимента, представленного инвестиционными паями УК из третьего-четвертого эшелона, и низком уровне доверия со стороны розничных инвесторов;

3) отсутствие централизованной системы обработки заявок на приобретение, погашение и обмен инвестиционных паев ПИФ.

На этом фоне ключевым каналом дистрибуции инвестиционных паев в России на протяжении длительного периода времени оставались банковские и брокерские организации, функционирующие в рамках преимущественно закрытых каналов. Это следует связывать с традиционно сильными позициями банков в России – характерной чертой континентальной финансовой системы. По мнению ряда исследователей, в банковском секторе России сформировалась модель олигополии, распространившей свою практику на большинство смежных секторов финансовых услуг, контролируемых банковскими группами [68].

Статистика активов банковского сектора и фондового рынка подтверждает банковскую ориентированность российского финансового сектора. По данным Банка России на декабрь 2025 г. отношение капитализации фондового рынка к ВВП составило 24,1% (январь 2022 г. – 46,5% ВВП), в то время как отношение активов банковских организаций к ВВП значительно выше и находится на уровне 90% [40]. Что касается отношения СЧА ПИФ к ВВП, то на декабрь 2025 г. оно составило 1,97% (для сравнения, в США – свыше 140% ВВП, в Германии – свыше 80%) [41]. В целом за 2009-2025 гг. данный показатель варьировался в пределах 0,70-1,97%, что отображено на рисунке 5.



Источник: составлено автором по материалам [36; 41].

Рисунок 5 – Отношение СЧА ОПИФ, БПИФ, ЗПИФ и ИПИФ к ВВП (2009-2025 гг.)

Сформированную к настоящему времени модель дистрибуции паев правильно было бы называть гибридной, поскольку инвесторам в российские ПИФ доступна следующая комбинация каналов дистрибуции:

- 1) прямые продажи через УК и сеть их филиалов;
- 2) финансовые платформы (маркетплейсы) из реестра Банка России;
- 3) биржевая площадка (Москва);
- 4) агенты по выдаче и погашению инвестиционных паев от банковских и брокерских организаций.

Канал финансовых платформ (маркетплейсов) вместе с биржевым каналом начали свою историю развития в России совсем недавно. Они представляют качественно иную модель дистрибуции, нежели существовала в России до 2024 г., базируясь на принципах открытой модели продаж и централизованной инфраструктуры.

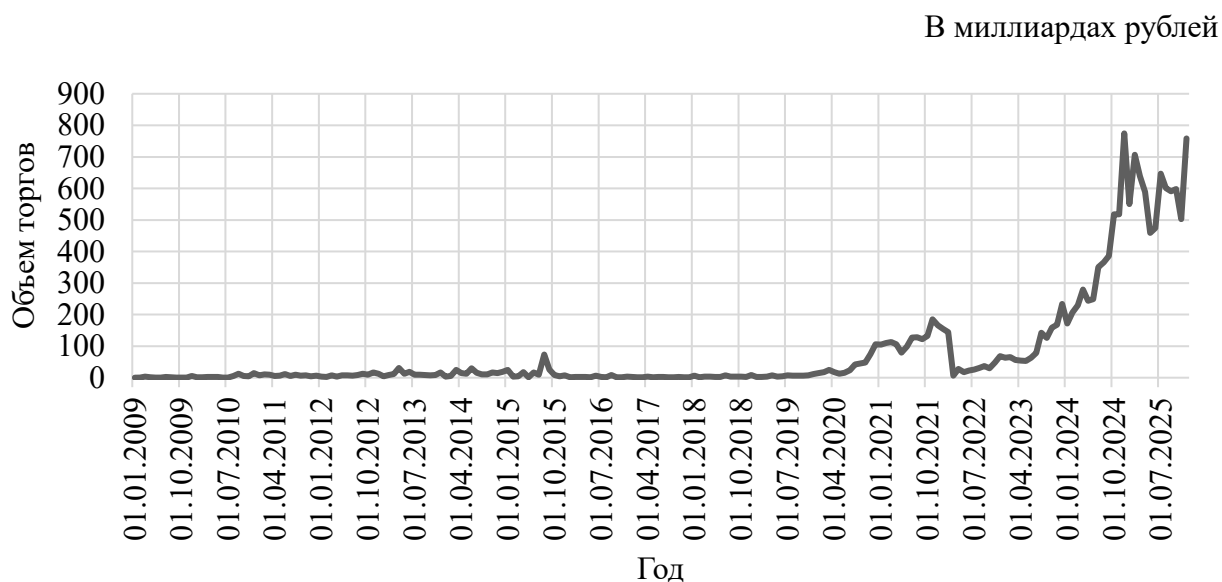
Механизм биржевой торговли на Московской бирже выступает динамично развивающимся каналом дистрибуции инвестиционных паев в России. Его развитие началось со второй половины 2024 г. с запуском торгов инвестиционными паями ОПИФ. Вывод ОПИФ на биржевую площадку

позволил предоставить розничным инвесторам возможность сочетать преимущества БПИФ, а именно приобретение инвестиционных паев через брокерскую организацию в режиме основных торгов, с сильными сторонами ОПИФ – активным управлением и повышенной ликвидностью, обеспечиваемой возможностью погашения паев напрямую в УК.

По состоянию на I квартал 2026 г., на фондовом рынке Московской биржи обращается свыше 220 ПИФ различных категорий, представленных 41 УК. В частности, зафиксирована следующая структура [25]:

- 1) 29 ОПИФ от 11 УК;
- 2) 32 ИПИФ от 19 УК;
- 3) 60 ЗПИФ от 22 УК;
- 4) 100 БПИФ от 18 УК.

Динамика объема биржевых торгов инвестиционными паями классических ПИФ и БПИФ приведена на рисунке 6.



Источник: составлено автором по материалам [57].

Рисунок 6 – Ежемесячный объем торгов инвестиционными паями ОПИФ, БПИФ, ЗПИФ и ИПИФ (2009-2025 гг.)

Данные, представленные на графике, демонстрируют взрывной рост динамики ежемесячного объема торгов инвестиционными паями классических ПИФ и БПИФ в 2023-2024 гг. Анализ позволяет выделить

переход от периферийной роли паевых фондов в структуре биржевого оборота вплоть до 2021 г., когда ежемесячные объемы торгов не превышали 100 млрд руб., к временному спаду после кризисных событий 2022-2023 гг. и, наконец, к ускоренному росту до 800 млрд руб. на пике 2025 г.

По данным НАУФОР, в первом полугодии 2025 г. совокупный биржевой оборот (без сделок РЕПО) по всем категориям ПИФ, обращающимся на Московской бирже, достиг 3,42 трлн руб. Основной объем сделок (3,33 трлн руб.) пришелся на сегмент БПИФ, где оборот вырос в 2,4 раза по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года [13]. Основными факторами наблюдаемого скачка состоят в росте популярности фондов денежного рынка: объем сделок физических лиц с паями указанных фондов за 2025 г. составил 3,9 трлн руб., увеличившись на 54% по сравнению с 2024 г., а среднедневной объем торгов достиг 13,4 млрд руб. (+35% к 2024 г.) [53]. Дополнительными катализаторами выступают снижение биржевых комиссий на 30% с III квартала 2025 г. и запуск сервиса внебиржевых сделок с паями без листинга с расчетами через ЦК.

В контексте анализа открытой архитектуры дистрибуции инвестиционных паев рассматриваемый канал предполагает следующий механизм взаимодействия: брокерской организации не требуется выстраивать отдельное договорное и технологическое взаимодействие с каждой УК. Достаточно прохождения брокерской организацией процедуры листинга на бирже и предоставления клиентам доступа к торгам. Тем самым биржевая площадка выступает в роли универсального интегратора, формирующего единую среду встречи спроса со стороны клиентов брокерских организаций и предложения в виде инвестиционных паев различных УК. Уникальный опыт торговли инвестиционными паями через централизованную инфраструктуру Московской биржи заключается в том, что клиент любой брокерской организации – через стандартный брокерский счет или прямой доступ к торгам – получает универсальный и технологичный доступ к инвестиционным паям.

В рамках рассмотрения механизмов дистрибуции инвестиционных паев ключевое значение приобретает сопоставление подходов к организации инфраструктуры, обеспечивающей возможность проведения сделок. Далее последовательно рассматриваются две модели расчетов, представленные на российском рынке коллективных инвестиций, а также их зарубежный аналог: 1) биржевая торговля паями с централизованным клирингом; 2) внебиржевой канал расчетов через инфраструктуру Московской биржи и НРД; 3) американский сервис для обработки и урегулирования сделок с взаимными фондами Fund/Serv, выступающий в качестве ключевого механизма обработки транзакций с инвестиционными паями.

Биржевая торговля инвестиционными паями ОПИФ, ЗПИФ, ИПИФ и БПИФ на Московской бирже встроена в стандартный биржевой цикл, характерный и для обращения эмиссионных ценных бумаг. Ключевыми элементами данной модели выступают ЦК и ЦД в лице НКЦ и НРД, которые принимают на себя кредитные риски, гарантируют исполнение обязательств по сделкам и ведут учет торгуемых инвестиционных паев.

Что касается механизма внебиржевых сделок с инвестиционными паями, то он использует ту же расчетную инфраструктуру, но отличается иной логикой исполнения, базирующейся на Платформе ПИФ, включающей в себя открытую модель продаж, централизацию учета инвестиционных паев и автоматизацию бизнес-процессов для УК.

Важнейшим нововведением для данной модели расчетов, существенно расширяющим внебиржевой канал, стал запуск Московской биржей в конце 2025 г. сервиса для заключения внебиржевых сделок с инвестиционными паями без листинга через ЦК. По оценкам Б.Н. Блохина [34], этот сервис повышает доступность внебиржевых операций с инвестиционными паями, не требующих листинга, для профессиональных участников и квалифицированных инвесторов. В свою очередь, УК получают возможность расширить дистрибуцию инвестиционных паев за счет заключения

внебиржевых сделок, что способствует росту ликвидности финансовых инструментов.

К ключевым особенностям сервиса относятся:

1) расчеты через ЦК. Принципиальной особенностью является проведение расчетов по сделкам через ЦК в лице НКЦ, что обеспечивает гарантии исполнения обязательств и снижает кредитные риски даже при внебиржевых сделках.

2) доступность. Сервис доступен всем профессиональным участникам рынка без необходимости дополнительного подключения. Операции купли-продажи паев во внебиржевых режимах разрешены квалифицированным инвесторам; неквалифицированные инвесторы вправе совершать исключительно продажу паев.

Сопоставление биржевой и внебиржевой моделей расчетов с инвестиционными паями паевых фондов представлено в таблице 5.

Таблица 5 – Сравнительный анализ биржевой и внебиржевой моделей расчетов с инвестиционными паями на российском рынке коллективных инвестиций

Критерий	Биржевая модель	Внебиржевая модель
1	2	3
Механизм исполнения	Анонимные встречные заявки через единый биржевой стакан	Переговорные двусторонние или адресные сделки с использованием Платформы ПИФ
Требования к ПИФ	Листинг паев на Московской бирже	Листинг не требуется, только наличие инвестиционных паев в обращении
ЦК	Да	1 Да, при использовании сервиса для заключения внебиржевых сделок с инвестиционными паями без листинга; 2 Нет, при использовании Платформы ПИФ
Принцип расчетов	DvP в рамках клирингового цикла	DvP или расчеты по факту обработки заявки вплоть до режима торгов T+1
Учет прав	Учет в НРД на счетах номинального держателя	Учет в НРД через Платформу ПИФ или в реестре владельцев инвестиционных паев УК
Доступность	Все категории инвесторов через брокерскую организацию	1 Все категории инвесторов через Платформу ПИФ; 2 Квалифицированные инвесторы через сервис для заключения внебиржевых сделок с инвестиционными паями без листинга
Скорость исполнения	Мгновенно в течение торговой сессии	От режима торгов T+1 и более

Продолжение таблицы 5

1	2	3
Ликвидность	Формируется через книгу лимитных заявок	Формируется адресно через операции с УК с использованием Платформы ПИФ или с помощью переговорных двусторонних сделок

Источник: составлено автором по материалам [44; 46].

С целью проведения сравнительного анализа обратимся к зарубежному опыту централизации расчетов с инвестиционными паями на рынке коллективных инвестиций. Своего рода отраслевым стандартом выступает система Fund/Serv, разработанная в США и поддерживаемая пост-трейдинговой, клиринговой и расчетной компанией, предоставляющей инфраструктурные услуги на финансовых рынках (DTCC). В отличие от российских моделей расчетов, Fund/Serv не предполагает наличия книги лимитных заявок или анонимного встречного исполнения, обеспечивая при этом снижение операционных издержек и являясь технологической основой для открытой американской архитектуры дистрибуции инвестиционных паев.

Отражение ключевых различий между российскими моделями расчетов с инвестиционными паями, основанными на биржевом и внебиржевом каналах, и американским сервисом представлено в таблице 6.

Таблица 6 – Сравнительный анализ российской и американской моделей открытой архитектуры дистрибуции инвестиционных паев

Критерий	Российский опыт (Московская биржа, Платформа ПИФ от НРД)	Опыт США (Fund/Serv от DTCC)
1	2	3
Тип системы	Двухконтурная: модель организованных торгов на биржевой площадке и Платформа ПИФ, в том числе сервис внебиржевых сделок с инвестиционными паями без листинга	Одноконтурная: централизованная система обработки транзакций и проведения расчетов
Механизм исполнения	Биржевой и внебиржевой	Исключительно внебиржевой
ЦК	Да/Нет	Да
Учет прав	Учет в НРД на счетах номинального держателя, через Платформу ПИФ или в реестре владельцев инвестиционных паев УК	Учет в реестрах владельцев инвестиционных паев УК или у трансфер-агентов

Продолжение таблицы 6

1	2	3
Принцип расчетов	DvP в рамках клирингового цикла или расчеты по факту обработки заявки вплоть до режима торгов T+1	С расчетами по факту обработки заявки (T+1 со II квартала 2024 г.)
Наличие вторичного рынка инвестиционных паев	Да (биржевая модель обеспечивает вторичное обращение инвестиционных паев)	Нет

Источник: составлено автором по материалам [44; 46; 117].

Представим на рисунке 7 функционально-институциональную структуру биржевой и внебиржевой торговли инвестиционными паями с расчетами через инфраструктуру Московской биржи и Платформы ПИФ.

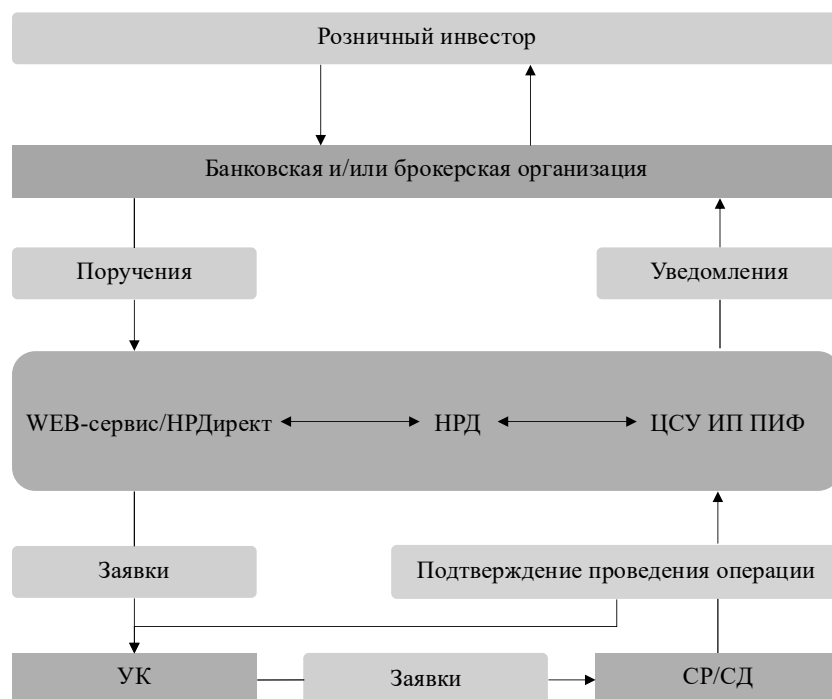


Источник: разработано автором.

Рисунок 7 – Архитектура биржевого и внебиржевого каналов дистрибуции инвестиционных паев

Построение рисунка 7 позволяет более четко и детализированно раскрыть особенности архитектуры дистрибуции инвестиционных паев в России, реализованные благодаря такому уникальному институциональному типу, как двухконтурная модель. В рамках этой модели биржевой и внебиржевой каналы функционируют на единой институциональной базе, представленной Московской биржей, НКЦ и НРД, но с различной логикой исполнения сделок. Биржевой канал обеспечивает анонимное исполнение в режиме реального времени с ЦК и расчетами по принципу DvP, тогда как внебиржевой канал, базирующийся на Платформе ПИФ и новом сервисе, предоставляет возможность проведения операций с инвестиционными паями без листинга, при этом с расчетами через ЦК. ЦК выступает общим звеном для обоих каналов, а их взаимодействие с НРД обеспечивает ведение реестра владельцев паев и контроль за соблюдением ПДУ. Соответствующие функции УК также представлены на схеме.

Дополним анализ представлением на рисунке 8 операционной модели ЦСУ ИП ПИФ.



Источник: составлено автором по материалам [45].

Рисунок 8 – Операционная модель ЦСУ ИП ПИФ

ЦСУ ИП ПИФ выполняет роль оператора обмена информацией между участниками рынка – розничными инвесторами, УК, банковскими и брокерскими организациями, специализированным регистратором (далее – СР) и специализированным депозитарием (далее – СД).

Важно отметить, что механизм маркетплейсов, который, как было сказано выше, на протяжении длительного периода находился в состоянии стагнации, выигрывает вследствие обсуждаемых институционально-технологических изменений. Ключевым фактором, сдерживавшим его развитие, выступало отсутствие централизованной системы учета инвестиционных паев. На момент запуска Платформы ПИФ в III квартале 2024 г. ассортимент паевых фондов на финансовых платформах отличался существенной ограниченностью: маркетплейс «Финуслуги» предоставлял доступ лишь к 14 ПИФ под управлением 4 УК [55]. Динамика развития платформы к концу 2025 г. демонстрирует положительную тенденцию: количество доступных к приобретению инвестиционных паев возросло до 44, а число представленных УК увеличилось до 8.

Итак, российская модель дистрибуции инвестиционных паев демонстрирует сочетание принципов биржевой ликвидности и внебиржевой гибкости в рамках двухконтурного гибрида, обладающий следующим рядом особенностей: 1) наличие сервиса для заключения внебиржевых сделок с инвестиционными паями без листинга через ЦК; 2) допуск классических ПИФ, прежде всего ОПИФ, к биржевым торгам и появление вторичного рынка инвестиционных паев классических ПИФ; 3) функционирование ЦСУ ИП ПИФ (Платформа ПИФ); 4) наличие единой технологической базы на рынке коллективных инвестиций (НЦК и НРД принадлежат Группе «Московская Биржа»).

Совокупность перечисленных элементов в рамках единой архитектуры, повторим, формирует уникальный институциональный тип, не имеющий аналогов в мировой практике. Сравнительный анализ присутствия указанных уникальных элементов в зарубежных юрисдикциях представлен в приложении

Б. Сформулируем результаты, следующие из этого анализа, отражающие различия российской и зарубежных моделей дистрибуции инвестиционных паев:

1) российская модель на текущий момент является единственной, в которой создан сервис, осуществляющий исполнение внебиржевых сделок с инвестиционными паями без листинга;

2) опыт допуска к биржевым торгам классических ПИФ (который имеет сегодня Россия) редок; он известен в отдельных странах, но с существенными ограничениями и особенностями: с обязательным маркетмейкером (Швейцария, Австралия), без рыночного ценообразования (Италия), с обращением в режиме, идентичном торгам акциями (Южная Корея) и так далее;

3) наличие централизованной системы учета инвестиционных паев (в России сегодня – это ЦСУ ИП ПИФ) является стандартом для развитых и развивающихся стран, за исключением европейских юрисдикций, например, Великобритании, Швейцарии и Ирландии, где она выполняет только функции ЦД без существования специализированной платформы для обработки операций с инвестиционными паями;

4) в большинстве рассмотренных стран сформирована унифицированная технологическая инфраструктура, в рамках которой биржевая площадка, ЦК и ЦД интегрированы в единую холдинговую структуру. Исключение составляют, во-первых, Великобритания, Франция, Нидерланды, Швеция, Италия и Ирландия, где инфраструктура рынка коллективных инвестиций характеризуется децентрализацией и распределением между различными группами, во-вторых, Индия и ОАЭ, где она имеет вид дуополии, а именно конкурирующих/параллельных систем. При этом только в России она охватывает и внебиржевой сегмент с гарантиями от ЦК.

Обнаруженные различия доказывают, что российская модель продаж, допускающая биржевое обращение и появление вторичного рынка

инвестиционных паев классических ПИФ в рамках единой инфраструктуры, а также торговлю инвестиционными паями ПИФ без листинга с гарантиями от ЦК, является уникальной и, как показывает статистика оборотов на Московской бирже, отображенная на рисунке 6, успешной. Таким образом, реализуемые в настоящее время инфраструктурные инициативы создают технологическую и институциональную основу для преодоления барьеров входа на рынок коллективных инвестиций. «Внедрение маркетплейсов, Платформы ПИФ и робо-эдвайзеров способствует снижению барьеров входа на рынок для пайщиков, упрощению доступа к инструментам коллективного инвестирования и снижению расходов/издержек для пайщиков и УК за счет автоматизации инвестиционных процессов» [80].

Вместе с тем, российская модель требует шагов для дальнейшего развития, направленного на решение имеющихся проблем и ограничений. Среди них – разрешение проблемы низкой ликвидности вторичного рынка паев классических ПИФ и завершение перехода к внутридневному режиму расчетов в рамках Платформы ПИФ. По состоянию на конец 2025 г., 76% заявок на выдачу и погашение инвестиционных паев, направляемых через указанную платформу, исполняются на следующий день, тогда как мероприятия со стороны регулирующих органов по внедрению режима торгов T+0 находятся на стадии проработки [37].

В рамках стимулирования спроса на заключение сделок с инвестиционными паями ПИФ на биржевой площадке, Московская биржа предпринимает активные меры тарифного характера. Так, с III квартала 2025 г. реализуется маркетинговая программа, предусматривающая снижение на треть комиссий за заключение сделок с паями ПИФ – с 0,03% до 0,02% в режиме основных торгов и с 0,015% до 0,01% в режиме переговорных сделок.

Проведенный выше анализ двухконтурной модели дистрибуции инвестиционных паев будет неполным без рассмотрения ключевого экономического фактора, напрямую влияющего на чистую доходность

пайщиков и, как следствие, на привлекательность ПИФ как инструмента сбережения – уровня издержек паевых фондов, в первую очередь ОПИФ.

Примечание – БПИФ характеризуются значительно более низким уровнем совокупных расходов в силу пассивной стратегии управления, в связи с этим проблема нивелирования доходности уровнем издержек стоит для российских пайщиков ОПИФ гораздо острее, что делает их приоритетным объектом анализа.

Для количественной оценки уровня издержек в российских ОПИФ были рассмотрены данные анализа динамики вознаграждения УК и инфраструктурных расходов за 2021-2024 гг. от НАУФОР. Они приведены в таблице 7.

Таблица 7 – Уровень среднего и максимального размера издержек в ОПИФ (2021-2024 гг.)

В процентах от СЧА

Год	Средний (максимальный) размер вознаграждения УК	Средний (максимальный) размер расходов СД и СР	Средний (максимальный) размер прочих расходов, оплачиваемых из имущества ОПИФ	Средний (максимальный) размер суммарных выплат за счет имущества ОПИФ
2021	2,00-2,14 (9,00)	0,44-0,67 (5,00)	1,35-2,00 (15,00)	3,50-4,17 (19,90)
2022	2,00-2,14 (9,00)	0,44-0,67 (5,00)	1,35-2,00 (15,00)	3,50-4,17 (19,90)
2023	2,00-2,18 (8,75)	0,29-0,59 (4,50)	0,60-1,38 (15,00)	3,50-4,15 (9,90)
2024	2,00 (8,75)	0,30-0,60 (4,50)	0,60-1,30 (10,00)	2,70-2,80 (9,90)
Примечание – Под средним размером в диапазоне подразумеваются медианное и среднее арифметическое значения				

Источник: составлено автором по материалам [12].

Таким образом, наблюдается умеренное снижение среднего совокупного уровня издержек для инвесторов в ОПИФ с 3,50-4,17% до 2,70-2,80% за рассмотренный период. Данное сокращение обусловлено двумя факторами. С одной стороны, усиление конкуренции со стороны БПИФ, у которых издержки исторически ниже, что вынуждает УК классических ОПИФ оптимизировать свою расходную политику. С другой стороны, запуск Платформы ПИФ и начало перехода к централизованному учету инвестиционных паев позволили снизить операционные издержки УК

на обработку заявок и ведение реестра, что частично трансформировалось в уменьшение прочих расходов. Тем не менее в США совокупные издержки владения взаимными фондами и ETFs значительно ниже российских и демонстрируют устойчивую нисходящую динамику. Согласно ежегодному исследованию Morningstar, средневзвешенный коэффициент расходов по всем американским взаимным фондам и ETFs сократился с 0,83% в 2005 г. до 0,34% в 2024 г. [142].

В целом, анализ издержек позволяет сформулировать важный вывод в контексте развития российской двухконтурной модели дистрибуции инвестиционных паев. Ее отличительные особенности создают предпосылки для снижения совокупных издержек инвесторов двумя путями. С одной стороны, биржевой канал обеспечивает прозрачность ценообразования и конкуренцию между паевыми фондами, что стимулирует УК к снижению комиссий. С другой стороны, централизованная инфраструктура Платформы ПИФ и сервиса сделок без листинга снижает операционные расходы УК, которые в перспективе могут быть конвертированы в дальнейшее уменьшение суммарных выплат за счет имущества паевых фондов. В I квартале 2026 г. СЧА ПИФ, реализуемых через Московскую биржу, составила 2,7 трлн руб. (кроме предназначенных исключительно для квалифицированных инвесторов), в то время как СЧА всех категорий паевых фондов, зарегистрированных Банком России (кроме тех, что предназначены исключительно для квалифицированных инвесторов), составила 4,7 трлн руб. на I квартал 2026 г. [41]. Таким образом, на I квартал 2026 г. удельный вес биржевого контура в совокупной СЧА ПИФ, зарегистрированных Банком России, достиг 57,4%.

Вместе с тем, следует отметить, что в открытых источниках отсутствует агрегированная статистика, позволяющая количественно оценить долю внебиржевого (англ. «Over-the-Counter», ОТС) рынка в общей СЧА ПИФ в России. Это обусловлено фрагментированностью внебиржевого сегмента, отсутствием централизованной публичной отчетности по ОТС-сделкам с паями, а также методологическими особенностями учета операций,

совершаемых напрямую между контрагентами, через агентов или с использованием Платформы ПИФ. Указанное обстоятельство обосновывает необходимость организации систематического сбора и публикации данных о внебиржевом сегменте, что является основанием для предложений и практических рекомендаций в адрес Банка России, представленных в заключении.

Следует также констатировать, что сегмент финансовых платформ представляет собой проблемную зону с точки зрения обеспечения финансовой доступности индустрии ПИФ. Во II квартале 2026 г. СЧА ПИФ, доступных на маркетплейсе «Финуслуги», составила порядка 371,8 млрд руб., в то время как СЧА всех категорий паевых фондов, зарегистрированных Банком России (кроме предназначенных для квалифицированных инвесторов), составила на I квартал 2026 г. 4,7 трлн руб. [41]. Таким образом, доля финансовой платформы среди существующих каналов дистрибуции инвестиционных паев составляет лишь 7,91%. Это определяет необходимость исследований и в направлении выявления детерминант эффективности управления паевыми фондами. Данное направление важно также для совершенствования методики оценки качества управления активами ОПИФ и БПИФ. Подобная методика должна быть интегрирована в аналитический инструментарий российских маркетплейсов.

2.2 Выявление детерминант эффективности управления ОПИФ и БПИФ в России

Помимо традиционных параметров инвестиционного выбора – доходности и риска – инвесторы при принятии решений о вложении средств в паевые фонды учитывают более широкий набор факторов, систематизированных в параграфе 1.1 на основе широкого зарубежного опыта. К ним относятся издержки владения паями, порог входа, информационная

прозрачность деятельности УК, доступность каналов дистрибуции и другие. Однако на российском рынке коллективных инвестиций информация об этих характеристиках зачастую неполна, не структурирована или труднодоступна, что препятствует формированию обоснованного суждения об эффективности управления конкретным фондом и снижает привлекательность ПИФ как инструмента сбережений. В связи с этим приоритетным направлением развития индустрии, по нашей оценке, является совершенствование системы информационного обеспечения, способствующей повышению прозрачности и сопоставимости данных. Обзор результатов эмпирических исследований влияния факторов финансовой доступности и инвестиционной привлекательности на избыточную доходность паевых фондов представлен в приложении В.

В данном параграфе решается задача эмпирической верификации таких факторов, которые ниже рассматриваются как детерминанты эффективности управления инструментами коллективного инвестирования.

Стратегия нашего анализа строится на двух базовых интуициях. Одна из них состоит в том, что искомые детерминанты следует выявлять, отслеживая статистически значимые факторы избыточной доходности инвестирования в паи, вторая – в том, что такие детерминанты находятся из анализа факторов, влияющих на величину СЧА фондов.

Целесообразность фокуса на избыточной доходности вытекает также из ее приоритетного статуса в научных исследованиях [62; 67; 74]. Несмотря на то, что изучению факторов, влияющих на избыточную доходность ПИФ, посвящена обширная литература, ряд институциональных новаций, характерных для текущего этапа эволюции российского рынка коллективных инвестиций, актуализируют продолжение исследований в данном направлении. К числу таких новаций относятся: появление паевых фондов с выплатой регулярного дохода; имплементация ESG-принципов в стратегии паевых фондов; запуск инструментов коллективного инвестирования,

номинированных в юанях; формирование паевых фондов, функционирующих в соответствии с нормами исламских финансов.

Используем для проведения анализа статистической связи избыточной доходности с проверяемыми переменными методы линейной регрессии. Регрессионные модели направлены на объяснение изменения избыточной доходности паевых фондов различных категорий под влиянием характеристик функционирования рынка коллективных инвестиций и паевых фондов, относимых нами к финансовой доступности, инвестиционной привлекательности, и ряда других факторов.

Представим спецификацию моделей чувствительности избыточной доходности в виде формулы (1)

$$ER_{c,i,t} = \alpha_0 + \beta_1 FA_{c,i,t} + \beta_2 IA_{c,i,t} + \beta_3 TR_{c,i,t} + \beta_{4-9} Control_{c,i,t} + \varepsilon_t, \quad (1)$$

где $ER_{c,i,t}$ – избыточная доходность i -го ОПИФ/БПИФ категории c для t -го наблюдения, $c \in \{\text{фонды акций, индексные фонды, фонды облигаций, фонды денежного рынка, смешанные фонды или фонды товарного рынка}\}$, $t = \text{I квартал, ... IV квартал}$;

α_0 – свободный член регрессии;

$FA_{c,i,t}$ – независимые переменные, факторы финансовой доступности рынка коллективных инвестиций;

$IA_{c,i,t}$ – независимые переменные, факторы инвестиционной привлекательности ПИФ;

$TR_{c,i,t}$ – независимые переменные, отражающие современные тенденции развития индустрии ПИФ;

$Control_{c,i,t}$ – контрольные переменные;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_{4-9}$ – оцениваемые коэффициенты регрессии;

ε_t – случайная ошибка.

Полный список независимых переменных представлен в таблице 8.

Таблица 8 – Независимые переменные, отражающие факторы финансовой доступности и инвестиционной привлекательности, а также иные факторы доходности

Независимая переменная	Показатель	Единица измерения
1	2	3
Факторы инвестиционной привлекательности паевых фондов		
Волатильность доходности инвестиционного пая	Стандартное отклонение ежедневной доходности инвестиционных паев за квартал	Процент
Монотонность цены инвестиционного пая	Стабильность изменения стоимости инвестиционных паев за квартал	Коэффициент
СЧА ПИФ	Среднее значение стоимости имущества паевого фонда за вычетом обязательств, рассчитанное за квартал	Рубли
Возраст ПИФ	Количество лет с момента формирования паевого фонда	Дробное число лет
Инвестиционная стратегия ПИФ	1 Фонды роста 2 Фонды дохода, смешанные фонды	0 и 1 (фиктивные переменные)
Финансовый результат деятельности (норма чистой прибыли) УК	Отношение чистой прибыли к выручке УК за квартал	Процент
Опыт работы профессионального управляющего	Срок осуществления профессиональным управляющим деятельности, связанной с рынком ценных бумаг, управлением инвестициями, совершением сделок с финансовыми инструментами	Дробное число лет
Информационная прозрачность ПИФ и УК	Взвешенная оценка в соответствии с набором критериев из авторского чек-листа	Баллы
Факторы финансовой доступности рынка коллективных инвестиций		
Издержки владения инвестиционными паями	1 Максимальный размер расходов и вознаграждений, оплачиваемых за счет активов ПИФ на ежегодной основе, за квартал 2 Максимальный размер единовременных комиссий в виде надбавок и скидок за квартал	Процент
Порог входа в ПИФ	Минимальная сумма, необходимая для приобретения инвестиционных паев паевого фонда, за квартал	Рубли (натуральный логарифм)
Иные факторы, влияющие на доходность паев		
Регулярность выплат дохода	1 Фонды с выплатой дохода 2 Фонды без выплаты дохода	0 и 1 (фиктивные переменные)
Социально ответственное инвестирование	1 ESG-фонды 2 Фонды, не декларирующие соблюдение ESG-принципов	0 и 1 (фиктивные переменные)
Партнерское финансирование	1 Халяльные фонды 2 Фонды, не имеющие отношения к исламским финансам	0 и 1 (фиктивные переменные)

Продолжение таблицы 8

1	2	3
Валютная компонента	1 Фонды в юанях 2 Фонды в рублях	0 и 1 (фиктивные переменные)
Примечания 1 Фонды роста (англ. «growth funds») – паевые фонды, инвестирующие в ценные бумаги компаний с высоким потенциалом роста, преимущественно в обыкновенные акции. 2 Фонды дохода (англ. «income funds») – паевые фонды, инвестирующие в ценные бумаги с фиксированным доходом, такие как облигации, привилегированные акции или дивидендные акции. 3 Смешанные фонды (англ. «mixed funds») – паевые фонды, сочетающие стратегии роста капитала и получения купонного или дивидендного дохода		

Источник: составлено автором.

Два фактора доступности включены в модели чувствительности избыточной доходности благодаря их количественной измеримости и вариативности среди паевых фондов во времени. Открытость архитектуры дистрибуции инвестиционных паев является инвариантным фактором, который не меняется для каждого паевого фонда в анализируемом периоде. В связи с этим этот фактор вынесен за рамки регрессионного анализа в данной части исследования.

Отдельные факторы финансовой доступности и инвестиционной привлекательности, такие как ликвидность, безопасность и налоговые льготы паевых фондов, характерные для развивающегося рынка коллективных инвестиций, например, Индии, были исключены из рассматриваемых независимых переменных в силу следующих оснований: 1) российские ОПИФ и БПИФ обладают внутрисуточной ликвидностью, что дает возможность купить или продать инвестиционный пай с минимальным спреedom; 2) прямого страхования стоимости инвестиционных паев не существует, однако порядок функционирования паевых фондов строго регламентирован Банком России, что позволяет защитить средства розничных инвесторов от мошеннических схем, а также определять процесс передачи активов при банкротстве УК; 3) налоговые льготы являются едиными для всех категорий российских ПИФ.

Учитывая, что среди независимых переменных есть качественные параметры, в модели чувствительности избыточной доходности введены фиктивные переменные, представленные в таблице 8 комплексом бинарных признаков – 0 и 1. Кроме того, порог входа не является существенным для БПИФ, в отличие от ОПИФ, из-за крайне низкого размера первоначальных вложений в биржевые фонды, вследствие чего данный фактор не учитывается в моделях для БПИФ.

Также отметим, что поскольку в наблюдениях независимой переменной «размер первоначальных вложений (порог входа в паевой фонд)» наблюдается большой разброс, эта переменная прологарифмирована, чтобы улучшить качество моделей.

Зависимой переменной в моделях чувствительности избыточной доходности является избыточная доходность ОПИФ и БПИФ. Для ее расчета используется формула (2)

$$\alpha_{it} = \begin{cases} r_t - i_t, \\ t = 1, 2, 3, 4 \end{cases}, \quad (2)$$

где α_{it} – избыточная доходность i -го паевого фонда в t квартал;

r_t – доходность индексного фонда, фонда акций, фонда облигаций, фонда денежного рынка, смешанного фонда или фонда товарного рынка за t квартал;

i_t – доходность универсального или тематического бенчмарка в соответствии с КИД и ПДУ за t квартал.

Таким образом, избыточные доходности рассчитываются для каждой категории паевых фондов – индексных, фондов акций, фондов облигаций, фондов денежного рынка, смешанных фондов и фондов товарного рынка.

Примечание – В целях обеспечения статистической репрезентативности эконометрического анализа индексные БПИФ рассматриваются в настоящем исследовании как обособленная категория, несмотря на наличие внутри неё подкатегорий (облигационных, фондов акций, товарных и других). Данное решение обусловлено тем, что для всех индексных фондов независимо от их базового актива применим единый подход к ценообразованию – следование эталонному бенчмарку, что позволяет агрегировать их в рамках одной группы для выявления общих детерминант эффективности.

Расчет избыточной доходности предполагает наличие тематического бенчмарка в соответствии с КИД и ПДУ. Однако аналитический обзор КИД и ПДУ выявил пробелы в указании информации о таких бенчмарках у ряда УК. В случае отсутствия универсального или тематического бенчмарка в КИД и ПДУ в рамках настоящего исследования осуществлялся расчет эталонного индикатора доходности паевого фонда. Для этого была разработана древовидная структура-алгоритм определения универсального или тематического бенчмарка для различных категорий ОПИФ и БПИФ, которая представлена в третьей главе исследования.

В случае с ОПИФ периодом проведения оценки является 2014-2025 гг., так как средний возраст действующих паевых фондов данного вида на момент проведения исследования не превышает 10 лет. С учетом того факта, что первые БПИФ начали появляться на российском рынке коллективных инвестиций в конце 2018 г., периодом проведения оценки является 2019-2025 гг.

На момент проведения анализа в реестре паевых фондов от Банка России было зарегистрировано 238 ОПИФ и 94 БПИФ. Численные характеристики зарегистрированных ОПИФ и БПИФ по различным категориям после исключения из исходной выборки паевых фондов, зарегистрированных до 2014 г. и имеющих календарный возраст с момента даты окончательного формирования менее одного квартала, представлены в таблице 9, а их полный список – в приложении Г.

Таблица 9 – Количество зарегистрированных российских ОПИФ и БПИФ по различным категориям (по состоянию на 31 декабря 2025 г.)

Вид паевого фонда	Категория паевого фонда	Количество, единиц	Итого
1	2	3	4

Продолжение таблицы 9

1	2	3	4
ОПИФ	Фонды акций	29	116
	Индексные фонды	2	
	Фонды облигаций	44	
	Фонды денежного рынка	3	
	Смешанные фонды	33	
	Фонды товарного рынка	5	
БПИФ	Фонды акций	10	94
	Индексные фонды	44	
	Фонды облигаций	23	
	Фонды денежного рынка	10	
	Смешанные фонды	4	
	Фонды товарного рынка	3	

Источник: составлено автором по материалам [50].

В качестве источников данных для расчета показателей независимых переменных помимо Investfunds использовались также сведения из Cbonds, Интерфакс, Московской биржи и НАУФОР [9; 17; 26; 35].

Используемый в исследовании показатель (коэффициент) монотонности инвестиционного пая характеризует стабильность роста стоимости инвестиционного пая за определенный период, в данном случае – за квартал [78]. Его формула (3) приведена ниже [28]

$$M = \frac{FV - PV}{\sum |d_1 - d_0|}, \quad (3)$$

где M – стабильность (монотонность) цены инвестиционного пая;

FV – конечное значение стоимости инвестиционного пая;

PV – начальное значение стоимости инвестиционного пая;

d_1, d_0 – ежедневные значения стоимости инвестиционного пая в течение рассматриваемого периода.

В случае положительной тенденции коэффициент монотонности приобретает значение в диапазоне от 0 до 1, отрицательной – от -1 до 0.

Расчет уровня рисков производился с помощью показателя волатильности инвестиционного пая – стандартного отклонения ежедневной

доходности за определенный период, в данном случае за квартал. Его формула (4) приведена ниже

$$V = \sigma \times \sqrt{k}, \quad (4)$$

где V – волатильность (риск) доходности инвестиционного пая;
 σ – стандартное отклонение ежедневных значений доходности инвестиционного пая;
 k – количество наблюдений (дней).

Процедуры оценки прочих независимых переменных для регрессионных моделей отображены в таблице 10.

Таблица 10 – Методические пояснения к расчету независимых переменных

Независимая переменная	Пояснения к расчету
1	2
СЧА ПИФ	На основе среднего значения ежедневной СЧА паевых фондов за квартал по данным Cbonds
Возраст ПИФ	На основе количества лет с момента формирования паевых фондов по данным Investfunds
Инвестиционная стратегия ПИФ	На основе показателя «схема инвестирования» по данным Investfunds
Финансовый результат деятельности (норма чистой прибыли) УК	На основе показателя «норма чистой прибыли», а именно доли чистой прибыли в сумме выручки УК за квартал, по данным Интерфакс
Опыт работы профессионального управляющего	На основе дробного количества лет работы топ-менеджера по профилю, а именно на финансовых рынках, по данным Investfunds и официальных сайтов УК
Информационная прозрачность ПИФ и УК	На основе авторского показателя «рейтинг информационной прозрачности», оценивающего с помощью взвешенной оценки 11 критериев паевых фондов и их УК по шкале от -1 до 1, по данным официальных сайтов УК
Издержки владения инвестиционными паями	На основе комиссий по данным КИД, размещенных на официальных сайтах УК
Порог входа в ПИФ	На основе минимальной суммы, необходимой для приобретения одного инвестиционного пая, по данным из КИД, размещенных на официальных сайтах УК
Регулярность выплат дохода от ПИФ	На основе наличия от паевых фондов ежеквартальных выплат на счета розничных инвесторов по данным Investfunds

Продолжение таблицы 10

1	2
Социально ответственное инвестирование в ПИФ	На основе соблюдения паевыми фондами ESG-принципов по данным Investfunds
Религиозное инвестирование в ПИФ	На основе соответствия паевых фондов принципам исламского банкинга по данным Investfunds
Валютная диверсификация ПИФ	На основе расчета активов паевых фондов в китайских юанях по данным Investfunds

Источник: составлено автором по материалам [26].

Регрессионные модели строятся по несбалансированным панельным данным.

На первом этапе была частично решена проблема наличия пропусков в данных по ряду факторов (издержки инвестирования в паевой фонд, опыт работы профессионального управляющего и другие). Данные пропуски обусловлены отсутствием публичной отчетности со стороны отдельных УК за определенные временные периоды, а также ограниченной доступностью ретроспективных данных для внешних пользователей. Часть пропусков также связана с недостаточным возрастом отдельных паевых фондов.

Для минимизации искажений, вносимых пропущенными значениями, был применен комбинированный подход, представленный в приложении Д. Он включает три метода: удаление по списку, медианное вменение, Хот-дек.

С целью выбора техники оценивания (пул-модель, модель с фиксированными или со случайными эффектами) для каждой итерации проводился тест Хаусмана. Итоговая оценка вида, качества и количества регрессоров в моделях приведена в приложениях Е-Ж. Построение регрессионных моделей с проверкой на наличие мультиколлинеарности и автокорреляции, нестационарности временного ряда, гетероскедастичности остатков осуществлялось с использованием вычислительной среды Google Colab на языке Python [104].

Итоги оценки моделей чувствительности избыточной доходности применительно к различным категориям ПИФ на основе анализа их

объясняющей способности, Р-значений и проверки качества на основе F-статистики отмечены в таблицах 11-15.

Таблица 11 – Результаты регрессионного анализа чувствительности избыточной доходности ОПИФ и БПИФ акций

ОПИФ акций					
Зависимая переменная	Adj. R ²	F-статистика, Р-значение	Независимая переменная	Коэффициент	Р-значение
Избыточная доходность	10,82	3,58 (0,00)	Информационная прозрачность ПИФ и УК	5,88*	0,08
			Монотонность цены инвестиционного пая	10,59***	0,00
БПИФ акций					
Избыточная доходность	26,26	8,87 (0,00)	Волатильность доходности инвестиционного пая	-0,26**	0,02
*Уровень значимости 10%.					
**Уровень значимости 5%.					
***Уровень значимости 1%					

Источник: составлено автором.

Таблица 12 – Результаты регрессионного анализа чувствительности избыточной доходности ОПИФ и БПИФ облигаций

ОПИФ облигаций					
Зависимая переменная	Adj. R ²	F-статистика, Р-значение	Независимая переменная	Коэффициент	Р-значение
1	2	3	4	5	6
Избыточная доходность	26,87	16,04 (0,00)	Волатильность доходности инвестиционного пая	0,88***	0,00
			Монотонность цены инвестиционного пая	10,55***	0,00
			Регулярность выплат дохода от ПИФ	3,14***	0,00
			Максимальный размер расходов и вознаграждений	0,32*	0,05
			Индекс Мосбиржи	0,00***	0,00
			Индекс Мосбиржи полной доходности	-0,00***	0,00
			БПИФ облигаций		

Продолжение таблицы 12

1	2	3	4	5	6
Избыточная доходность	16,65	4,13 (0,00)	Норма чистой прибыли УК	-0,02**	0,03
			Монотонность цены инвестиционного пая	4,58***	0,00
			Опыт работы профессионального управляющего	7,01***	0,00
*Уровень значимости 10%. **Уровень значимости 5%. ***Уровень значимости 1%					

Источник: составлено автором.

Таблица 13 – Результаты регрессионного анализа чувствительности избыточной доходности смешанных ОПИФ

Зависимая переменная	Adj. R ²	F-статистика, Р-значение	Независимая переменная	Коэффициент	Р-значение
Избыточная доходность	8,71	3,15 (0,00)	Волатильность доходности инвестиционного пая	0,35*	0,05
			Монотонность цены инвестиционного пая	8,87***	0,00
*Уровень значимости 10%. **Уровень значимости 5%. ***Уровень значимости 1%					

Источник: составлено автором.

Таблица 14 – Результаты регрессионного анализа чувствительности избыточной доходности БПИФ денежного рынка

Зависимая переменная	Adj. R ²	F-статистика, Р-значение	Независимая переменная	Коэффициент	Р-значение
Избыточная доходность	44,38	8,66 (0,00)	Монотонность цены инвестиционного пая	4,91**	0,01
*Уровень значимости 10%. **Уровень значимости 5%. ***Уровень значимости 1%					

Источник: составлено автором.

Таблица 15 – Результаты регрессионного анализа чувствительности избыточной доходности индексных БПИФ

Индексный ВПИЧ					
Зависимая переменная	Adj. R ²	F-статистика, Р-значение	Независимая переменная	Коэффициент	Р-значение
Избыточная доходность	8,05	3,31 (0,00)	Возраст ПИФ	-0,13*	0,09
			СЧА ПИФ	0,16*	0,07
*Уровень значимости 10%. **Уровень значимости 5%. ***Уровень значимости 1%					

Источник: составлено автором.

Скорректированный коэффициент детерминации оцененных регрессионных уравнений моделей достигает 44,4%. В более ранних научных трудах, посвященных выявлению детерминант эффективности управления паевыми фондами, его значение составляло 4,8-28% [62; 67; 74]. Таким образом, наш анализ показал более убедительные результаты объяснения избыточной доходности через отобранный перечень факторов-детерминант.

Проведенный анализ дополнительно показал наличие на российском рынке паевых фондов, способных систематически генерировать положительную избыточную доходность, превышающую доходность эталонных индикаторов. При том, что величина избыточной доходности ОПИФ за рассматриваемый период варьирует от -80% до 161,6%, 75 из 116 паевых фондов (64,6%) продемонстрировали значение выше нуля, при этом 20 из них – старше 5 лет. Величина избыточной доходности БПИФ варьирует в пределах -25,9-83,5% за рассматриваемый период, при этом 39 из 94 паевых фондов (41,5%) продемонстрировали значение выше нуля, при этом 9 из них старше 5 лет. Структура распределения ОПИФ и БПИФ, показавших избыточную доходность выше нуля, в разрезе категорий фондов представлена в таблице 16.

Таблица 16 – ОПИФ и БПИФ с положительной избыточной доходностью по категориям за 2014-2025 гг. и 2019-2025 гг.

Вид	Категория	Количество ПИФ, единиц	Количество ПИФ с $\alpha > 0$, единиц	Удельный вес ПИФ с $\alpha > 0$, в процентах	$\alpha_{\min}$, в процентах	$\alpha_{\max}$, в процентах
1	2	3	4	5	6	7
ОПИФ	Фонды акций	29	25	86,20	-39,10	161,60

Продолжение таблицы 16

1	2	3	4	5	6	7
ОПИФ	Индексные фонды	2	0	0	-8	-2,10
	Фонды облигаций	44	28	63,6	-33	96,80
	Фонды денежного рынка	3	2	66,7	-32,90	7,5
	Смешанные фонды	33	19	57,6	-80	60,90
	Фонды товарного рынка	5	1	20	-26,10	2,30
БПИФ	Фонды акций	10	8	80	-7,60	83,50
	Индексные фонды	44	14	31,8	-25,90	43,20
	Фонды облигаций	23	14	60,9	-16,30	45,80
	Фонды денежного рынка	10	2	20	-10,20	13,30
	Смешанные фонды	4	0	0	-23,80	-6,90
	Фонды товарного рынка	3	1	33,3	-17,20	1,10
Примечания 1 α – избыточная доходность паевого фонда. 2 $\alpha_{\min}$ – минимальное значение избыточной доходности паевого фонда в категории. 3 $\alpha_{\max}$ – максимальное значение избыточной доходности паевого фонда в категории						

Источник: составлено автором.

Приведем в таблице 17 усредненные характеристики ОПИФ и БПИФ, демонстрирующих способность генерировать положительную избыточную доходность на российском рынке.

Таблица 17 – Портреты ОПИФ и БПИФ, демонстрирующих избыточную доходность за 2014-2025 гг. и 2019-2025 гг.

Фактор	ОПИФ		БПИФ	
1	2		3	
Категория ПИФ	Фонды облигаций	28 из 75	Фонды облигаций или индексные фонды	28 из 39
УК	Альфа-Капитал	9 из 75	Альфа-Капитал	8 из 39

Продолжение таблицы 17

1	2		3	
Максимальный размер расходов и вознаграждений, оплачиваемых за счет активов ПИФ, в процентах	2,50		0,82	
Максимальный размер единоразовых комиссий в виде надбавок и скидок, в процентах	3,50		0,00	
Волатильность, в процентах	10,60		13,78	
Монотонность, коэффициент	0,10		0,07	
СЧА, млрд рублей	0,30		0,46	
Регулярность выплат дохода от ПИФ	Без регулярных выплат	59 из 75	Без регулярных выплат	38 из 39
Возраст ПИФ, лет	3,00		1,50	
Порог входа в ПИФ, рублей	10 000		Отсутствует	
Схема инвестирования ПИФ	Смешанные фонды	33 из 75	Фонды дохода и смешанные фонды	23 из 39
Норма чистой прибыли УК, в процентах	32,10		21,16	
Опыт работы управляющего ПИФ на финансовых рынках, лет	10,00		19,00	
Рейтинг информационной прозрачности ПИФ и УК, коэффициент	0,27		0,36	
Инвестиционная стратегия ПИФ, основанная на ESG-принципах, исламском банкинге или получении прироста капитала в китайских юанях	Паевые фонды преимущественно не относятся к указанным стратегиям	73 из 75	Паевые фонды преимущественно не относятся к указанным стратегиям	33 из 39

Источник: составлено автором.

Отдельного внимания заслуживает анализ избыточной доходности применительно к различным инвестиционным стратегиям ОПИФ и БПИФ.

Среди ESG-фондов положительную избыточную доходность показали 1 из 2 ОПИФ (50%) и 2 из 5 БПИФ (40%). Среди паевых фондов, инвестирующих в активы, номинированные в китайских юанях, положительный результат зафиксирован у 0 из 1 ОПИФ (0%) и 4 из 5 БПИФ (80%). И, наконец, среди паевых фондов с выплатой дохода положительную

избыточную доходность продемонстрировали 16 из 25 ОПИФ (64%) и 1 из 5 БПИФ (20%).

Единственный паевой фонд, основанный на принципах исламского банкинга, относился к выборке, состоящей из ОПИФ, и продемонстрировал положительное значение избыточной доходности.

Перейдем к проверке второго интуитивного соображения относительно оценки эффективности управления ПИФ. Речь идет об оценке влияния выделенных факторов на СЧА. Данный показатель выступает индикатором рыночной устойчивости паевого фонда. Если избыточная доходность отражает эффективность портфельных решений профессионального управляющего относительно бенчмарка, то динамика СЧА характеризует способность паевого фонда аккумулировать и удерживать ликвидность, что представляет особое значение для профессионального управляющего и УК.

Спецификация моделей чувствительности СЧА представлена в виде формулы (5)

$$\ln NAV_{c,i,t} = \alpha_0 + \beta_1 FA_{c,i,t} + \beta_2 IA_{c,i,t} + \beta_3 TR_{c,i,t} + \beta_{4-9} Control_{c,i,t} + \varepsilon_t, \quad (5)$$

где $\ln NAV_{c,i,t}$ – темп прироста СЧА i -го ОПИФ/БПИФ категории c для t -го наблюдения, c = фонды акций, фонды облигаций, смешанные фонды, фонды денежного рынка или индексные фонды, t = I квартал, ... IV квартал;

α_0 – свободный член регрессии;

$FA_{c,i,t}$ – независимые переменные, факторы финансовой доступности рынка коллективных инвестиций;

$IA_{c,i,t}$ – независимые переменные, факторы инвестиционной привлекательности ПИФ;

$TR_{c,i,t}$ – независимые переменные, отражающие прочие факторы, влияющие на СЧА;

$Control_{c,i,t}$ – контрольные переменные;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_{4-9}$ – оцениваемые коэффициенты регрессии;

ε_t – случайная ошибка.

Выбор контрольных переменных обусловлен необходимостью учета макроэкономических условий и специфических характеристик российского рынка коллективных инвестиций. Их список для построения регрессионных моделей представлен в таблице 18.

Таблица 18 – Контрольные переменные для моделей чувствительности избыточной доходности и СЧА

Наименование	Обоснование
Ключевая ставка Банка России, в процентах	Рост ключевой ставки повышает доходность безрисковых инструментов, стимулируя переток средств из паевых фондов в депозиты и облигации с фиксированным купоном, а также снижает дисконтированную стоимость будущих денежных потоков компаний
Индикатор RUONIA, в процентах	Рост RUONIA сигнализирует о повышении ставок денежного рынка, что делает операции РЕПО и депозиты более привлекательными по сравнению с вложениями в паевые фонды, а также увеличивает стоимость заемного финансирования для компаний
Реальная процентная ставка (скорректированная на инфляцию), в процентах	Положительная реальная ставка создает альтернативные издержки для держателей инвестиционных паев, стимулируя переток капитала в депозиты и облигации с фиксированным купоном, и повышает альтернативную стоимость капитала, снижая текущие оценки финансовых активов
Индекс Мосбиржи (IMOEX), в пунктах	Рост индекса повышает инвестиционную привлекательность фондов акций, стимулируя приток средств новых пайщиков, при этом фонды, ориентированные на рынок акций, демонстрируют положительную корреляцию с индексом
Индекс Мосбиржи полной доходности (MCFTR), в пунктах	В отличие от IMOEX, индекс MCFTR учитывает дивидендную доходность, что позволяет более полно оценить совокупную доходность рынка акций [24]. Данный индикатор отражает эффективность стратегии «купил и держи» с реинвестированием дивидендов, что важно для оценки альтернативной доходности инвестиций в паевые фонды
Инфляция, в процентах	Высокая инфляция снижает реальную стоимость сбережений, вынуждая пайщиков изымать средства для текущего потребления, создает неопределенность относительно будущих денежных потоков компаний и повышает дисконт

Источник: составлено автором.

Результаты оценки моделей чувствительности СЧА применительно к различным категориям ПИФ на основе анализа их объясняющей способности, Р-значений и проверки качества на основе F-статистики отображены в таблицах 19-23.

Таблица 19 – Результаты регрессионного анализа чувствительности СЧА ОПИФ и БПИФ акций

ОПИФ акций					
Зависимая переменная	Adj. R ²	F-статистика, Р-значение	Независимая переменная	Коэффициент	Р-значение
СЧА	92,33	413,68 (0,00)	Максимальный размер расходов и вознаграждений	-0,06***	0,00
			Максимальный размер единовременных комиссий	-0,17***	0,00
			Монотонность цены инвестиционного пая	0,32***	0,01
			Порог входа в ПИФ	0,14*	0,09
			Норма чистой прибыли УК	0,00*	0,09
			Информационная прозрачность ПИФ и УК	-0,67*	0,09
			БПИФ акций		
СЧА	23,27	10,06 (0,00)	Монотонность цены инвестиционного пая	0,44***	0,00
*Уровень значимости 10%. **Уровень значимости 5%. ***Уровень значимости 1%					

Источник: составлено автором.

Таблица 20 – Результаты регрессионного анализа чувствительности СЧА ОПИФ и БПИФ облигаций

ОПИФ облигаций					
Зависимая переменная	Adj. R ²	F-статистика, Р-значение	Независимая переменная	Коэффициент	Р-значение
1	2	3	4	5	6
СЧА	96,83	1558,99 (0,00)	Монотонность цены инвестиционного пая	0,18***	0,00
			Возраст ПИФ	-0,03***	0,00

Продолжение таблицы 20

1	2	3	4	5	6
СЧА	96,83	1558,99 (0,00)	Информационная прозрачность ПИФ и УК	0,36***	0,00
			Валютная диверсификация ПИФ	-0,19***	0,01
БПИФ облигаций					
СЧА	91,46	177,93 (0,00)	Регулярность выплат дохода от ПИФ	-0,17**	0,03
			Возраст ПИФ	-0,05**	0,02
			Опыт работы профессионального управляющего	-0,16***	0,00
*Уровень значимости 10%. **Уровень значимости 5%. ***Уровень значимости 1%					

Источник: составлено автором.

Таблица 21 – Результаты регрессионного анализа чувствительности СЧА смешанных ОПИФ

Зависимая переменная	Adj. R ²	F-статистика, Р-значение	Независимая переменная	Коэффициент	Р-значение
СЧА	97,90	1161,27 (0,00)	Максимальный размер расходов и вознаграждений	0,02*	0,09
			Монотонность цены инвестиционного пая	0,26**	0,04
			Регулярность выплат дохода от ПИФ	0,16**	0,01
			Опыт работы профессионального управляющего	-0,54***	0,00
			Информационная прозрачность ПИФ и УК	0,22***	0,00
*Уровень значимости 10%. **Уровень значимости 5%. ***Уровень значимости 1%					

Источник: составлено автором.

Таблица 22 – Результаты регрессионного анализа чувствительности СЧА БПИФ денежного рынка

Таблица 1					
Зависимая переменная	Adj. R ²	F-статистика, Р-значение	Независимая переменная	Коэффициент	Р-значение
СЧА	95,13	211,50 (0,00)	Монотонность цены инвестиционного пая	0,91***	0,00
			Возраст ПИФ	0,28***	0,00
			Индекс Мосбиржи	0,00*	0,06
*Уровень значимости 10%. **Уровень значимости 5%. ***Уровень значимости 1%					

Источник: составлено автором.

Таблица 23 – Результаты регрессионного анализа чувствительности СЧА индексных БПИФ

Зависимая переменная	Adj. R ²	F-статистика, Р-значение	Независимая переменная	Коэффициент	Р-значение
СЧА	80,97	117,79 (0,00)	Монотонность цены инвестиционного пая	0,28***	0,00
СЧА	80,97	117,79 (0,00)	Возраст ПИФ	-0,07***	0,01
			Социально ответственное инвестирование в ПИФ	-0,75*	0,05
			Индекс Мосбиржи	0,00**	0,01
*Уровень значимости 10%. **Уровень значимости 5%. ***Уровень значимости 1%					

Источник: составлено автором.

Скорректированный коэффициент детерминации оцененных регрессионных уравнений моделей достигает 97,9%. Полученные результаты свидетельствуют о высоком качестве построенных моделей чувствительности СЧА и обоснованности выбора включенных в них факторов.

Суммируем в таблице 24 результаты, полученные с помощью регрессионных моделей.

Таблица 24 – Детерминанты эффективности управления ОПИФ и БПИФ

Фактор	Влияние на избыточную доходность	Влияние на СЧА
1	2	3
Монотонность цены инвестиционного пая	Все категории ОПИФ и БПИФ (+)	Все категории ОПИФ и БПИФ (+)

Продолжение таблицы 24

1	2	3
Волатильность доходности инвестиционного пая	БПИФ акций (-) ОПИФ облигаций (+) Смешанные ОПИФ (+)	Отсутствует
Возраст ПИФ	Индексные БПИФ (-)	ОПИФ облигаций (-) БПИФ облигаций (-) БПИФ денежного рынка (+) Индексные БПИФ (-)
Опыт работы профессионального управляющего	БПИФ облигаций (+)	БПИФ облигаций (-) Смешанные ОПИФ (-)
Максимальный размер расходов и вознаграждений/единоразовых комиссий	ОПИФ облигаций (+)	ОПИФ акций (-) Смешанные ОПИФ (+)
Информационная прозрачность ПИФ и УК	ОПИФ акций (+)	ОПИФ акций (-) ОПИФ облигаций (+) Смешанные ОПИФ (+)
Норма чистой прибыли УК	БПИФ облигаций (-)	ОПИФ акций (+)
Порог входа в ПИФ	Отсутствует	ОПИФ акций (+)
Регулярность выплат дохода от ПИФ	ОПИФ облигаций (+)	БПИФ облигаций (-) Смешанные ОПИФ (+)
Социально ответственное инвестирование в ПИФ	Отсутствует	Индексные БПИФ (-)
Валютная диверсификация ПИФ	Отсутствует	БПИФ облигаций (-)

Источник: составлено автором.

Эконометрический анализ позволил выявить несколько устойчивых взаимосвязей. Монотонность цены инвестиционного пая и информационная прозрачность ПИФ и УК, выраженная через рейтинг, оказывают строго положительное влияние на избыточную доходность и СЧА в большинстве рассмотренных категорий паевых фондов, что подтверждает значимость снижения информационной асимметрии и стабильного изменения цены инвестиционного пая для привлечения розничных инвесторов.

Особого внимания заслуживает эмпирически подтвержденная взаимосвязь между информационной прозрачностью ПИФ и УК, с одной стороны, и динамикой СЧА, с другой. Регрессионный анализ показал, что для ОПИФ облигаций и смешанных ОПИФ рост рейтинга информационной прозрачности сопровождается статистически значимым увеличением СЧА. Данный вывод имеет фундаментальное значение, поскольку впервые

на российской выборке количественно доказывает, что информационная прозрачность конвертируется не только в репутационные, но и в прямые финансовые выгоды для УК в виде роста активов под управлением.

Негативная связь ESG-инвестирования и валютной диверсификации с СЧА индексных БПИФ и СЧА БПИФ облигаций соответственно, может быть интерпретирована как следствие ограничения доступных розничному инвестору объектов вложения средств и сокращения диверсификационного потенциала, что в восприятии розничных инвесторов создает дополнительные субъективные барьеры, поскольку снижает гибкость инвестиционного портфеля и увеличивает его уязвимость к рыночным и отраслевым шокам.

Примечание – Исключение ряда секторов экономики или введение валютной составляющей в инвестиционных стратегиях ограничивает множество доступных активов для потенциальных клиентов УК.

Остальные выявленные детерминанты эффективности управления (волатильность доходности, возраст паевого фонда, опыт управляющего, размер комиссий, норма прибыли УК, порог входа и регулярность выплат) демонстрируют разнонаправленное влияние, зависящее от категории ПИФ, что указывает на сегментацию инвесторских предпочтений: в одних классах активов доминирует чувствительность к риску, в других – к сигналам стабильности денежного потока и репутационным характеристикам УК.

Полученные результаты позволяют перейти к следующему шагу исследования, а именно, совершенствованию информационного обеспечения принятия решений на данном рынке. Своей задачей мы ставим развитие методического инструментария присвоения рейтингов качества управления активами ОПИФ и БПИФ на основе разработанных регрессионных моделей. Мы полагаем, что «... механизм отсеивания более эффективных паевых фондов от менее эффективных на основе авторской рейтинговой системы позволит расширить функционал финансовой платформы «Финуслуги» и других зарождающихся маркетплейсов; сформировать условия

для конкуренции между финансовыми продуктами, а не УК, что на текущий момент характерно для стран с открытой архитектурой дистрибуции инвестиционных паев, но не для России» [81]. Для этого в следующем параграфе используются выявленные детерминанты эффективности управления ОПИФ и БПИФ, которые, отметим, включают не находившие ранее отражение в научной литературе применительно к рассматриваемым видам и категориям паевых фондов. К таким новым с позиции их использования в обозначенных целях факторам мы относим: монотонность цены инвестиционного пая, рейтинг информационной прозрачности ПИФ и УК, социально ответственное инвестирование в ПИФ, валютную диверсификацию ПИФ и регулярность выплат дохода от ПИФ.

2.3 Формирование методики оценки качества и эффективности управления активами ОПИФ и БПИФ в России

Предлагаемый подход базируется на результатах эмпирического анализа детерминант эффективности управления паевыми фондами, представленного в параграфе 2.2. Этот анализ свидетельствует в пользу востребованности учета определенного набора факторов, включая монотонность цены инвестиционного пая, информационная прозрачность и другие.

В целом современные методики оценки эффективности управления паевыми фондами могут быть подразделены на три основные группы:

- 1) базовые подходы, основанные на использовании абсолютных значений однофакторных моделей, когда на итоговое рейтинговое значение паевого фонда оказывает влияние только один показатель, например, доходность за текущий год с поправкой на риск, которая сравнивается с эталонным индикатором – доходностью индекса государственных облигаций, доходностью индекса Московской биржи с учетом налогообложения и так далее;

2) универсальные подходы, связанные с использованием многофакторных количественных и качественных показателей деятельности ПИФ и характеристик УК;

3) специализированные методики оценки, использующие специфические показатели, отличающиеся от общепринятых.

Разрабатываемая в настоящем параграфе методика сочетает элементы второй и третьей групп. Обоснование предлагаемой методики требует предварительного рассмотрения преимуществ и недостатков современных российских и зарубежных подходов к оценке качества и эффективности управления активами паевых фондов. В приложении И представлен обзор методик, разработанных российскими (НРА, Эксперт РА, Российская экономическая школа совместно с Cbonds) и зарубежными (Morningstar, Lipper, Zacks Investment Research) рейтинговыми агентствами.

Анализ показал, что российские методики строятся преимущественно на универсальном подходе, базирующемся на многофакторном анализе характеристик паевых фондов и их УК. Вместе с тем, в них обнаруживается ряд недостатков, к числу которых отнесем: 1) ограниченную область применения; 2) игнорирование либо неполный учет ключевых детерминант эффективности управления; 3) размытость формулировок отдельных показателей; 4) недостаточную регулярность актуализации рейтингов; 5) риск-ориентированность, характерная для кредитного скоринга.

Зарубежные рейтинги взаимных фондов разнообразны. В числе них – «звездный» и «медальный» рейтинг от Morningstar; рейтинг «лидеров» Lipper; рейтинг «успеха» Zacks Investment Research. Используемые методики учитывают как общепринятые, так и специфические показатели, отличаются высокой информативностью. Рейтинги регулярно обновляются.

Говоря о российском опыте, «несмотря на то, что выбор рейтинговой системы оценки эффективности деятельности паевых фондов во многом зависит от индивидуальных предпочтений и инвестиционных целей вкладчика капитала, наиболее зрелой и сформированной методикой является та, что была

предложена Эксперт РА для присвоения рейтингов ОПИФ и БПИФ» [82]. Сравнительный анализ преимуществ и недостатков зарубежных и российских подходов определил целесообразность использования методики рейтингового агентства Эксперт РА в качестве исходной. Выбор обусловлен соответствием данной методики ряду признаков, значимых для целей настоящего исследования:

- 1) широкая область применения (применимость для оценки как ОПИФ, так и БПИФ);
- 2) доступность расчета используемых показателей;
- 3) комплексный характер оценки, учитывающий как характеристики паевых фондов, так и сведения об УК.

Далее будет предложена авторская методика и проведено сравнение результатов рейтингования по авторским рейтингам с рейтингами Эксперт РА. Описание факторов, категорий и их весовых коэффициентов в соответствии с представленными методиками отображено в приложениях К-Л.

Сформируем массив данных об ОПИФ и БПИФ различных категорий: ОПИФ и БПИФ акций, ОПИФ и БПИФ облигаций, смешанных ОПИФ, индексных БПИФ и БПИФ денежного рынка. Исходная выборка представлена в приложении Г. Исключим из выборки ОПИФ и БПИФ со сроком регистрации менее одного года (это же правило используется в методике Эксперт РА). Общее количество оставшихся ОПИФ и БПИФ представлено в таблице 25, а полный список фондов приведен в приложении М.

Таблица 25 – Информационная база исходной и авторской методики оценки качества и эффективности управления активами ОПИФ и БПИФ (по состоянию на 31 декабря 2025 г.)

Вид паевого фонда	Категория паевого фонда	Количество	Итого
ОПИФ	Фонды акций	24	88
	Фонды облигаций	36	
	Смешанные фонды	28	
БПИФ	Фонды акций	8	68
	Фонды облигаций	17	
	Фонды денежного рынка	9	
	Индексные фонды	34	

Источник: составлено автором.

Приведем в таблице 26 выборочную процедуру оценки качества управления активами ОПИФ и БПИФ на примере ОПИФ «Первая – Фонд акций с выплатой дохода» от УК «Первая».

Примечание – УК «Первая» является лидером рынка коллективных инвестиций по объему СЧА.

Таблица 26 – Апробация методики Эксперт РА для оценки качества управления активами ОПИФ и БПИФ (по состоянию на 31 декабря 2025 г.)

Фактор	Критерий	Значение	Обоснование
1	2	3	4
Положение компании на рынке	Деловая репутация (П ₁)	1	Отсутствие арбитражных дел и исполнительных производств
	Рыночные позиции (П ₂)	1	УК «Первая» занимает первое место в рейтинге УК по СЧА
Финансовый анализ	Отклонение собственных средств от нормативного значения (П ₃)	1	Отклонение собственных средств от минимального размера, установленного Банком России, составляет 31 387,40% (порог для максимального балла $\geq 100\%$)
	Запас собственных средств (П ₄)	1	Коэффициент достаточности собственных средств составляет 589,00% (порог для максимального балла $\geq 120\%$)
Управление и бизнес-процессы	Организация инвестиционной деятельности (П ₅)	1	Выполнение критериев из чек-листа на основе данных Эксперт РА и сайта УК «Первая»
	Организация системы управления рисками (П ₆)	1	Выполнение критериев из чек-листа на основе данных Эксперт РА и сайта УК «Первая»
	Методология оценки рисков (П ₇)	1	Выполнение критериев из чек-листа на основе данных Эксперт РА и сайта УК «Первая»
	Управление операционными рисками (П ₈)	1	Выполнение критериев из чек-листа на основе данных Эксперт РА и сайта УК «Первая»
	IT-инфраструктура (П ₉)	1	Выполнение критериев из чек-листа на основе данных Эксперт РА и сайта УК «Первая»
	Опыт и деловая репутация профессиональных управляющих и топ-менеджмента (П ₁₀)	1	Выполнение критериев из чек-листа на основе данных Investfunds и информации об управляющих и топ-менеджерах, размещенной на сайте УК «Первая»

Продолжение таблицы 26

1	2	3	4
Активы фонда	Качество активов (П ₁₁)	0	Отношение скорректированной в отношении классов активов СЧА десяти крупнейших позиций паевого фонда к изначальной СЧА составляет 70% (порог для максимального балла $\geq 80\%$)
	Диверсификация активов (П ₁₂)	1	Доля крупнейшего объекта вложений (облигации «Совкомбанк») составляет 9,90% (порог для максимального балла $\leq 10\%$)
	Доля вложений в связанные структуры (П ₁₃)	1	Доля вложений в структуры, связанные с УК и СД, составляет 0% (порог для максимального балла $\leq 6\%$)
Инфраструктура	Вознаграждения (П ₁₄)	0	Максимальный размер вознаграждений УК, СД и СР в соответствии с ПДУ составляет 2,85% (порог для максимального балла $\leq 1\%$)
	Расходы (П ₁₅)	1	Максимальный размер расходов в соответствии с ПДУ составляет 0,50% (порог для максимального балла $\leq 0,60\%$)
	Риски специализированного депозитария (П ₁₆)	1	СД «Инфинитум» присвоен максимальный рейтинг НРА на уровне ruAAA
	Аудитор фонда (П ₁₇)	-1	Отсутствие аудиторского заключения независимого аудитора по итогам последнего завершившегося года
	Услуги, предоставляемые УК (П ₁₈)	1	Выполнение критериев из чек-листа на основе данных мобильного приложения и личного кабинета УК «Первая»

Источник: составлено автором по материалам [8; 14; 15; 27; 28; 32; 47; 52].

В результате, ОПИФ «Первая – Фонд акций с выплатой дохода» от УК «Первая» получает балл 0,7, что соответствует наивысшему рейтингу качества управления (A++, $\geq 0,7$).

Перейдем к метрикам оценки относительной и риск-скорректированной эффективности управления ОПИФ и БПИФ. Для этого будут рассчитываться следующие индикаторы и показатели:

- 1) максимальный размер суммы вознаграждений УК, СД и СР;

2) максимальный размер расходов, подлежащих оплате за счет имущества, составляющего паевой фонд;

3) избыточная доходность паевого фонда (α);

4) стоимость имущества паевого фонда за вычетом обязательств (СЧА);

5) коэффициент Шарпа (Sh).

Результаты расчета усредненных индикаторов для различных рейтинговых групп ОПИФ и БПИФ в соответствии с методикой Эксперт РА представлены в таблице 27.

Таблица 27 – Оценка индикаторов эффективности управления ОПИФ и БПИФ с помощью методики Эксперт РА (по состоянию на 31 декабря 2025 г.)

Тип	Категория	Рейтинг и количество ПИФ	Вознаграждения УК, СД и СР, в процентах	Расходы, в процентах	α , в процентах	Sh , коэффициент	СЧА, млрд рублей
1	2	3	4	5	6	7	8
ОПИФ	Фонды акций	A++ (1)	2,85	0,50	2,18	0,09	47,38
		A+ (12)	3,77	0,50	6,73	0,32	0,80
		A (9)	4,20	1,50	3,72	0,24	0,66
		B++ (1)	5,00	5,00	1,77	0,08	0,08
		B+ (1)	3,65	1,70	12,08	0,59	0,13
	Фонды облигаций	A++ (22)	1,62	0,43	-3,67	-1,15	1,70
		A+ (10)	1,88	1,25	-11,43	-1,24	0,13
		A (2)	3,00	0,50	-19,29	-2,89	0,15
		B++ (2)	2,03	1,33	12,81	2,49	0,61
	Смешанные фонды	A++ (8)	2,78	0,50	-0,96	-0,09	3,49
		A+ (8)	2,82	0,85	-1,37	0,00	0,43
		A (3)	2,68	0,40	4,56	1,06	2,02
		B++ (7)	2,50	1,00	3,10	0,16	0,01
		B+ (1)	4,00	0,50	-3,32	-0,14	0,12
		B (1)	4,30	5,00	-23,15	-1,70	0,02
БПИФ	Фонды акций	A++ (2)	0,92	0,11	-1,73	-0,10	9,09
		A+ (6)	2,13	0,17	2,37	0,12	0,46
	Фонды облигаций	A++ (14)	0,71	0,15	0,15	0,03	3,39
		A+ (3)	0,58	0,10	1,34	0,13	0,41
	Фонды денежного рынка	A++ (7)	0,55	0,14	-0,80	-0,44	176,63
		A+ (2)	0,28	0,19	-0,65	-0,74	14,34
	Индексные фонды	A++ (16)	0,80	0,27	0,21	0,01	0,79
		A+ (12)	0,65	0,15	-0,36	-0,03	0,35

Продолжение таблицы 27

1	2	3	4	5	6	7	8
БПИФ	Индексные фонды	A (6)	0,88	0,15	-0,92	-0,12	0,24
Примечания 1 Метрики эффективности управления ОПИФ и БПИФ приведены в виде медианных значений для каждого рейтинга. 2 Вознаграждения УК, СД и СР – уровень вознаграждений УК, СД и СР за 2025 г. по категориям ОПИФ и БПИФ. 3 Расходы – уровень расходов, подлежащих оплате за счет имущества, за 2025 г. по категориям ОПИФ и БПИФ. 4 α – уровень избыточной доходности за 2025 г. по категориям ОПИФ и БПИФ. 5 СЧА – стоимость имущества за вычетом обязательств за 2025 г. по категориям ОПИФ и БПИФ. 6 Sh – уровень отношения доходности к волатильности за 2025 г. по категориям ОПИФ и БПИФ							

Источник: составлено автором.

Заметим, что методика Эксперт РА в большей степени отражает затратную и структурную эффективность управления паевым фондом, а также позволяет ранжировать фонды по величине СЧА, но не является надежным инструментом для ранжирования ОПИФ и БПИФ по величине избыточной доходности и коэффициенту Шарпа. Об этом свидетельствует тот факт, что высокие рейтинги присваиваются паевым фондам с низкими комиссиями и высоким значением СЧА, а не фондам с высокими показателями избыточной доходности и коэффициента Шарпа. Например, для ОПИФ облигаций медианное значение вознаграждения УК, СД и СР, а также расходов для составляет 1,62% и 0,42% для наивысшего рейтинга (A++) при отрицательном уровне избыточной доходности и коэффициента Шарпа, соответственно, в то время как для минимального рейтинга (B++) данные показатели составляют 2,03% и 1,33% при положительном уровне избыточной доходности и коэффициента Шарпа. Таким образом, рейтинг Эксперт РА не отвечает запросу инвесторов, поскольку ни средние коэффициенты Шарпа, ни избыточная доходность не изменяются монотонно с переходом от более низкого уровня рейтинга к более высокому. Мы считаем, что необходима разработка другой методики рейтингования, более приемлемой для инвесторов, ориентированных на максимизацию доходности и доходности

на единицу риска. При этом рейтинг Эксперт РА может использоваться как один вспомогательный фильтр, когда инвестору важно ранжировать фонды по таким критериям, как размер расходов и вознаграждений УК, СД и СР.

Перейдем к формированию авторской методики составления рейтинга качества управления ПИФ. Для этого будут использованы выявленные ранее (параграф 2.2) детерминанты эффективности управления ПИФ.

В основу предлагаемой методики положен подход, принципиально отличающийся от логики, которая заложена в рейтингах Эксперт РА и НРА, а также от зарубежных систем Morningstar, Lipper, Zacks и других.

Первое отличие заключается в том, что если рейтинговые агентства Эксперт РА и НРА строят свои оценки на формализованной экспертной проверке соответствия УК регуляторным и кредитным нормативам (например, достаточность капитала и соответствие системы риск-менеджмента), а Morningstar и Lipper делают акцент на статистической обработке исторической доходности, то авторская методика основана на эмпирически верифицированных детерминантах эффективности. Отбор факторов для рейтингования осуществлен не на основе экспертного мнения, а по результатам регрессионного анализа, выявившего их значимое влияние на избыточную доходность паевых фондов. Это гарантирует, что в рейтинг включаются только те характеристики ПИФ и УК, которые действительно конвертируются в финансовый результат для пайщика.

Второе отличие связано с сегментной адаптивностью. В отличие от универсальных шкал Эксперт РА и «звездного» рейтинга Morningstar, где для всех категорий фондов применяется единый набор критериев, авторская методика предусматривает дифференцированный состав факторов для каждой категории ОПИФ и БПИФ. Так, для ОПИФ облигаций ключевыми драйверами эффективности выступают монотонность цены пая и регулярность выплат дохода, тогда как для БПИФ облигаций решающее значение приобретают норма чистой прибыли УК и опыт профессионального управляющего. Такой подход позволяет учесть сегментную специфику и

исключить искажения, возникающие при усредненном ранжировании паевых фондов с принципиально разными риск-профилями.

Третье отличие основано на целевой ориентации. В то время как рейтинг Эксперт РА, исторически сложившийся в логике оценки кредитоспособности, делает акцент на инфраструктурной надежности УК и уровне комиссионных издержек (хотя формально включает и показатели эффективности управления ПИФ), а «звездный» рейтинг Morningstar представляет собой сугубо количественную оценку прошлой риск-скорректированной доходности без учета качественных характеристик управления, авторская методика нацелена на решение двух взаимосвязанных задач: 1) идентификацию фондов с устойчиво высокой избыточной доходностью; 2) отбор инструментов с наилучшим соотношением доходности и риска (коэффициент Шарпа). Это делает предлагаемый рейтинг практическим инструментом для розничного инвестора, ориентированного не на абстрактную «надежность», а на максимизацию эффективности управления ПИФ со стороны УК.

И, наконец, последнее отличие строится на структуре шкалы рейтинга и частоте его обновления. Отказ от громоздкой девятиуровневой шкалы Эксперт РА в пользу компактной пятиуровневой классификации (А-Е), аналогичной по структуре «звездному» рейтингу Morningstar, но с ежегодной ротацией набора факторов методом скользящего окна, позволяет повысить устойчивость (робастность) рейтинговых категорий к малым колебаниям данных за счет укрупнения градаций и адаптировать рейтинг к текущей рыночной конъюнктуре, что недоступно для статичных методик, пересматриваемых раз в год без изменения факторной структуры. В соответствии с логикой «звездного» рейтинга от Morningstar диапазон интегрального индикатора, задающего уровень рейтинговой оценки, на конец 2025 г.:

1) уровень А присваивается, если интегральный индикатор фонда находится в пределах от 0,467 до 1,000;

2) уровень В присваивается, если интегральный индикатор находится в пределах от 0,000 до 0,466;

3) уровень С соответствует диапазону -0,467 и -0,001;

4) уровень D соответствует диапазону -0,700 и -0,468;

5) уровень E соответствует диапазону -1,000 и -0,701.

Оценка каждого фактора осуществляется по дискретной шкале, содержащей пять градаций: -1; -0,5; 0; 0,5 и 1. В случае отсутствия значений за соответствующий период факторам присваивается значение 0. Принцип присвоения указанных оценок базируется на «звездных» и «медальных» рейтингах Morningstar, основанных на ранжировании показателей внутри однородной категории:

1) значение 1 присваивается паевым фондам, входящим в топ-10% по соответствующему показателю в рамках категории;

2) значение 0,5 – следующим 22,5% паевых фондов;

3) значение 0 – следующим 35% паевых фондов;

4) значение минус 0,5 – следующим 22,5% паевых фондов;

5) значение минус 1 – нижним 10% паевых фондов.

Весовые коэффициенты каждого фактора определяются как величина, обратная количеству факторов, учитываемых для соответствующей категории ОПИФ и БПИФ.

Совокупность перечисленных различий позволяет рассматривать предлагаемую методику не как модификацию существующих подходов, а как самостоятельный инструмент рейтингования, ориентированный на запросы розничного инвестора в условиях волатильного российского рынка коллективных инвестиций.

Приведем в таблице 28 результаты расчета усредненных индикаторов эффективности для различных рейтинговых групп ОПИФ и БПИФ по авторской методике.

Таблица 28 – Оценка индикаторов эффективности управления ОПИФ и БПИФ с помощью авторской методики (по состоянию на 31 декабря 2025 г.)

Тип	Категория	Рейтинг и количество ПИФ	Вознаграждения УК, СД и СР, в процентах	Расходы, в процентах	α , в процентах	Sh, коэффициент	СЧА, млрд рублей
ОПИФ	Фонды акций	A (7)	3,65	0,70	12,08	0,59	0,85
		B (7)	4,04	0,50	5,56	0,24	2,52
		C (5)	4,50	2,00	0,45	0,03	0,43
		D (5)	3,49	1,00	1,52	0,07	0,11
	Фонды облигаций	A (2)	2,15	1,28	1,93	0,12	2,21
		B (6)	2,08	0,35	-2,23	-0,27	3,26
		C (20)	1,88	0,70	-4,00	-1,83	0,68
		D (8)	1,13	0,24	-20,70	-1,87	0,78
	Смешанные фонды	A (1)	2,50	1,00	3,10	0,16	0,01
		B (14)	2,82	0,50	1,14	0,11	2,82
		C (11)	2,68	0,50	-3,40	-0,33	0,41
		D (2)	3,75	1,35	-13,89	-1,18	3,43
БПИФ	Фонды акций	A (3)	2,23	0,14	-0,63	-0,03	0,37
		C (3)	2,13	0,20	1,42	0,07	0,46
		D (1)	0,95	0,11	1,03	0,04	18,1
		E (1)	0,57	0,1	8,47	0,34	11,1
	Фонды облигаций	A (2)	0,60	0,06	1,70	0,91	1,74
		B (3)	0,66	0,20	1,26	0,51	6,80
		C (10)	1,26	0,15	0,15	0,01	2,40
		D (2)	0,50	0,15	-18,81	-1,58	2,03
	Фонды денежного рынка	A (7)	0,55	0,14	-0,80	-0,47	176,63
		C (1)	0,15	0,25	-0,24	-0,02	0,26
		E (1)	0,4	0,3	-0,97	-0,06	0,11
	Индексные фонды	A (8)	0,53	0,19	-0,66	-0,14	3,18
		B (6)	0,82	0,28	0,00	0,00	0,72
		C (15)	0,65	0,20	-0,18	-0,02	0,36
		D (3)	1,10	0,20	-0,54	-0,09	0,05
		E (2)	0,88	0,68	-4,57	-0,25	0,05
Примечания 1 Метрики эффективности управления ОПИФ и БПИФ приведены в виде медианных значений для каждого рейтинга. 2 Вознаграждения УК, СД и СР – уровень вознаграждений УК, СД и СР за 2025 г. по категориям ОПИФ и БПИФ. 3 Расходы – уровень расходов за 2025 г., подлежащих оплате за счет имущества, по категориям ОПИФ и БПИФ. 4 α – уровень избыточной доходности за 2025 г. по категориям ОПИФ и БПИФ. 5 СЧА – стоимость имущества за вычетом обязательств за 2025 г. по категориям ОПИФ и БПИФ. 6 Sh – уровень отношения доходности к волатильности за 2025 г. по категориям ОПИФ и БПИФ							

Источник: составлено автором.

Отраженные в таблице результаты показывают, что авторская методика рейтингования качества управления активами отвечает требованиям ранжирования паевых фондов. Данный результат достигается за счет учета ряда значимых факторов, оказывающих влияние на результаты деятельности ОПИФ и БПИФ на российском рынке коллективных инвестиций. Как видно из колонок 6 и 7, показатели избыточной доходности и коэффициента Шарпа монотонно растут в каждой категории фондов с ростом уровня рейтинга за исключением таких категорий, как БПИФ акций, БПИФ денежного рынка и индексных БПИФ.

Примечание – Нарушение монотонности для данных категорий ПИФ объясняется тем, что в этих сегментах УК преимущественно используют пассивные стратегии. Это приводит к тому, что результаты паевых фондов внутри одной категории оказываются близкими по величине доходности и риска. Разброс показателей между лучшими и худшими фондами здесь объективно мал, поэтому даже статистически значимые различия в качестве управления не всегда трансформируются в широкий диапазон рейтинговых оценок. Дополнительным фактором выступает ограниченный размер выборки в двух из трех указанных категорий, что снижает чувствительность ранжирования к индивидуальным характеристикам паевых фондов.

Вместе с тем в 2026 г. на российском рынке коллективных инвестиций началось пилотное тестирование сервиса «Фин Маяк», разработанного по заказу Московской биржи. По состоянию на II квартал 2026 года, он предлагает розничным инвесторам «звездный» рейтинг 200 ПИФ, аналогичный рейтингам от Morningstar и рассчитанный в соответствии с методикой РАНХиГС. Сопоставление авторской методики с данным сервисом позволяет выявить их методологические сходства и различия, а также определить место каждой из них в современной системе оценки ПИФ.

Обе методики используют ранжирование внутри однородных групп с дискретной шкалой и регулярное обновление, что сближает их с международной практикой. Однако между ними имеются принципиальные расхождения.

К преимуществам авторской методики могут быть отнесены:

1) эмпирическое обоснование факторов. В отличие от сервиса «Фин Маяк», авторский подход опирается на статистически значимые детерминанты, выявленные в параграфе 2.2 (монотонность цены пая, волатильность, информационная прозрачность и другие);

2) дифференцированные веса факторов для различных категорий фондов. Это позволяет учитывать сегментную специфику, тогда как «Фин Маяк» применяет единую формулу ко всем группам;

3) ориентация на текущую ситуацию. Использование годового горизонта расчета позволяет оперативно фиксировать изменения в качестве управления активами ПИФ, учитывать высокую волатильность российского рынка коллективных инвестиций и включать в рейтинг паевые фонды с непродолжительной историей (от одного года).

К преимуществам сервиса «Фин Маяк» могут быть отнесены:

1) более детализированная классификация (16 рейтинговых групп, включая стилевые подкатегории для акций и облигаций), что обеспечивает более точное сопоставление паевых фондов;

2) публичная операционная платформа с ежемесячным обновлением и открытой витриной данных, что делает его практическим инструментом для массового инвестора;

3) ориентация на долгосрочное инвестирование. Присвоение рейтинга на основе данных за 24, 36 и 48 месяцев дает более взвешенную и консервативную оценку мастерства профессионального управляющего.

Таким образом, авторская методика имеет преимущества в части научной обоснованности выбора факторов и простоте расчета, уступая сервису «Фин Маяк» в глубине классификации и объеме выборки ПИФ. Обе методики могут рассматриваться как взаимодополняющие: авторская – для углубленного анализа детерминант эффективности управления ПИФ, а «Фин Маяк» – как потенциальный отраслевой стандарт для розничных инвесторов. С учетом этого авторская методика сохраняет самостоятельную ценность как как инструмент сравнительной оценки результативности

управления ПИФ, ориентированный на максимизацию избыточной доходности и коэффициента Шарпа.

Выводы по главе 2

В рамках второй главы достигнуты следующие результаты:

1) раскрыты характеристики и особенности современной российской модели дистрибуции инвестиционных паев, основанной на единой технологической базе и синтезе биржевой и внебиржевой инфраструктуры, обоснованы направления модернизации текущей российской архитектуры дистрибуции инвестиционных паев;

2) проведенный сравнительный анализ российской архитектуры дистрибуции инвестиционных паев, сформированной после 2024 г., с двадцатью зарубежными юрисдикциями, позволил выявить и охарактеризовать уникальность отечественного подхода, комбинирующего допуск классических ПИФ к биржевым торгам с осуществлением внебиржевых сделок с инвестиционными паями без листинга в рамках технологической базы Группы «Московская Биржа»;

3) эмпирически верифицированы статистически значимые детерминанты эффективности управления паевыми фондами. Они охватывают переменные, характеризующие финансовую доступность рынка коллективных инвестиций, инвестиционную привлекательность паевых фондов и прочие переменные. Среди выявленных детерминант, значимо и положительно влияющих на избыточную доходность и СЧА – монотонность цены инвестиционного пая, рейтинг информационной прозрачности ПИФ и УК, регулярность выплат дохода от ПИФ.

4) разработана авторская методика рейтингования ПИФ на основе выявленных детерминант эффективности управления ОПИФ и БПИФ с опорой на зарубежный и российский опыт функционирования рейтинговых систем оценки в индустрии ПИФ. В отличие от ранее использованных в России

подходов, ориентированных на затратную и структурную эффективность, предложенный подход повышает качество ранжирования по таким важным критериям, как коэффициент Шарпа и избыточная доходность;

5) подтверждена эффективность авторской методики рейтингования для ОПИФ акций, ОПИФ и БПИФ облигаций, смешанных ОПИФ. Результаты создают методологическую основу для совершенствования аналитического инструментария УК и финансовых платформ и адаптации КИД и ПДУ в сфере управления активами к международным стандартам раскрытия информации, которые регулируют представление результатов инвестиционной деятельности (далее – GIPS) [20].

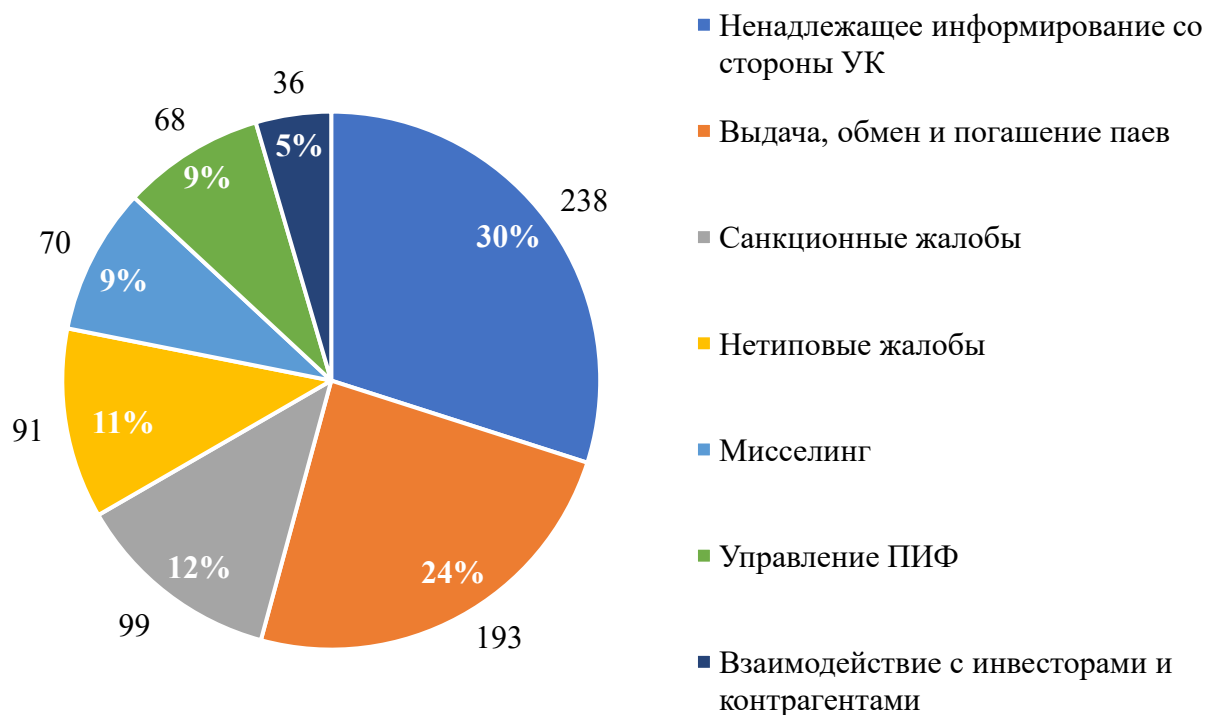
Глава 3

Перспективы повышения финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов в России

3.1 Совершенствование информационной среды рынка коллективных инвестиций

Как продемонстрировано в параграфах 2.1 и 2.2, институциональной особенностью сложившейся в России модели дистрибуции, в которой сохраняются черты закрытости, выступает асимметрия информации между УК и пайщиками, проявляющаяся в неравномерном доступе последних к данным о деятельности ПИФ. Результаты ранее проведенного регрессионного анализа подтверждают наличие значимой положительной связи между уровнем информационной прозрачности ПИФ и УК, с одной стороны, и избыточной доходностью, а также СЧА, с другой, для отдельных категорий паевых фондов. Это обосновывает целесообразность применения подхода, нацеленного на повышение информационной прозрачности, в качестве меры повышения инвестиционной привлекательности ПИФ. В настоящее время, с широкой имплементацией цифровых технологий, открывается возможность повысить доступность и качество раскрываемой информации для розничных и институциональных инвесторов.

Данные Банка России о структуре обращений и жалоб розничных инвесторов служат подтверждением востребованности мер по совершенствованию информационной среды рынка коллективных инвестиций. Анализ динамики и содержания жалоб, поступивших в мегарегулятор в период с I квартала 2024 г. по I квартал 2025 г., позволяет выявить ключевые зоны дисфункций в сегменте управления активами. Распределение обращений по категориям представлено на рисунке 9.



Источник: составлено автором по материалам [23].

Рисунок 9 – Структура обращений розничных инвесторов в Банк России по вопросам деятельности УК и профессиональных управляющих

Анализ этой статистики свидетельствует о доминировании претензий розничных инвесторов, связанных с ненадлежащим информированием. На долю жалоб о предоставлении неполной или некачественной информации об особенностях и рисках финансовых инструментов пришлось 238 из 795 обращений (30%) [56].

Задача снижения информационных барьеров в инвестиционной сфере находится в поле внимания российского мегарегулятора. Ближайшие направления включают обновление требований к структуре и содержанию резюме проспекта ценных бумаг, раскрытию информации об аллокации акций среди инвесторов, а также о справедливой стоимости эмитентов [22].

Во II квартале 2026 г. мегарегулятором был запущен информационный сервис «Витрина данных ПИФ» [19], агрегирующий в открытом доступе ключевые параметры паевых фондов, доступных для приобретения неквалифицированными инвесторами: тип фонда, стратегию управления,

доходность за 12 месяцев, размер комиссионного вознаграждения, а также величину скидок и надбавок. Данное решение регулятора представляет собой значимый шаг, направленный на снижение информационной асимметрии и упрощение процедуры выбора ПИФ для указанной категории клиентов УК. Таким образом, витрина данных ПИФ от Банка России формирует унифицированную информационную основу – единую точку доступа к стандартизированным первичным параметрам.

В то же время в России сохраняются недостатки информационной среды индустрии ПИФ. К ключевым проявлениям информационной закрытости ПИФ и УК в России относятся:

1) отсутствие обязательных форм отчетности со стороны Банка России, касающихся раскрытия ряда показателей, связанных со степенью информационной прозрачности ПИФ и УК. В ходе проведенного анализа корпоративных источников информации, а именно официальных сайтов УК, было выяснено, что многие провайдеры ОПИФ и БПИФ, в частности «ВИМ Инвестиции», «Т-Капитал», «Райффайзен Капитал» и другие, не раскрывают сведения, связанные с: а) профессиональными управляющими, в том числе их опыт работы, уровень деловой репутации и комментарии по рынку коллективных инвестиций; б) рисками ПИФ; в) уровнем ликвидности ПИФ; г) волатильностью доходности инвестиционных паев. Выявлено также несоответствие между требованиями законодательства и практикой раскрытия информации, вопреки положению ст. 50 Федерального закона № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» об обязательном ежегодном аудите отчетности ПИФ, соответствующие заключения зачастую не публикуются на официальных сайтах УК [6];

2) низкая востребованность рейтингов качества управления активами паевых фондов от крупных рейтинговых агентств России, таких как Эксперт РА, НРА и другие, обусловлена институционально-регуляторными и экономическими причинами, а также редкой периодичностью их актуализации. В частности, использование некредитных рейтингов не

встроено в систему обязательных требований мегарегулятора, а их получение сопряжено с дополнительными издержками для УК, что на фоне нерегулярного обновления рейтинговых оценок дополнительно снижает практическую ценность таких инструментов для профессиональных участников рынка.

Примечание – По состоянию на январь 2026 г., на официальном портале рейтингового агентства «Эксперт РА» были представлены рейтинги двух ОПИФ – «Апрель Капитал – Акции» и «Мои акции».

В качестве мер, направленных на преодоление недостатков информационной среды индустрии ПИФ предлагается следующее:

1) адаптация КИД под международные стандарты раскрытия информации со стороны профессиональных участников рынка коллективных инвестиций и финансовых посредников, прежде всего GIPS, за счет ряда дополнений. В них предлагается включить: а) требования об обязательном раскрытии рейтингов информационной прозрачности ОПИФ, БПИФ и УК, основанных на представленных ниже критериях; б) рейтинги качества управления активами ОПИФ и БПИФ, формирующиеся на основе выявленных во второй главе настоящего исследования детерминантах эффективности управления; в) «композитные портфели ПИФ» – агрегированный показатель, отражающий усредненную динамику доходности и риска по совокупности ОПИФ/БПИФ, реализующих единую инвестиционную стратегию и характеризующихся близким риск-профилем;

Примечание – Под композитным портфелем ПИФ в настоящем исследовании понимается не финансовый инструмент, а методическая конструкция, составленная из выбранных особым образом паевых фондов для обеспечения сопоставимости результатов управления.

2) унификация подходов к формированию универсальных и тематических бенчмарков с применением разработанных в настоящем исследовании блок-схем. Значимость данной меры обусловлена сложившейся

практикой, при которой УК, стремясь сохранить конкурентные преимущества, не раскрывают детали применяемых механизмов расчета и структуру используемых эталонных индикаторов для оценки эффективности управления ПИФ.

Так, международные стандарты GIPS устанавливают унифицированные требования к исходным данным, методологии расчета показателей оценки деятельности УК и паевых фондов, а также к порядку раскрытия соответствующей информации. Масштаб имплементации данных стандартов в мировой практике служит подтверждением их востребованности: по состоянию на 2020 г. при подготовке отчетности стандартами GIPS руководствовались более 1800 инвестиционных компаний из 48 стран; 24 из 25 крупнейших инвестиционных менеджеров декларировали полное или частичное соответствие своего бизнеса требованиям GIPS [124]. Таким образом, данные стандарты широко признаются в качестве основы для обеспечения сопоставимости и достоверности результатов управления активами

Актуальность адаптации стандартов GIPS на российском рынке коллективных инвестиций обусловлена их ориентацией на принцип полного раскрытия информации профессиональными управляющими. Реализация данного принципа обеспечивает клиентам доступ к полной и достоверной оценке результатов инвестирования, что является необходимым условием для повышения уровня доверия к УК и к паевым фондам в целом.

Российские исследователи поднимают проблему нехватки информации о ПИФ и УК, приводящую к нарушению конкуренции между провайдерами инструментов коллективного инвестирования вследствие невозможности их сопоставления по критерию информационной прозрачности [73].

Рейтинговые агентства, в частности Эксперт РА, оценивают информационную прозрачность в рамках своих методологий присвоения рейтингов надежности и качества услуг УК. В качестве критерия низкого уровня информационной прозрачности признается ситуация, когда «на сайте

УК не раскрывается на регулярной основе ее финансовая отчетность и аудиторское заключение к годовой финансовой отчетности, динамика доходности по инвестиционным портфелям/стратегиям; из открытых источников неизвестны конечные собственники юридических лиц, являющихся акционерами ...» [33]. Однако, заметим, указанный подход фокусируется преимущественно на деятельности УК как юридического лица, оставляя в стороне детальную оценку раскрытия информации непосредственно о ПИФ, находящихся в ее управлении. В отличие от Эксперт РА, НРА при присвоении рейтингов делает акцент на качественных показателях: деловой репутации УК, включая ее упоминания в профильных СМИ и отраслевые номинации, а также на информационном фоне в медиапространстве, не затрагивая вопрос информационной прозрачности ПИФ и УК.

В связи с этим в настоящем исследовании предлагаются критерии информационной прозрачности, которые изменяют и дополняют подходы рейтинговых агентств. Выбранные критерии ориентированы на наиболее значимые для инвестора аспекты, прямо влияющие на его способность оценить:

- 1) компетенцию профессионального управляющего ПИФ (идентифицирующие сведения и опыт работы);
- 2) инвестиционный профиль ПИФ (структура активов, общий уровень риска и ликвидности, сценарии доходности);
- 3) ликвидность ПИФ (динамика стоимости пая и СЧА с возможностью выгрузки исторических данных);
- 4) надежность и достоверность сведений, раскрываемых со стороны УК (аудиторское заключение).

Обязательным требованием является размещение всех перечисленных сведений в открытом доступе на официальном сайте УК. Разработанные критерии систематизированы в таблице 29.

Таблица 29 – Критерии информационной прозрачности ПИФ и УК (на дату проведения оценки)

Критерий	Описание	Баллы
1	2	3
Профессиональный управляющий ПИФ	На сайте УК присутствуют идентифицирующие сведения о профессиональном управляющем ПИФ и информация о его профессиональном опыте	1
	На сайте УК присутствует только общий комментарий профессионального управляющего ПИФ без идентифицирующих сведений и информации о его профессиональном опыте	0
	На сайте УК сведения о профессиональном управляющем ПИФ полностью отсутствуют	-1
Структура ПИФ	На сайте УК присутствуют сведения о структуре активов ПИФ по секторам, а также о крупных позициях	1
	На сайте УК присутствуют сведения только о структуре активов ПИФ по секторам	0
	На сайте УК сведения о структуре активов ПИФ полностью отсутствуют	-1
Доступность исторических данных о стоимости пая и СЧА	На сайте УК присутствуют сведения о динамике стоимости пая и СЧА с возможностью загрузки исторических данных за весь период существования ПИФ	1
	На сайте УК присутствуют сведения о динамике стоимости пая и СЧА без возможности загрузки исторических данных	0
	На сайте УК сведения о динамике стоимости пая и СЧА полностью отсутствуют	-1
Аудиторское заключение по отчетности ПИФ	На сайте УК сведения об аудиторском заключении по отчетности ПИФ присутствуют за последний календарный год	1
	На сайте УК сведения об аудиторском заключении по отчетности ПИФ присутствуют на сайте УК только за более ранние периоды	0
	На сайте УК сведения об аудиторском заключении по отчетности ПИФ полностью отсутствуют	-1
Сценарии доходности ПИФ	На сайте УК присутствуют сведения об ожидаемой доходности ПИФ при реализации трех сценариев (позитивный, негативный и нейтральный)	1
	На сайте УК присутствуют сведения об ожидаемой доходности ПИФ при реализации одного сценария (позитивный, негативный или нейтральный)	0
	На сайте УК сведения об ожидаемой доходности ПИФ при реализации сценариев полностью отсутствуют	-1
Уровень риска и ликвидности ПИФ	На сайте УК присутствуют сведения об общем уровне риска и ликвидности ПИФ (низкий, средний или высокий) за пределами КИД и ПДУ	1
	На сайте УК присутствуют сведения об общем уровне риска или ликвидности ПИФ (низкий, средний или высокий) за пределами КИД и ПДУ	0

Продолжение таблицы 29

1	2	3
Уровень риска и ликвидности ПИФ	На сайте УК сведения об общем уровне риска и ликвидности ПИФ за пределами КИД и ПДУ полностью отсутствуют	-1
Примечание – Применительно к фондам денежного рынка условием присвоения наивысшего балла для критерия «структура ПИФ» является фиксация инвестиционной стратегии		

Источник: разработано автором.

Согласно Указанию Банка России от 02.11.2020 № 5609-У [3], с IV квартала 2021 г. УК обязаны раскрывать ПДУ и КИД, а также сведения о приросте/об уменьшении стоимости имущества и справку о СЧА. В связи с этим критерии «ПДУ ПИФ», «КИД ПИФ» и «Публикация отчетности ПИФ» исключены из критериев информационной прозрачности, представленных выше, а их значения для указанного и последующих периодов в параграфе 2.2 установлены равными 1.

В настоящее время УК раскрывают в КИД следующие разделы сведений о паевых фондах в соответствии с указанием Банка России от 02.11.2020 № 5609-У [3]: 1) Общие сведения; 2) Внимание; 3) Инвестиционная стратегия; 4) Основные инвестиционные риски; 5) Основные результаты инвестирования; 6) Комиссии; 7) Иная информация. Вместе с тем, содержание разделов КИД может быть предметом для существенных дополнений. В таблице 30 предпринята попытка дополнить разделы КИД ОПИФ «Первая – Накопительный» от УК «Первая», занимающей высшие позиции в разработанном рейтинге информационной прозрачности.

Таблица 30 – Авторская модификация КИД для ОПИФ «Первая – Накопительный» (по состоянию на 31 декабря 2025 г.)

Раздел КИД	Компоненты разделов*	Авторское дополнение
1	2	3
Общие сведения	1 Дата публикации 2 Наименование паевого фонда 3 Наименование УК	—

Продолжение таблицы 30

1	2	3
Внимание	1 Предупреждение о возврате и потенциальной доходности 2 Сведения о возможности погашения паев 3 Рекомендация к ознакомлению с ПДУ	—
Инвестиционная стратегия	1 Вид и цель стратегии 2 Вид объектов инвестирования 3 Крупнейшие объекты инвестирования	—
Основные инвестиционные риски	1 Виды рисков 2 Вероятность реализации рисков 3 Объем потерь при реализации рисков	Индикатор волатильности, (стандартное отклонение ежедневной доходности инвестиционного пая за период)
Основные результаты инвестирования	1 Доходность за период 2 Отклонение доходности от инфляции и/или индекса 3 Расчетная стоимость пая и СЧА	Индикатор монотонности цены пая за период и направление тренда. В случае отсутствия эталонного индикатора добавить индикатор сравнения в виде бенчмарка**
Комиссии	1 Комиссии, оплачиваемые один раз (надбавки/скидки) 2 Комиссии, оплачиваемые каждый год (вознаграждение УК, СД, СР)	—
Иная информация	1 Порог входа в паевой фонд 2 Условия обмена паев 3 Дата регистрации и номер ПДУ 4 Дата формирования паевого фонда 5 Номер и дата лицензии УК 6 Наименование СД	Уровень рейтинга информационной прозрачности ПИФ и УК. Уровень рейтинга качества управления активами ОПИФ и БПИФ. Сведения о профессиональном управляющем и информация о его профессиональном опыте
*Согласно Указанию Банка России № 5609-У. **В целях унификации сведений, раскрываемых в КИД, и предотвращения манипуляций с показателями результативности управления паевыми фондами профессиональным управляющим предлагается рассчитывать универсальный или тематический бенчмарк; авторская методика расчета представлена в приложении Р		

Источник: составлено автором по материалам [58].

Таким образом, предложенная модификация структуры КИД обеспечивает комплексное повышение информационной прозрачности паевых фондов за счет введения количественных риск-индикаторов, обязательных

бенчмарков (универсальных и тематических), включения авторских рейтингов информационной прозрачности и качества управления активами, а также детализации сведений о профессиональном управляющем. Реализация данных дополнений создает основу для снижения как асимметрии информации между УК и пайщиком, так и претензий розничных инвесторов, связанных с ненадлежащим информированием о деятельности ПИФ и УК.

Развивая предложенные меры по совершенствованию информационной среды рынка коллективных инвестиций, для объективной оценки эффективности управления и обеспечения межфондовой сопоставимости целесообразно формирование композитных портфелей на основе однородных групп паевых фондов. Функции по их формированию и информированию инвесторов о результатах их сравнения возлагаются на УК, которые публикуют соответствующие данные в своей отчетности, а Банк России, в свою очередь, может использовать композитные показатели для надзорных целей и бенчмаркинга. Алгоритм составления композитного портфеля представлен в приложении Н. Раскроем этапы предлагаемого алгоритма:

Алгоритм построения композитного портфеля (компози́та) включает следующие этапы:

1) инициализация. На этом этапе проводится первичная фильтрация совокупности паевых фондов. Цель – исключение фондов, которые не могут быть включены в композит (находящихся в стадии ликвидации, реорганизации, не соответствующих требованиям к истории существования);

2) сегментация. На данном этапе паевые фонды классифицируются в соответствии с их заявленными инвестиционными целями и стратегиями;

3) бенчмаркинг. Основываясь на результатах сегментации, для каждой категории фондов подбирается бенчмарк – универсальный или тематический;

4) оценка. На этом этапе производится сбор и расчет ключевых количественных параметров: а) количество паевых фондов в выборке; б) историческая доходность; в) показатели волатильности (риска); г) СЧА.

Кроме того, могут быть задействованы детерминанты эффективности управления паевыми фондами, идентифицированные в главе 2;

5) формирование композитного портфеля. На данном этапе рассчитываются доли каждого отдельного паевого фонда в составе композита. Доли определяются как отношение СЧА фонда к сумме СЧА портфеля (это обеспечивает репрезентативность композита и нивелирует влияние паевых фондов с незначительным размером активов);

6) сравнительный анализ. На этом этапе рассчитывается избыточная доходность композита, осуществляется интерпретация полученных результатов, а также исследование причин, обусловивших превосходство или отставание композита от бенчмарка;

7) отчетность. Данный завершающий этап включает публикацию композитного портфеля.

«Проведенный документальный анализ ряда КИД и ПДУ был направлен на оценку стандартов раскрытия информации, в частности, на выявление практик использования бенчмарков: их наличия или отсутствия в документах, методологии расчета и степени прозрачности для инвестора» [85]. Исследование позволяет сделать следующие выводы в отношении использования бенчмарков:

1) в сегменте ОПИФ из 238 паевых фондов в 71 (29,8%) инвестиционная декларация не содержит данных о бенчмарке или методологии его расчета; это особенно характерно для смешанных фондов и фондов облигаций;

2) в сегменте БПИФ использование бенчмарков является широкой практикой, а доля паевых фондов, не раскрывающих соответствующую информацию, составляет 5,3% (5 из 94);

3) ряд крупных УК используют непрозрачные бенчмарки собственной разработки, не предусматривающие разбивки по классам активов. Данный подход характерен, в частности, для УК «Первая», «Т-Капитал», «Доходь».

По нашей оценке, раскрытие бенчмарков российскими УК нельзя считать удовлетворительным. В том числе неудовлетворительной является практика использования непрозрачных (в части методики) бенчмарков или предоставления инвесторам вместо сравнения с бенчмарком только сведений об отклонении доходности паевого фонда от уровня инфляции. Полный анализ раскрытия используемых бенчмарков со стороны российских УК приведен в приложении П.

Наша позиция состоит в том, что КИД должны обязательно содержать бенчмарки в качестве критериев результативности, а информация на сайтах УК должна содержать индикаторы или иллюстрации сравнения с бенчмарком как критерий эффективности управления активами фонда.

В приложении Р представлены деревья решений для определения универсального и тематического бенчмарка ОПИФ и БПИФ различных категорий на российском рынке коллективных инвестиций, призванные унифицировать выбор для УК. Эта методика, представляется, особенно важна для УК, выбор критерия эффективности управления активами которых затруднен. Тематические бенчмарки охватывают ряд инвестиционных стратегий – от фондов информационных технологий до фондов повышенной доходности. В рамках разработанных автором деревьев решений в случае с универсальными бенчмарками рекомендуется:

- 1) для оценки фондов акций использовать IMOEX и MCFTR;
- 2) для оценки индексных фондов использовать IMOEX, RUSFAR или RUONIA, учетные цены на золото от Банка России в случае с отслеживанием доходности рынка акций, облигаций и товарного рынка, соответственно;
- 3) для оценки фондов денежного рынка использовать RUSFAR или RUONIA, а в случае паевых фондов с валютой в китайских юанях – RUSFARCNY;
- 4) для оценки фондов облигаций использовать RUABITR и RUCBTRNS, а в случае паевых фондов с активами, номинированными в валюте США и ЕС – Индекс замещающих облигаций Cbonds;

5) для оценки паевых фондов, инвестирующих в товарные активы, использовать учетные цены на золото от Банка России. Данный индикатор минимизирует риск искажения справедливой стоимости актива, связанный с потенциальной несостоятельностью рыночных котировок (GLDRUB_TOM, RUGOLD и другие) в условиях санкционных ограничений и инфраструктурных сбоев НКЦ, обеспечивая тем самым непрерывность и объективность сравнительного анализа;

Примечание – В рамках настоящего исследования в выборку вошли исключительно товарные фонды, ориентированные на золото. Для фондов, инвестирующих в серебро, платину или палладий, рекомендуется использовать соответствующие учетные цены на аффинированные драгоценные металлы от Банка России.

б) для оценки смешанных фондов в целях преодоления неоднозначности, присущей использованию множества композитных бенчмарков, использовать единую методику. Она базируется на оценке соотношения долей акций и облигаций в структуре активов паевого фонда с индексом Московской биржи (IMOEX) и композитным индексом облигаций (RUABITR).

Примечание – Первый индекс отражает динамику широкого рынка акций, взвешенного по капитализации с учетом free-float, а второй – совокупную доходность всего спектра ликвидных российских облигаций.

3.2 Модернизация архитектуры дистрибуции инвестиционных паев в России

Как было отмечено в параграфе 1.3, наиболее динамичным элементом архитектуры дистрибуции инвестиционных паев в разных странах выступают маркетплейсы. Преимущества маркетплейсов состоят или вытекают из следующего: 1) возможности удаленного приобретения разных паевых фондов от различных УК с единого счета; 2) низкого уровня комиссий; 3) интеграции с автоматизированными услугами робо-эдвайзеров;

- 4) предоставления вспомогательных источников информации (рейтинги качества управления активами паевых фондов, аналитические исследования);
- 5) доступ к платформам или курсам для обучения и так далее.

Анализ эволюции архитектуры дистрибуции инвестиционных паев в России выявил длительный период (вплоть до 2020-х годов) доминирования закрытой модели. Существенными вехами последующего развития выступили: 1) принятие Федерального закона № 211-ФЗ «О совершении финансовых сделок с использованием финансовой платформы»; 2) запуск в 2024 г. Платформы ПИФ как системы организации ЭДО и проведения операций с инвестиционными паями паевых фондов. Указанные изменения инициировали процесс приобретения паевых фондов на маркетплейсах с использованием единого счета, что ознаменовало переход к новому этапу развития розничного сегмента коллективных инвестиций, сочетающего элементы открытой и закрытой архитектур [5].

Вместе с тем, существенного расширения линейки ПИФ и увеличения числа УК на российских маркетплейсах не наблюдается. Так, на маркетплейсе Московской биржи на конец II квартала 2025 г. присутствовали фонды только пяти УК: «Доходь», «Герои», «Тринфиго», «Альфа-Капитал» и «Метрополь». Совокупная доля их СЧА не превышала 18,9% [52], что свидетельствует о второстепенности данного канала дистрибуции инвестиционных паев. Соответственно, поиск и выработка предложений по совершенствованию модели продаж паевых фондов в России для повышения финансовой доступности рынка коллективных инвестиций сохраняют свою актуальность.

По состоянию на II квартал 2025 г., в России действовало 10 операторов финансовых платформ, спектр услуг которых охватывал кредитование, страхование, выдачу займов и иные направления финансового посредничества. Сравнительный анализ текущего набора услуг, предоставляемых клиентам с их стороны представлен в таблице 31.

Таблица 31 – Сравнительный анализ набора услуг, предоставляемых клиентам финансовых платформ

Наименование	Сбережения	Кредиты и займы	Страхование	Обучение	Инвестиции		
					Акции	Облигации	ПИФ
ПАО Московская Биржа	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
АО ВТБ Регистратор	Нет	Нет	Нет	Нет	Да	Да	Нет
АО «Финансовый Маркетплейс Сравни.ру»	Да	Да	Да	Да	Нет	Нет	Нет
АО «ОФМ»	Нет	Да	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет
АО «Банки.ру Маркетплейс»	Да	Да	Да	Нет	Да	Да	Да
АО «Финфорт МП»	Да	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет
АО «Ванта»	Нет	Да	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет
АО «ЕФР»	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет
АО «УФТ»	Нет	Да	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет
АО «Авито Финанс»	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет
Примечания 1 АО «ЕФР» осуществляет доставку и безбумажное оформление банковских карт. 2 АО «Авито Финанс» работает в тестовом режиме без предоставления услуг							

Источник: составлено автором по материалам [49].

Из представленных выше сведений следует, что ряд финансовых платформ обладают ограниченным набором функций, связанных с банковскими и страховыми услугами, в то время как функционал, направленный на осуществление продажи паевых фондов от различных УК, находится в процессе разработки. 80% операторов финансовых платформ в России фактически выполняют функции агрегаторов финансовой информации, не являясь полноценными маркетплейсами. Реально функционирующими финансовыми платформами, обеспечивающими приобретение паевых фондов от различных УК онлайн с единого счета, выступают лишь сервисы от Банки.ру и Московской биржи. Однако они также несут ряд существенных ограничений и недостатков.

Анализ функционала платформы Банки.ру позволяет выявить диспропорцию между количественным наполнением и качеством

аналитического инструментария. Платформа предоставляет доступ к приобретению в онлайн-режиме 66 ПИФ. Однако набор параметров для отбора инвестиционных паев остается ограниченным. Он включает только 4 параметра: минимальную сумму инвестирования, доходность за 1 и 3 года, уровень комиссий и общую стратегию инвестирования. Ранжирование фондов возможно исключительно по двум метрикам – доходности и уровню комиссий за год. Все это существенно ограничивает возможности сравнительного анализа для инвесторов.

Платформа «Финуслуги» характеризуется более узкой линейкой паевых фондов: для приобретения в онлайн-режиме доступны 44 ПИФ. Одновременно сервис предоставляет более широкие, чем Банки.ру инструменты для аналитики, необходимые для выбора инвестиционных паев – от порога входа до уровня риска.

В целом, проведенный анализ темпов роста клиентской базы российских маркетплейсов, позволяет говорить об их недостаточности, ключевыми причинами чего, по нашей оценке, являются:

- 1) отсутствие полноценного доступа к паевым фондам от различных УК и ограниченное количество паевых фондов;
- 2) недостаточный набор информационных и аналитических данных, необходимых для отбора инвестиционных паев;
- 3) невозможность автоматизированного формирования инвестиционного портфеля под инвестиционный профиль клиента;
- 4) отсутствие ПИФ, основанных на ИИ и алгоритмической торговле, и кооперации платформ с разработчиками робо-эдвайзеров.

Более детальный разбор недостатков информационной составляющей российских маркетплейсов представлен в таблицах 32-33.

Таблица 32 – Характеристика недостатков раскрытия информации о паевых фондах, доступной на платформе «Финуслуги» от Московской биржи (по состоянию на II квартал 2025 г.)

Параметр	Описание	Недостаток
Доходность за период	1 месяц, 3 месяца, 6 месяцев, 1 год, 3 года, за все время	1 Отсутствует показатель избыточной доходности 2 Отсутствует возможность сравнения с бенчмарком непосредственно в интерфейсе
УК	Наименование управляющей компании	1 Отсутствует интеграция с рейтингами надежности и качества услуг УК от Эксперт РА, НРА и других
Риск	Низкий, средний, высокий	1 Отсутствует показатель волатильности доходности пая 2 Не раскрывается методика присвоения уровня риска
Активы фонда	Акции, облигации, смешанный, драгметаллы, денежный	1 Отсутствует детализация по секторам экономики, отраслям и крупнейшим позициям в структуре активов 2 Отсутствует информация о валютной структуре активов
Минимальная инвестиция	Любая, до 100 рублей, до 1000 рублей, до 100 000 рублей	1 Ограниченное число градаций, не позволяющее гибко настраивать поиск под конкретный бюджет пайщика
Быстрые фильтры	Новый, денежные, смешанные, валютные, акционные, облигационные, до 100 рублей, авторские фонды, с выплатой дохода, исламские инвестиции	1 Отсутствует фильтр для ESG-фондов, валютных фондов 2 Фильтр «новый» не содержит информации о сроке существования фонда 3 Фильтр «авторские фонды» не раскрывает критериев отнесения к данной категории
Сортировка по убыванию/возрастанию	По доходности, по минимальной покупке, по СЧА	Отсутствует сортировка по уровню риска, комиссиям, коэффициенту Шарпа и так далее

Источник: составлено автором по материалам [9].

Таблица 33 – Информационная витрина паевого фонда «Альфа-Капитал Облигации Плюс» на платформе «Финуслуги» от Московской биржи (по состоянию на II квартал 2025 г.)

Параметр	Описание	Недостаток
1	2	3
О фонде	Фокус на корпоративных облигациях с оптимальным соотношением долгосрочной потенциальной доходности и инвестиционных рисков и инвестиции в облигации федерального займа в тактических целях	Отсутствует указание на бенчмарк, с которым пайщик мог бы сравнивать результаты управления

Продолжение таблицы 33

1	2	3
Состав фонда	Облигации	—
Покупка	От 100 рублей	—
Уровень риска	Низкий	—
УК	ООО УК «Альфа-Капитал»	—
Историческая доходность	От 1-го месяца до 5-ти лет	Отсутствуют показатели: избыточная доходность и коэффициент Шарпа Отсутствует возможность выгрузки исторических данных
Стоимость пая и СЧА	От 1-го месяца до 5-ти лет	Отсутствует информация об изменении СЧА за счет притока/оттока средств пайщиков и за счет переоценки активов Отсутствует возможности выгрузки исторических данных
Профессиональный управляющий и комментарии	Евгений Жорнист. Директор по работе с облигациями УК «Альфа-Капитал». Опыт работы на инвестиционном рынке превышает 20 лет. «Альфа-Капитал Облигации Плюс» – это рублевый облигационный фонд, основу портфеля которого составляют корпоративные рублевые облигации первого и второго эшелонов. Тактически в фонд могут включаться длинные облигации федерального займа. В фонде делается ставка на рост российского долгового рынка	—
Структура фонда	8 отраслей, 11 эмитентов, 3 актива	—
Комиссии	За управление (2,74% в год), за покупку/продажу инвестиционных паев (0%)	—
Преимущества	Разумные риски, активное управление, удобные решения, налоговые преимущества	Информация носит декларативный характер без опоры на количественные характеристики фонда

Источник: составлено автором по материалам [7].

Проведенный анализ подводит к выводу, что функционал платформы «Финуслуги» требует существенной доработки ввиду выявленных недостатков.

К практическим рекомендациям по устранению недостатков в параметрах скрининга паевых фондов могут быть отнесены:

1) обязательное отражение ряда количественных метрик: стандартное отклонение доходности цены пая, коэффициент Шарпа, избыточная доходность за 1 месяц, 3 месяца, 6 месяцев, 1 год, 3 года, за все время;

2) добавление величины комиссионных расходов инвестора в отдельный фильтр; добавление возможности сортировки по совокупному уровню издержек (вознаграждение УК, СД и СР, а также надбавки и скидки за покупку/продажу инвестиционных паев);

3) детализация параметра «Активы фонда» с помощью добавления подкатегорий: соотношение акций и облигаций для смешанных фондов, отраслевая и валютная структура;

4) добавление фильтра по бенчмарку, предоставляющего возможность отбора паевых фондов, ориентирующихся на конкретный эталонный индикатор – IMOEX, RUABITR и другие;

5) добавление фильтра по ESG-фондам и валютным стратегиям;

6) включение дополнительной градации в параметр «Минимальная инвестиция» – 10 000 руб. и 30 000 руб.;

7) добавление в интерфейс финансовой платформы рейтинга информационной прозрачности ПИФ и УК и рейтинга качества управления активами.

К практическим рекомендациям по устранению выявленных недостатков в информационной витрине паевых фондов могут быть отнесены:

1) дополнение описания фонда указанием универсального или тематического бенчмарка, на который ориентируется профессиональный управляющий, для обеспечения сопоставимости результатов управления и формирования у пайщика объективного ориентира эффективности;

2) введение в раздел исторической доходности показателей избыточной доходности (относительно бенчмарка) и коэффициента Шарпа;

3) добавление информации о факторах изменения СЧА с выделением эффекта притока/оттока средств пайщиков и эффекта переоценки активов;

4) дополнение комментария профессионального управляющего обзором факторов доходности за отчетный период, рыночным прогнозом и аналитическим обоснованием портфельной структуры;

5) унификация раскрытия сведений о профессиональных управляющих с обязательным включением информации об опыте работы на финансовых рынках и перечне паевых фондов, находившихся под управлением;

6) обеспечение возможности выгрузки исторических данных о доходности и СЧА.

При этом развитие маркетплейсов в России должно сопровождаться разработкой регуляторных требований, предотвращающих монополизацию платформами доступа к розничным инвесторам и необоснованное завышение комиссий за размещение паевых фондов. Опираясь на ранее описанный опыт США, где крупнейшие брокерские площадки с 2024 г. взимают с УК плату за включение ETFs в свои торговые системы, целесообразно закрепить в нормативных актах Банка России принципы прозрачности тарифной политики маркетплейсов, предельный уровень комиссий за доступ, а также требование равного ценообразования для всех УК независимо от их размера. Без подобных предостерегающих мер существует риск, что маркетплейсы, призванные снижать барьеры входа, сами превратятся в новый источник институциональных ограничений.

Кроме того, перспективными направлениями повышения эффективности маркетплейсов как канала дистрибуции выступает их интеграция с сервисами робо-эдвайзинга и паевыми фондами, основанными на ИИ-технологиях и алгоритмической торговли.

Примечание – Под ИИ в рамках данной работы понимается совокупность алгоритмов технического анализа, функционирующих на основе обработки больших массивов данных (Big Data) с применением роботизированных аналитических систем.

Эти направления в том числе востребованы в связи с запросом на формирование персонифицированных инвестиционных стратегий. Практический интерес к робо-эдвайзерам связан не только с расчетом на повышение доходности вложений пайщиков, что подчеркивалось в зарубежных исследованиях [150], но и с тем, что роботы-советники помогают снижать операционные расходы УК и комиссии для пайщиков; решают задачи налоговой оптимизации для клиентов; и, главное, – снимают когнитивную нагрузку с инвесторов. Так, международный опыт демонстрирует успешные модели интеграции маркетплейсов с робо-эдвайзерами. В частности, робо-эдвайзер от Betterment, взимая комиссию 0,25% годовых, автоматически ребалансирует портфели из ETFs (а с 2024 г. – также из взаимных фондов Vanguard, Fidelity и других, предлагаемых маркетплейсами) и предлагает автоматический сбор налоговых убытков, который, по оценкам компании, добавляет 0,47-1,27% к доходности после уплаты налогов, что покрывает комиссию для клиентов [153]. Кроме того, в Гонконге CMB Wing Lung Bank построил в 2021 г. робо-эдвайзер Aquimon в мобильный маркетплейс Wintech, предлагая клиентам автоматизированные портфели из взаимных фондов, а India Post Payments Bank совместно с Choice Wealth запустил в Индии цифровую платформу, объединяющую агрегатор взаимных фондов и робо-консультационные услуги [103; 123].

3.3 Анализ эффекта влияния финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов

Прежде чем ставить задачу об оценке эффекта влияния финансовой доступности и инвестиционной привлекательности паевых фондов раскроем авторский подход к измерению финансовой доступности и инвестиционной привлекательности на национальном уровне. Этот подход состоит в построении интегральных индексов – индекса финансовой доступности

(далее в моделях используется обозначение FA) и инвестиционной привлекательности (далее – IA).

Ранее используемые подходы к построению подобных индексов, содержащиеся в работах зарубежных авторов (М. Сарма, А. Демиргюч-Кунт, Л. Клаппер и другие – индексы доступности; А. Гро, М. Вич, К. Лизер и другие – индексы привлекательности), опирались на конструирование обобщенных индикаторов без учета институциональной специфики сектора коллективных инвестиций [134; 135]. В отличие от этого предложенная методика целенаправленно адаптирована к специфике сегмента ПИФ. Это отражается как в выборе факторов доступности/привлекательности, так и в подборе прокси-переменных для наблюдения за их динамикой, указанных в таблицах 34 и 35.

Таблица 34 – Конкретизация факторов доступности рынка коллективных инвестиций

Фактор	Прокси-переменная
Финансовые издержки для розничных инвесторов (для США)	Размер инфраструктурных расходов взаимных фондов и ETFs (для США)
Открытость архитектуры дистрибуции инвестиционных паев (для России)	Количество УК, занимающихся дистрибуцией ОПИФ и БПИФ (для России)
Открытость архитектуры дистрибуции инвестиционных паев (для обеих стран)	Количество зарегистрированных взаимных фондов/ОПИФ и ETFs/БПИФ (для обеих стран)
Нефинансовые издержки для розничных инвесторов (для обеих стран)	Доля домохозяйств, владеющих взаимными фондами/ОПИФ и ETFs/БПИФ (для обеих стран)

Примечание – Количество УК-дистрибьюторов и число зарегистрированных паевых фондов также косвенно снижают нефинансовые издержки, поскольку расширение выбора и упрощение доступа сокращают временные затраты на поиск подходящего инструмента и снижают когнитивную нагрузку на инвестора. Однако в рамках операционализации они закреплены за фактором открытости архитектуры дистрибуции

Источник: составлено автором по материалам [10; 16; 63; 89; 156].

Таблица 35 – Конкретизация факторов инвестиционной привлекательности паевых фондов

Фактор	Прокси-переменная
1	2
Историческая доходность паевого фонда (для обеих стран)	Значение исторической доходности взаимных фондов/ОПИФ и ETFs/БПИФ (для обеих стран)
Волатильность доходности инвестиционного пая (для обеих стран)	Значение стандартного отклонения исторической доходности взаимных фондов/ОПИФ и ETFs/БПИФ (для обеих стран)

Продолжение таблицы 35

1	2
Инвестиционная стратегия паевого фонда, опыт и деловая репутация профессионального управляющего, прозрачность деятельности УК и другие (для обеих стран)	Чистый приток или отток средств домохозяйств из взаимных фондов/ОПИФ и ETFs/БПИФ (для обеих стран)
Примечание – Значения исторической доходности, стандартного отклонения исторической доходности взаимных фондов/ОПИФ и ETFs/БПИФ берутся взвешенными по СЧА для России и средними арифметическими для США	

Источник: составлено автором по материалам [10; 16; 63; 89; 156].

Эмпирическая часть исследования включает расчет интегральных индексов FA и IA для США и России. Различия в доступности данных определила разные временные периоды: для США – 2004-2024 гг.; для России – 2009-2024 гг. Для расчета интегральных индексов была сформирована выборка крупнейших (по СЧА) паевых фондов по состоянию на 2024 г. В США – это 200 взаимных фондов и ETFs; в России – 178 ОПИФ и БПИФ. Выборка покрывает около 80% от совокупной СЧА инструментов коллективного инвестирования для соответствующих категорий в рассматриваемых странах на 2024 г.

Приведем несколько необходимых комментариев к используемой для расчета интегральных индексов методике.

В основу методики работы с прокси-переменными, представленными в таблицах 34 и 35, положена их минимакс-нормализация в диапазоне от 0 до 1. Доли факторов в каждом из индексов принимаются равными (так что каждый имеет вес, равный 33%). Исходные данные для анализа собирались из национальных статистических органов (Росстат для России, FRED для США), дополненных информацией из международных баз (Statista) и отраслевых ресурсов (Investfunds, публикаций Банка России).

Для факторов, увеличение которых способствует росту доступности или привлекательности, применяется прямая нормализация, а для факторов, снижение которых улучшает показатель доступности или привлекательности, например, размер инфраструктурных расходов – обратная. Представим пример формулы (6) обратной минимакс-нормализации ниже

$$x_{norm,t} = \frac{x_{max} - x_t}{x_{max} - x_{min}}, \quad (6)$$

где $x_{norm,t}$ – нормализованное значение прокси-переменной для t -го наблюдения, приведенное к диапазону от 0 до 1, $t = 2010, \dots, 2024$ или $2004, \dots, 2024$;

x_{max} – максимальное значение прокси-переменной за временной период;

x_t – текущее значение прокси-переменной для t -го наблюдения;

x_{min} – минимальное значение прокси-переменной за временной период.

Затем для каждого интегрального индекса вычисляется агрегированное значение как среднее арифметическое нормализованных значений входящих в него факторов (прокси-переменных).

Расчет показателя «размер инфраструктурных расходов» из таблицы 34 ограничен выборкой американских взаимных фондов и ETFs из-за институциональных особенностей сравниваемых рынков: 1) для США характерна исторически сложившаяся стандартизация раскрытия данных под надзором SEC; 2) в России отсутствует унифицированная и сопоставимая отчетность по операционным издержкам паевых фондов за рассматриваемый период. В связи с этим для российского рынка коллективных инвестиций в качестве релевантной переменной используется количество УК, занимающихся дистрибуцией ОПИФ и БПИФ.

Примечание – Не оценивается для США, где открытая модель продаж и универсальная архитектура каналов дистрибуции инвестиционных паев являются отраслевым стандартом, что нивелирует вариативность данного фактора на микроуровне.

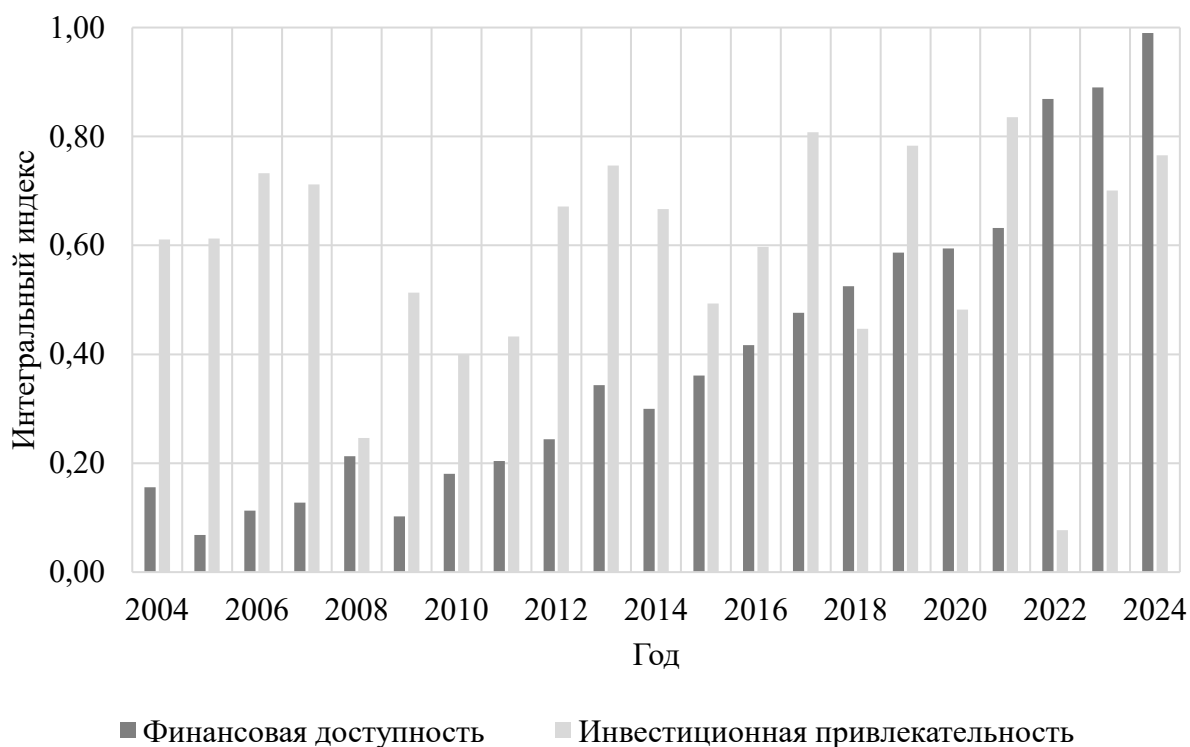
Таким образом, в структуру интегральных индексов включены следующие параметры:

1) для FA: количество зарегистрированных ПИФ/взаимных фондов и ETFs, доля домохозяйств, владеющих паями, число УК – дистрибьюторов ПИФ (для России), размер инфраструктурных расходов (для США);

2) для IA: историческая доходность, волатильность доходности инвестиционных паев, чистый приток/отток средств домохозяйств в/из фондов.

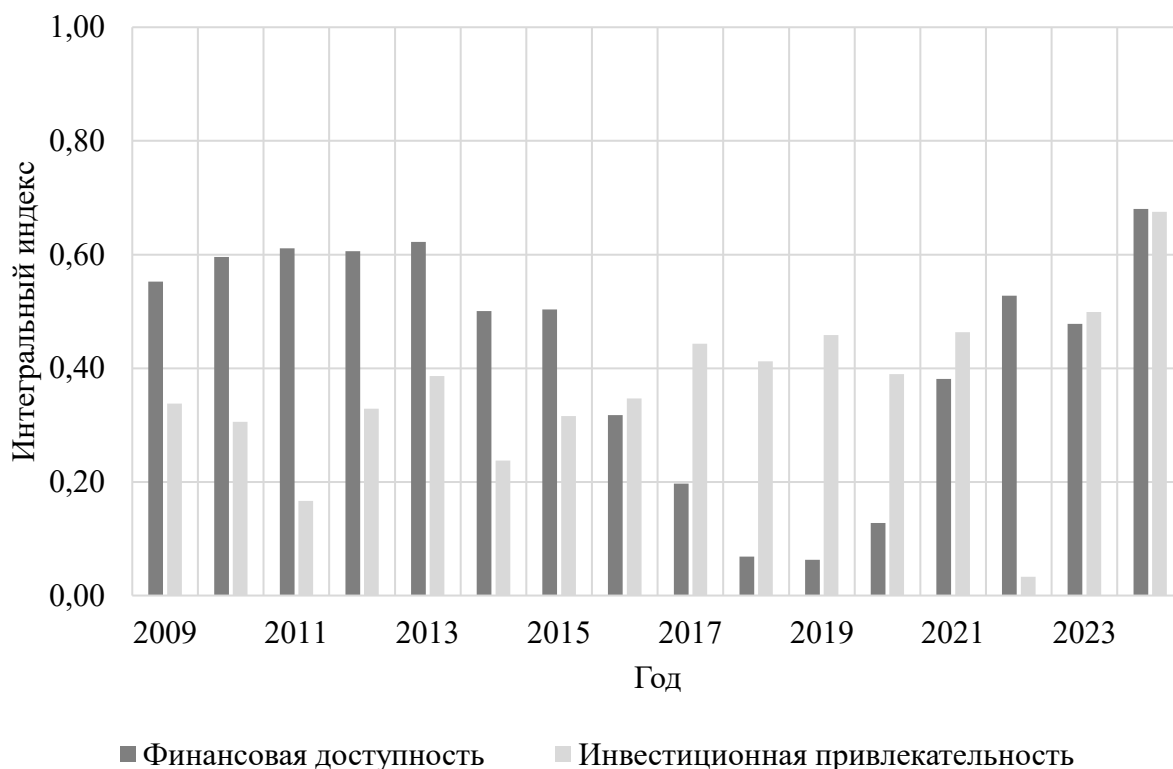
Различия в способах расчета показателей исторической доходности и риска (волатильности) вытекают из структурной особенности рассматриваемых рынков: 1) в США доминируют паевые фонды, реализующие пассивные инвестиционные стратегии; 2) в России наблюдается высокая концентрация активов пайщиков в ограниченном числе крупных фондов.

Покажем на рисунках 10 и 11 динамику интегральных индексов для рассмотренных стран.



Источник: составлено автором.

Рисунок 10 – Интегральные индексы финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов для США за 2004-2024 гг.



Источник: составлено автором.

Рисунок 11 – Интегральные индексы финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов для России за 2009-2024 гг.

Наибольшее значение интегрального индекса финансовой доступности рынка коллективных инвестиций в США и России наблюдалось в 2024 г., составив 0,99 и 0,68. Наибольшее значение интегрального индекса инвестиционной привлекательности рынка паевых фондов наблюдалось в 2021 г. в США и в 2024 г. в России (0,84 и 0,68, соответственно).

В среднем уровень финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов для розничных инвесторов в США демонстрирует высокий и устойчивый рост, в то время как Россия отстает по обоим показателям и демонстрирует нестабильную динамику их изменения, что обусловлено рядом факторов – развитием открытой архитектуры дистрибуции американских инвестиционных паев, более стабильным геополитическим и финансовым положением, другие. Несмотря на рост интегральных индексов финансовой доступности (с 0,55 до 0,68) и инвестиционной привлекательности

(с 0,34 до 0,68) паевых фондов в России за 2009-2024 гг., в данной сфере остается пространство для дальнейшего повышения этих показателей.

Итак, предложенные интегральные индексы финансовой доступности и инвестиционной привлекательности позволяют оценить уровень развития рынка коллективных инвестиций и могут быть использованы в межстрановых сопоставлениях. Однако важен также ответ на вопрос, каким образом изменение доступности и привлекательности может быть связано с ключевыми параметрами индустрии – размером рынка (СЧА) и макропеременными, в частности, благосостоянием населения. Для выявления и оценки указанных взаимосвязей на основе построенных временных рядов интегральных индексов разработаны две эконометрические модели.

Оценим эффекты изменения финансовой доступности и инвестиционной привлекательности, полагаясь на теоретические предпосылки влияния факторов, лежащих в основе FA и IA, на ключевые параметры индустрии паевых фондов и макроэкономические параметры.

Примечание – Под паевыми фондами в рамках данного параграфа настоящего исследования подразумеваются ОПИФ/открытые взаимные фонды и БПИФ/ETFs. Исключение ЗПИФ и ИПИФ (для России) и закрытых взаимных фондов (для США) обосновано тем, что эти инструменты ориентированы на квалифицированных и институциональных инвесторов и не в полной мере отражают розничный спрос и доступность инструментов коллективного инвестирования для массового пайщика.

В качестве ключевого параметра индустрии ПИФ принята суммарная СЧА паевых фондов, которая, на наш взгляд, действительно обладает характеристикой интегральной прокси-переменной масштабов рынка коллективных инвестиций. Макроэкономическим параметром, предположительно коррелирующим с рынком ПИФ, выступают реальные располагаемые доходы домохозяйств (как прокси-переменная благосостояния населения). Оценка эффекта осуществляется с помощью двух эконометрических моделей, построенных на следующих теоретических предпосылках:

1) предпосылка о рациональном поведении инвесторов. Пайщики принимают инвестиционные решения, основываясь на доступной информации об эффективности управления паевыми фондами со стороны УК, что делает значимыми показатели инвестиционной привлекательности (доходность, волатильность, другие);

2) предпосылка о финансовой доступности. Показатели финансовой доступности (количество паевых фондов и УК, издержки для пайщиков, другие) играют существенную роль в расширении канала поступления сбережений населения на финансовый рынок и могут быть положительно связаны как с индикаторами СЧА, так и с показателями благосостояния;

3) предпосылка институциональных различий. Развитие финансовых институтов, уровень защиты прав инвесторов, традиции доверия к финансовым посредникам и качество регулирования рынка коллективных инвестиций различаются в развитых и развивающихся странах. Эти различия определяют, как именно факторы финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов влияют на СЧА и реальные располагаемые доходы домохозяйств;

В качестве объекта анализа взяты рынки России (случай формирующихся рынков) и США (случай развитых рынков).

Эконометрические модели строятся по макроэкономическим и финансовым временным рядам. Построение регрессионных моделей с проверкой на наличие мультиколлинеарности и автокорреляции, нестационарности временного ряда, гетероскедастичности остатков осуществлялось с использованием вычислительной среды Google Colab на языке Python [104].

В рамках данной части исследования строятся две базовых спецификации эконометрических моделей. Первая эконометрическая модель (далее – модель чувствительности размера рынка) направлена на объяснение динамики темпов прироста СЧА паевых фондов под влиянием характеристик функционирования рынка коллективных инвестиций и паевых фондов,

относимых нами к финансовой доступности и инвестиционной привлекательности.

Спецификация модели чувствительности размера рынка представлена в виде формулы (7)

$$\Delta NAV_t = \alpha_0 + \beta_1 \times \Delta FA_t + \beta_2 \times \Delta IA_t + \beta_3 \times Control_t + \varepsilon_t, \quad (7)$$

где ΔNAV_t – изменение СЧА паевых фондов (без учета ЗПИФ и ИПИФ, закрытых взаимных фондов) для t -го наблюдения, $t = 2009, \dots, 2024$ или $2004, \dots, 2024$;

α_0 – свободный член регрессии;

ΔFA_t – изменение индекса финансовой доступности для t -го наблюдения;

ΔIA_t – изменение индекса инвестиционной привлекательности паевых фондов для t -го наблюдения;

$Control_t$ – контрольные переменные для t -го наблюдения;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$ – оцениваемые коэффициенты регрессии;

ε_t – случайная ошибка регрессии для t -го наблюдения.

Примечание – Под изменением в легенде формулы (7) понимается разность первого порядка.

Поскольку методика расчета индексов FA и IA раскрыта выше в данном параграфе, остановимся только на комментариях в отношении выбора контрольных переменных. Этот выбор, описанный в таблице 36, обусловлен необходимостью учета макроэкономических условий и специфических характеристик рынков коллективных инвестиций в развитой и развивающейся экономике.

Таблица 36 – Контрольные переменные для модели чувствительности размера рынка

Условное обозначение	Описание	Обоснование
P_t	Инфляция	Высокий уровень инфляции может вынуждать пайщиков искать защитные инструменты или выводить средства из паевых фондов для обеспечения текущего потребления, что уменьшает СЧА
Δr_t	Изменение процентной ставки (ключевая ставка банка России или ставка ФРС)	Высокий уровень процентных ставок в экономике может вынуждать пайщиков переводить средства из паевых фондов в депозиты
ΔFX_t	Изменение курса национальной валюты по отношению к доллару США или корзине из крупнейших мировых валют	Колебания валютного курса влияют на стоимость валютных активов в портфелях паевых фондов и на привлекательность вложений для нерезидентов
$\Delta Benchmark_t$	Изменение эталонного индикатора фондового рынка (IMOEX или S&P 500)	Рост фондового рынка увеличивает СЧА паевых фондов за счет эффекта переоценки
crisis_2009	Мировой финансовый кризис	Фиктивные переменные, отражающие последствия геополитических и финансовых кризисов, а также экзогенных шоков
crisis_2014	Кризис первой волны антироссийских санкций	
crisis_2020	Пандемия коронавирусной инфекции (COVID-19)	

Источник: разработано автором.

Вторая эконометрическая модель (далее – модель чувствительности благосостояния) направлена на объяснение воздействия изменения исследуемых параметров доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов на реальные располагаемые доходы домохозяйств. Выбор в пользу реальных располагаемых доходов домохозяйств в качестве зависимой переменной объясняется попыткой связать благополучие населения с инвестиционными возможностями индустрии паевых фондов.

Спецификация модели чувствительности благосостояния представлена в виде формулы (8)

$$\Delta DI_t = \alpha_0 + \beta_1 \times \Delta FA_t + \beta_2 \times \Delta IA_t + \beta_3 \times \Delta S_t + \beta_4 \times \Delta ED_t + \beta_5 \times \text{Control}_t + \varepsilon_t, \quad (8)$$

где ΔDI_t – изменение реальных располагаемых доходов домохозяйств для t -го наблюдения, $t = 2009, \dots, 2024$ или $2004, \dots, 2024$;
 α_0 – свободный член регрессии;
 ΔFA_t – изменение индекса финансовой доступности для t -го наблюдения;
 ΔIA_t – изменение индекса инвестиционной привлекательности паевых фондов для t -го наблюдения;
 ΔS_t – изменение сберегательной активности домохозяйств для t -го наблюдения;
 ΔED_t – изменение потребительских расходов населения для t -го наблюдения;
 $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_{5-7}$ – оцениваемые коэффициенты регрессии;
 ε_t – случайная ошибка регрессии для t -го наблюдения.

Выбор независимых переменных, связанных со сберегательной активностью домохозяйств (S) и потребительскими расходами населения (ED), обусловлен необходимостью контроля структурных каналов формирования располагаемых доходов домохозяйств. Переменная S определяется как разность доходов и расходов населения по данным Росстата (для России) или FRED (для США), отражая объем средств, направляемых домохозяйствами на накопление (это формирует долгосрочные финансовые возможности домохозяйств). Переменная ED, в свою очередь, рассчитывается как сумма потребительских расходов населения на покупку товаров и оплату услуг по данным Росстата или FRED, фиксируя текущую реализацию дохода и

чувствительность потребления к изменению макроэкономической конъюнктуры [16; 51; 112].

Выбор контрольных переменных обусловлен необходимостью учета макроэкономических условий и специфических характеристик рынков коллективных инвестиций в развитой и развивающейся экономике. Их список для построения регрессионных моделей представлен в таблице 37.

Таблица 37 – Контрольные переменные для модели чувствительности благосостояния

Условное обозначение	Описание	Обоснование
P_t	Инфляция	Высокий уровень инфляции напрямую влияет на реальные доходы домохозяйств, приводя к уменьшению покупательной способности населения
Δr_t	Изменение процентной ставки (ключевая ставка банка России или ставка ФРС)	Процентная ставка в экономике играет роль регулятора, который либо увеличивает процентные доходы домохозяйств от депозитов, либо увеличивает стоимость обслуживания кредитов, приводя к уменьшению покупательной способности населения
ΔU_t	Изменение безработицы в экономике	Высокий уровень безработицы характеризует утрату основного источника дохода для большинства домохозяйств, означая быстрое снижение уровня жизни и, соответственно, реальных доходов домохозяйств
crisis_2009	Мировой финансовый кризис	Фиктивные переменные, отражающие последствия геополитических и финансовых кризисов, а также экзогенных шоков
crisis_2014	Кризис первой волны антироссийских санкций	
crisis_2020	Пандемия коронавирусной инфекции (COVID-19)	

Источник: разработано автором.

Предложенная конфигурация моделей чувствительности размера рынка и чувствительности благосостояния направлена на объяснение влияния финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов на уровне отрасли и социума. Контрольные переменные подобраны таким образом, чтобы минимизировать эффекты упущенных переменных и выделить чистое влияние на СЧА и реальные располагаемые доходы домохозяйств.

Результаты построения регрессий временного ряда даны в таблицах 38-39.

Таблица 38 – Результаты регрессионного анализа: модель чувствительности размера рынка

Зависимая переменная	Adj. R ²	F-статистика, Р-значение	Коэффициент		Р-значение
По данным рынка США					
Изменение СЧА паевых фондов	74,47	13,56 (0,00)	Финансовая доступность	0,74**	0,05
			Инвестиционная привлекательность	2,00***	0,00
По данным рынка России					
Изменение СЧА паевых фондов	53,60	5,04 (0,02)	Финансовая доступность	0,11*	0,06
			Инвестиционная привлекательность	0,15**	0,03
			Инфляция	-0,02	0,72
			Бенчмарк	0,05	0,43
*Уровень значимости 10%. **Уровень значимости 5%. ***Уровень значимости 1%					

Источник: составлено автором.

Таблица 39 – Результаты регрессионного анализа: модель чувствительности благосостояния

Зависимая переменная	Adj. R ²	F-статистика, Р-значение	Коэффициент		Р-значение
1	2	3	4	5	6
По данным экономики США					
Изменение реальных располагаемых доходов домохозяйств	36,84	2,65 (0,08)	Финансовая доступность	0,07	0,49
			Инвестиционная привлекательность	0,25**	0,05
			Сберегательная активность домохозяйств	0,09	0,54
			Кризис 2009 г.	0,08	0,37
			Кризис 2020 г.	0,15	0,31
По данным экономики России					
Изменение реальных располагаемых доходов домохозяйств	80,60	10,02 (0,00)	Финансовая доступность	0,64	0,33
			Инвестиционная привлекательность	1,65***	0,01
			Сберегательная активность домохозяйств	2,60***	0,00
			Безработица	-1,74*	0,09

Продолжение таблицы 39

1	2	3	4	5	6
Изменение реальных располагаемых доходов домохозяйств	80,60	10,02 (0,00)	Кризис 2009 г.	0,00	0,31
			Кризис 2014 г.	-0,67	0,17
			Кризис 2020 г.	-0,76	0,32
*Уровень значимости 10%. **Уровень значимости 5%. ***Уровень значимости 1%					

Источник: составлено автором.

Прокомментируем результаты оценки моделей чувствительности размера рынка. Анализ показывает, что эффект финансовой доступности на СЧА является положительным и значимым, при этом в США ($\beta = 0,74$) он значительно превышает аналогичный показатель в России ($\beta = 0,11$). На наш взгляд, это объясняется более высоким уровнем развития финансового сектора США и более длительным формированием условий доступности, влияющих на решения об инвестировании в фонды. Временной лаг влияния также различается: в США эффект проявляется через 2 года, тогда как в России – через 1 год, что отражает более короткий инвестиционный горизонт и высокие рыночные риски в развивающихся экономиках. Полученные результаты подчеркивают необходимость учета институциональных особенностей и временной структуры влияния при разработке политики по развитию финансового рынка. С практической точки зрения, для США приоритетными направлениями политики являются дальнейшее совершенствование институциональной среды и поддержание высокого уровня финансовой инклюзии, тогда как для России – стимулирование спроса на услуги коллективных инвестиций, повышение доверия населения к финансовым институтам и снижение когнитивной нагрузки инвесторов, что позволит увеличить эластичность рынка паевых фондов к улучшению инвестиционного климата и расширению финансовой доступности.

Далее обратимся к результатам оценки моделей чувствительности благосостояния. Они показывают, что инвестиционная привлекательность

является значимым фактором роста реальных располагаемых доходов как в США ($\beta = 0,25$, $p < 0,05$), так и в России ($\beta = 1,65$, $p < 0,01$). Финансовая доступность не достигает статистической значимости ни в одной из стран, несмотря на положительный знак коэффициентов. Данный результат может быть объяснен существенно более продолжительным временным лагом воздействия финансовой доступности на реальные располагаемые доходы домохозяйств по сравнению с суммарной СЧА, что требует более длинного временного горизонта для эмпирической идентификации. Вполне объяснимо, что значимым фактором динамики благосостояния в России выступает показатель сбережений домохозяйств ($\beta = 2,60$, $p < 0,01$).

Полученные результаты могут быть использованы для решения ряда задач: 1) сценарного прогнозирования, а именно оценки как изменение факторов инвестиционной привлекательности паевых фондов повлияет на целевые показатели развития инструментов коллективного инвестирования и благосостояния населения при различных сценариях; 2) бенчмаркинга, а именно сравнительного анализа значимости различных факторов инвестиционной привлекательности паевых фондов в развитых и развивающихся странах для выявления эталонных значений показателей; 3) целеполагания, а именно обоснованной постановки целей развития инструментов коллективного инвестирования и благосостояния населения на основе выявленных взаимосвязей.

Практическая направленность полученных результатов более развернуто представлена в приложении С в разрезе трех ключевых групп стейкхолдеров: Банка России, определяющего стандарты раскрытия информации и архитектуру дистрибуции инвестиционных паев; профессиональных участников рынка коллективных инвестиций (УК и операторов маркетплейсов), непосредственно внедряющих разработанные рекомендации в свои бизнес-процессы; розничных инвесторов, выступающих конечными бенефициарами повышения финансовой доступности и инвестиционной привлекательности. В табличной форме представлены

целевые установки, конкретные шаги по внедрению каждой авторской разработки и ожидаемый эффект для каждой группы пользователей.

Выводы по главе 3

В рамках третьей главы достигнуты следующие результаты:

1) раскрыты недостатки и уязвимости информационной среды российского рынка коллективных инвестиций: применительно к маркетплейсам – это несовершенство механизмов скрининга паевых фондов и ограниченность аналитического функционала; применительно к УК – отсутствие регулярности включения бенчмарков в КИД и ПДУ, отсутствие унифицированного подхода к раскрытию информации о паевых фондах со схожей инвестиционной стратегией и близким соотношением риска и доходности;

2) сформирован комплексный подход к повышению информационной прозрачности данного рынка, включающий: а) разработку алгоритма построения композитных портфелей для паевых фондов с общими инвестиционными стратегиями и схожим соотношением риска и доходности; б) разработку деревьев решений для унификации выбора универсальных и тематических бенчмарков, таких как IMOEX, RUSFAR, учетные цены на золото от Банка России и другие; в) расширение инструментария скрининга паевых фондов; г) интеграцию маркетплейсов с сервисами робо-эдвайзеров; д) формирование обособленной категории фондов на основе ИИ и алгоритмической торговли;

3) разработаны интегральные индексы финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов и построены временные ряды данных индексов за период с 2004 г. по 2024 г. для США и с 2009 г. по 2024 г. для России;

4) охарактеризована взаимосвязь суммарной СЧА паевых фондов и реальных располагаемых доходов домохозяйств с индексами финансовой

доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов с помощью двух многофакторных эконометрических моделей – чувствительности размера рынка и чувствительности благосостояния, что позволяет проводить оценку макроэффектов политики в индустрии коллективных инвестиций и улучшить качество целеполагания в данной области.

Заключение

Поставленная в настоящем исследовании цель состояла в развитии теоретических положений и разработке методического инструментария по повышению финансовой доступности рынка коллективных инвестиций через совершенствование архитектуры дистрибуции инвестиционных паев и повышению инвестиционной привлекательности паевых фондов посредством совершенствования методики оценки качества управления активами паевых фондов.

В рамках исследования получены следующие основные научные результаты:

1) впервые на основе эмпирического анализа финансовых и нефинансовых издержек, сопутствующих дистрибуции инвестиционных паев в США и России, а также анализа модели рынка ПИФ в контексте открытости каналов продаж, установлено, что доступность рынка коллективных инвестиций для розничных инвесторов определяется не только уровнем комиссионного вознаграждения, но и совокупностью нефинансовых параметров, включая широту линейки предлагаемых инструментов, доступ к независимой аналитике и сервисам робо-эдвайзинга, открытость каналов дистрибуции. На основе эмпирического исследования финансовых и нефинансовых издержек по каналам продаж в США и России выявлено, что на американском рынке коллективных инвестиций существует многообразие каналов предложения и оборота паев с различным сочетанием финансовых и нефинансовых издержек, что предоставляет инвесторам возможность выбора в зависимости от их предпочтений. Инвесторы в США несут низкие издержки в виде комиссий и более низкие нефинансовые издержки. В российской модели, характеризующейся гибридной архитектурой с сохраняющимся доминированием аффилированных с крупнейшими финансовыми институтами каналов, это порождает одновременно повышенные финансовые издержки (2,25% для ОПИФ и 0,90% для БПИФ) и высокие нефинансовые

барьеры. Использование маркетплейсов, несмотря на более высокие комиссии, формирует открытую архитектуру и конкурентную среду, однако их аналитический функционал пока несовершенен. Полученный результат имеет теоретическое значение для развития концепции финансовой доступности применительно к рынкам коллективных инвестиций (предложена многомерная оценка доступности, включающая как ценовые, так и неценовые параметры, что углубляет теорию финансового посредничества) и практическую значимость для обоснования направлений институциональных реформ, включая развитие маркетплейсов, внедрение независимых рейтингов и интеграцию робо-эдвайзинга;

2) впервые охарактеризована российская двухконтурная модель дистрибуции инвестиционных паев, синтезирующая внебиржевой и биржевой контуры обращения в рамках единой инфраструктуры Московской биржи, НКЦ и НРД. Сравнительный анализ с двадцатью зарубежными юрисдикциями показал, что российская модель не является комбинацией заимствованных практик (американской, европейской, азиатской), а представляет собой оригинальную институциональную конфигурацию, отличающуюся от изученных аналогов по четырем системным признакам: а) наличие сервиса внебиржевых сделок без листинга паев с расчетами через ЦК; б) допуск классических ПИФ к биржевым торгам с формированием вторичного рынка; в) наличие централизованной системы учета прав на инвестиционные паи; г) объединение биржевой площадки, ЦК и ЦД в рамках одной группы. В отличие от зарубежных аналогов, где биржевой и внебиржевой контуры, как правило, институционально разделены либо один из них существенно подавлен, российская двухконтурная модель обеспечивает комплементарность каналов, что создает предпосылки для повышения финансовой доступности и непрерывности обращения паев для розничных инвесторов. Эмпирически подтверждено, что двухконтурная модель снижает среднегодовые издержки пайщиков, повышает ликвидность инвестиционных паев и формирует конкурентную среду среди финансовых посредников благодаря устранению

барьеров входа в ПИФ без листинга и прозрачности ценообразования; доля биржевого канала в СЧА ПИФ, зарегистрированных Банком России, составила 57,4% на I квартал 2026 г., что подтверждает его востребованность. Российская двухконтурная модель дистрибуции инвестиционных паев рассматривается как ориентир для совершенствования архитектуры рынка коллективных инвестиций в развивающихся странах. В качестве практической рекомендации Банку России предлагается организовать систематический сбор и публикацию агрегированных данных о внебиржевых сделках с инвестиционными паями, включая операции через Платформу ПИФ. Это позволит обеспечить полноценный мониторинг двухконтурной модели дистрибуции, повысить прозрачность внебиржевого сегмента и сформировать эмпирическую основу для его дальнейшего регулирования;

3) разработан и апробирован эконометрический подход к оценке детерминант эффективности управления паевыми фондами. В отличие от более ранних исследований в спецификацию регрессионных моделей включены пять оригинальных факторов, ранее не рассматривавшихся в научной литературе применительно к российским ОПИФ и БПИФ: монотонность цены инвестиционного пая, рейтинг информационной прозрачности ПИФ и УК, социально ответственное инвестирование, номинирование цены фонда в валюте, регулярность выплат дохода от ПИФ. На основе ежеквартальных данных выборки из 116 ОПИФ и 94 БПИФ за 2014-2025 гг. эмпирически установлено, что положительная статистически значимая взаимосвязь с избыточной доходностью и СЧА прослеживается для факторов монотонности цены пая, рейтинга информационной прозрачности и регулярности выплат дохода. Существенным представляется эмпирически подтвержденный вывод о том, что повышение уровня информационной прозрачности ПИФ и УК сопровождается статистически значимым ростом СЧА для ОПИФ облигаций и смешанных ОПИФ, что впервые на российской выборке количественно доказывает конвертацию прозрачности в прямые финансовые выгоды УК, выражающиеся в увеличении активов

под управлением. Предложенный набор факторов отличает разработанный подход от исследований А.В. Галановой, Т.В. Тепловой, А.Е. Абрамова и других, ограничивавшихся анализом традиционных доходно-рисковых характеристик. Значимость полученных результатов подтверждается высокими значениями скорректированного коэффициента детерминации: для моделей избыточной доходности показатель достигает 44,4%, что существенно превышает диапазон значений (4,8-28%), характерный для предшествующих российских исследований, а для моделей стоимости чистых активов – 97,9%, что подтверждает практическую применимость полученных выводов для целей рейтингования и сравнительного анализа эффективности управления ПИФ;

4) разработана и апробирована методика рейтинговой оценки качества управления активами ОПИФ и БПИФ различных категорий, базирующаяся на выявленных детерминантах эффективности управления, отражающих аспекты финансовой доступности и инвестиционной привлекательности. В отличие от методики Эксперт РА, наследующей подход к присвоению рейтингов кредитоспособности и не учитывающей специфику паевых фондов, авторская методика включает факторы, непосредственно влияющие на динамику стоимости чистых активов и формирование избыточной доходности фонда. Проведенная верификация на 88 ОПИФ и 68 БПИФ подтвердила преимущества разработанной методики, в том числе для ОПИФ акций, получивших максимальную рейтинговую оценку. Медианное значение избыточной доходности составило 12,08% против 2,18% по методике Эксперт РА, а медианное значение коэффициента Шарпа – 0,59 против 0,09. Доказано, что предложенная методика обеспечивает более качественную дифференциацию фондов по эффективности управления и создает основу для обоснованного инвестиционного выбора розничными инвесторами, позволяя идентифицировать фонды с устойчиво высокой эффективностью, снижая информационную асимметрию и трансакционные издержки выбора;

5) Выявлены системные недостатки информационной среды российского рынка паевых инвестиционных фондов, среди которых ограниченность параметров скрининга на маркетплейсах, отсутствие эталонных бенчмарков у значительной части УК, нестандартизированность раскрытия данных по фондам со сходными инвестиционными стратегиями. Опираясь на понятийный аппарат поведенческой экономики (ограниченность внимания инвестора, эффект фрейминга, когнитивная перегрузка при выборе из множества альтернатив), разработан комплексный подход к повышению прозрачности индустрии коллективных инвестиций и снижению трансакционных издержек. Предложенный подход включает четыре взаимосвязанных элемента: модернизацию скринингового функционала маркетплейсов за счет внедрения многомерной системы количественных, риск-скорректированных и структурных фильтров (волатильность, коэффициент Шарпа, избыточная доходность, инструментальная, отраслевая и валютная структура активов, универсальные и тематические бенчмарки, ESG-стратегии); идентификацию универсальных и тематических бенчмарков в КИД и ПДУ; формирование композитных портфелей из ОПИФ и БПИФ с единой стратегией и схожим риск-профилем для обеспечения корректного межрыночного сравнения и соответствия стандартам GIPS; внедрение в КИД и ПДУ авторских рейтингов информационной прозрачности и качества управления активами. Реализация разработанного подхода позволяет снизить трансакционные издержки розничных инвесторов и повысить обоснованность их инвестиционных решений за счет преодоления когнитивных ограничений, связанных с обработкой неструктурированной и избыточной информации, что особенно значимо для массового инвестора в условиях роста числа фондов, усложнения их стратегий и сохранения информационной асимметрии между УК и клиентами;

6) разработана методика построения интегральных индексов финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов. В отличие от зарубежных подходов

(М. Сарма, А. Демиргюч-Кунт, Л. Клаппер и другие – для индексов доступности; А. Гро, М. Вич, К. Лизер и другие – для индексов привлекательности), конструирующих обобщенные индикаторы без учета институциональной специфики сектора коллективных инвестиций, предложенная методика целенаправленно адаптирована к данному сегменту. В структуру индексов включены параметры, отражающие аспекты финансовой доступности и инвестиционной привлекательности (историческая доходность, волатильность доходности инвестиционных паев, размер инфраструктурных издержек фондов количество зарегистрированных ПИФ, доля домохозяйств, владеющих паями, число УК-дистрибьюторов, динамика притока/оттока средств). На основе эконометрического анализа временных рядов подтверждена статистически значимая положительная взаимосвязь интегрального индекса инвестиционной привлекательности с динамикой суммарной СЧА паевых фондов, и реальных располагаемых доходов домохозяйств в России и США. Влияние финансовой доступности оказалось положительным для обеих стран, однако значимость подтверждена только для модели чувствительности размера рынка (суммарных СЧА). Явное влияние финансовой доступности на благосостояние может не обнаруживаться вследствие большего количества дополнительных факторов благосостояния, не учитываемых спецификацией модели.

Сконструированные индексы выступают в качестве измерительного инструмента для достижения целевых ориентиров, зафиксированных в среднесрочных документах развития финансового рынка Банка России, и позволяют регулятору обосновывать макроэкономические рекомендации по развитию рынка коллективных инвестиций с учетом его реакции на изменение инвестиционной привлекательности соответствующих инструментов.

Вместе с тем, в проведенном исследовании выявлены некоторые ограничения и направления для дальнейших исследований. В частности, можно отметить необходимость дальнейшей работы по: 1) углублению анализа

детерминант эффективности управления паевыми фондами и выявлению причинно-следственных связей; 2) разработке дифференцированных методик оценки качества управления активами для всех категорий паевых фондов; 3) модернизации интегральных индексов финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов, а также моделей чувствительности размера рынка и чувствительности благосостояния посредством калибровки весовых коэффициентов на расширенных выборках данных и эмпирической верификации их прогностической способности на расширенных временных горизонтах. Следует также признать, что за рамками настоящего исследования остался инфраструктурный аспект вторичного оборота инвестиционных паев, включая проблематику трейдинга, внутридневной ликвидности и высокочастотных стратегий, что требует отдельного теоретического и эмпирического осмысления, в том числе с учетом опыта зарубежных фондовых площадок.

Список сокращений и условных обозначений

В настоящей диссертации применяют следующие сокращения и обозначения:

ATFund (Alternative Trading Fund) – альтернативная торговая площадка для взаимных фондов открытого типа, где торги осуществляются по СЧА без образования вторичного рынка инвестиционных паев (Италия);

DTC (Depository Trust Company) – корпорация, выполняющая функции центрального депозитария ценных бумаг (США);

DTCC (Depository Trust and Clearing Corporation) – инфраструктурная компания финансового рынка, которая предоставляет услуги по клирингу, расчетам и отчетности для участников финансовых рынков (США);

DvP (Delivery Versus Payment) – метод расчетов по сделкам с ценными бумагами, при котором движение ценных бумаг и денежных средств происходит одновременно;

ESG (Environmental, Social, Governance) – концепция устойчивого развития бизнеса, которая оценивает компании не только по финансовым показателям, но и по тому, как они влияют на окружающую среду, общество, а также по качеству управления;

ETC (Exchange Traded Commodity) – биржевой товарный инструмент, обеспеченный физическим сырьем (Германия);

ETF (Exchange Traded Fund) – биржевой инвестиционный фонд, торгуемый на фондовых биржах;

ETMF (Exchange-Traded Managed Fund) – торгуемый на бирже управляемый фонд с активным управлением, сочетающий черты взаимного фонда открытого типа и ETFs (Австралия);

ETN (Exchange Traded Note) – биржевая долговая расписка, удостоверяющая право требования выплаты, привязанной к динамике индекса или актива (Германия);

Fiagro (Fundo de Investimento nas Cadeias Produtivas do Agronegocio) – взаимный фонд финансирования производственных цепочек агробизнеса закрытого типа, торгуемый на бирже (Бразилия);

FIP (Fundo de Investimento em Participacoes) – взаимный фонд прямых инвестиций закрытого типа, паи которого могут обращаться на бирже (Бразилия);

FRED (Federal Reserve Economic Data) – онлайн-база экономических данных, поддерживаемая исследовательским департаментом Федерального резервного банка Сент-Луиса (США);

Fund/Serv – стандартизированная автоматизированная система для обработки, подтверждения и проведения расчетов по сделкам с инвестиционными паями взаимных фондов и другими инвестиционными продуктами (США);

GIPS (Global Investment Performance Standards) – набор добровольных этических принципов, которые инвестиционные компании соблюдают для обеспечения полного раскрытия и справедливого представления результатов своей инвестиционной деятельности;

ICI (Investment Company Institute) – глобальная ассоциация регулируемых фондов в США, а также аналогичных фондов, предлагаемых инвесторам в юрисдикциях по всему миру;

InvIT (Infrastructure Investment Trust) – инвестиционный траст в инфраструктуру, торгуемый на бирже, международный аналог ЗПИФ инфраструктурных проектов (Индия);

LOF (Listed Open-ended Fund) – взаимный фонд открытого типа, инвестиционные паи которого одновременно обращаются на бирже и могут погашаться у УК (Китай);

Networking – централизованная и стандартизированная система передачи данных для обмена информацией о счетах клиентов между участниками инвестиционной отрасли;

NSCC (National Securities Clearing Corporation) – Национальная клиринговая корпорация по ценным бумагам (США);

OFC (Open-ended Fund Company) – открытая инвестиционная компания с переменным капиталом, которая может быть зарегистрирована для листинга и обращения на бирже (Гонконг);

Omni/Serv – платформа для передачи данных в финансовой сфере;

OTC (Over-the-Counter) – внебиржевой рынок, сегмент финансового рынка, на котором сделки с финансовыми инструментами, включая инвестиционные паи, заключаются напрямую между контрагентами без участия биржевой площадки;

REIT/J-REIT/G-REIT/FII/SIIC (Real Estate Investment Trust) – инвестиционный траст недвижимости, торгуемый на бирже, международный аналог ЗПИФ недвижимости (Япония, Германия, Бразилия, Франция и другие);

SEC (Securities and Exchange Commission) – Комиссия по ценным бумагам и биржам (США);

SICAV (Sociedad de Inversion de Capital Variable) – открытая инвестиционная компания с переменным капиталом, акции которой обращаются на бирже (Испания);

Sponsored Fund – взаимный фонд открытого или закрытого типа, допущенный к биржевым торгам при условии наличия спонсора (маркетмейкера), обеспечивающего ликвидность (Швейцария);

БПИФ – биржевой паевой инвестиционный фонд;

ВВП – валовой внутренний продукт;

ЗПИФ – закрытый паевой инвестиционный фонд;

ИИС – индивидуальный инвестиционный счет для физических лиц, предоставляющий налоговые льготы при инвестировании в ценные бумаги (Россия);

ИПИФ – интервальный паевой инвестиционный фонд;

КИД – ключевой информационный документ;

Минимакс – метод нормализации данных, который масштабирует все значения признаков в заданном диапазоне, обычно от 0 до 1;

НАУФОР – Национальная ассоциация участников фондового рынка (Россия);

НИК – независимый инвестиционный консультант;

НКЦ – Национальный клиринговый центр;

НПФ – негосударственный пенсионный фонд, осуществляющий деятельность по негосударственному пенсионному обеспечению, формированию долгосрочных сбережений и/или обязательному пенсионному страхованию;

НРД – Национальный расчетный депозитарий;

ОПИФ – открытый паевой инвестиционный фонд;

ПДС – программа долгосрочных сбережений, механизм добровольных накоплений граждан с государственным софинансированием (Россия);

ПДУ – правила доверительного управления;

ПИФ – паевой инвестиционный фонд;

СД – специализированный депозитарий;

СР – специализированный регистратор;

СЧА – стоимость чистых активов;

УК – управляющая компания;

Хот-дек – способ обработки пропущенных данных, при котором каждое отсутствующее значение заменяется на наблюдаемое значение от «похожего» объекта в наборе данных;

ЦД – центральный депозитарий;

ЦК – центральный контрагент;

ЦСУ ИП ПИФ – централизованная система учета инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов (Россия);

ЭДО – электронный документооборот.

Список литературы

Монографии и книги

1. Абрамов, А.Е. Институциональные инвесторы в мире: особенности деятельности и политика развития / А.Е. Абрамов ; под редакцией А.Д. Радыгина. – 2-е издание. – Москва : Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2014. – 206 с. – ISBN 978-5-7749-0981-0.
2. Криничанский, К.В. Цифровые траектории экономики и финансов в XXI веке: монография / К.В. Криничанский, Б.Б. Рубцов, А.Е. Абрамов [и др.] ; под редакцией Б.Б. Рубцова [и др.]. – Москва : КноРус, 2023. – 232 с. – 1000 экз. – ISBN 978-5-406-11585-5.

Нормативные правовые акты

3. О раскрытии, распространении и предоставлении информации акционерными инвестиционными фондами и управляющими компаниями инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, а также о требованиях к расчету доходности инвестиционной деятельности акционерного инвестиционного фонда и управляющей компании паевого инвестиционного фонда [Указание Банка России от 02.11.2020 № 5609-У (редакция от 23.12.2025)]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_371915 (дата обращения: 03.05.2026).
4. Российская Федерация. Законы. О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации. № 600-ФЗ : федеральный закон [принят Государственной Думой 06 декабря 2023 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный.

– URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_464782/ (дата обращения: 15.05.2026).

5. Российская Федерация. Законы. О совершении финансовых сделок с использованием финансовой платформы. № 211-ФЗ (редакция от 27.10.2025) : федеральный закон [принят Государственной Думой 09 июля 2020 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный.
– URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_357765/ (дата обращения: 17.05.2026).

6. Российская Федерация. Законы. Об инвестиционных фондах. № 156-ФЗ (редакция от 09.04.2026) : федеральный закон [принят Государственной Думой 11 октября 2001 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_34237/ (дата обращения: 17.05.2026).

Электронные ресурсы

7. «Финуслуги» : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://finuslugi.ru/> (дата обращения 20.12.2024). – Текст : электронный.

8. «Эксперт РА» подтвердил рейтинг АО УК «Первая» на уровне A++ / Эксперт РА : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://raexpert.ru/releases/2024/dec27h> (дата обращения: 10.01.2025).

9. Cbonds : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://cbonds.ru/> (дата обращения: 14.01.2025). – Текст : электронный.

10. Investfunds : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://investfunds.ru/funds/?qual=on&type=0-2> (дата обращения: 31.12.2025). – Текст : электронный.

11. Активы взаимных фондов в США / TheGlobalEconomy : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://ru.theglobaleconomy.com/USA/mutual_fund_assets/ (дата обращения: 04.10.2024).

12. Анализ деятельности управляющих компаний в 2024 году / НАУФОР : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://pif.naufor.ru/tree.asp?n=31654> (дата обращения: 07.04.2026).

13. Анализ деятельности управляющих компаний в первом полугодии 2025 года / НАУФОР : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://pif.naufor.ru/tree.asp?n=31653> (дата обращения: 07.08.2026).

14. АО УК «Первая» / СПАРК-Интерфакс : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://spark-interfax.ru/moskva-presnenski/ao-pervaya-inn-7710183778-ogrn-1027739007570-707404f875da417ba6329edc390aa447> (дата обращения: 10.01.2025).

15. Аффилированные лица УК «Первая» / Audit-it.ru : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.audit-it.ru/contragent/1027739007570_ao-uk-pervaya (дата обращения: 10.01.2025).

16. Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://cbr.ru/> (дата обращения: 01.12.2025). – Текст : электронный.

17. Биржевые инвестиционные фонды на Московской бирже / Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/msn/etf> (дата обращения: 31.12.2025).

18. Взаимный фонд «без нагрузки»: основные понятия и термины / Финам : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток.

– Текст : электронный. – URL: <https://www.finam.ru/publications/item/vzaimnyy-fond-bez-nagruzki-20230629-0739/> (дата обращения: 05.08.2024).

19. Витрина данных паевых инвестиционных фондов / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/RSCI/data_showcase/ (дата обращения: 13.06.2026).

20. Глобальные стандарты оценки результатов инвестирования / GIPS : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.gipsstandards.org/wp-content/uploads/2021/03/Russian-Translation-2010.pdf> (дата обращения: 04.05.2025).

21. Динамические ряды основных показателей деятельности паевых инвестиционных фондов и акционерных инвестиционных фондов / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/statistics/RSCI/activity_uk_if/stat_pif_aif/ (дата обращения: 05.01.2025).

22. Доклад «Информационная прозрачность на рынке ценных бумаг: эмитенты и условия первичного размещения их акций» от Банка России / РБК : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/67bc81c09a79473a2ead0b5d> (дата обращения: 03.05.2025).

23. Инвестиционные фонды на российском рынке. Назад в будущее / НАСФП : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://etf.invest-conf.ru/> (дата обращения: 03.05.2025).

24. Индекс МосБиржи полной доходности / Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/ru/index/totalreturn/MCFTR> (дата обращения: 02.05.2025).

25. Инструменты фондового рынка на Московской бирже / Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение

суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/msn/stock-instruments#/> (дата обращения 06.04.2026).

26. Интерфакс-ЦРКИ : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.e-disclosure.ru/> (дата обращения: 13.01.2025). – Текст : электронный.

27. Команда управляющих в УК «Первая» / Investfunds : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://investfunds.ru/uk/First-Asset-Management/> (дата обращения: 10.01.2025).

28. Кредитные рейтинги, некредитные рейтинги надежности и качества услуг, ESG-рейтинги / НРА : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.rational.ru/ratings/> (дата обращения: 10.01.2025).

29. Методика оценки паевых инвестиционных фондов от РЭШ / Forbes : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.forbes.ru/article/39859-metodologiya-otsenki-pifov> (дата обращения: 06.01.2025).

30. Методика построения рейтингов качества доверительного управления паевыми инвестиционными фондами акций, облигаций и смешанных инвестиций / Investfunds : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://data.investfunds.ru/files/mutuals_rating_methodics.pdf (дата обращения: 06.01.2025).

31. Методика присвоения некредитных рейтингов надежности и инвестиционной привлекательности закрытым паевым инвестиционным фондам по национальной шкале паевых инвестиционных фондов для Российской Федерации / НРА : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.rational.ru/methodology/> (дата обращения: 05.01.2025).

32. Методика присвоения рейтингов качества паевым инвестиционным фондам / Эксперт РА : официальный сайт. – Москва.

– Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://raexpert.ru/docbank//e7d/51a/503/51dc1aeef98b1ebd4a03ab4.pdf> (дата обращения: 31.12.2025).

33. Методика присвоения рейтингов надежности и качества услуг управляющим компаниям / Эксперт РА : : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://raexpert.ru/docbank//e59/8ee/093/8d036863e2aa288919149de.pdf> (дата обращения: 31.12.2025).

34. Московская биржа предоставила возможность заключать внебиржевые сделки с паями без листинга / Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/n96540?ysclid=mpfsdvxgek975307766> (дата обращения: 10.01.2026).

35. НАУФОР : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://pif.naufor.ru/> (дата обращения: 14.01.2025). – Текст : электронный.

36. Национальные счета. Валовой внутренний продукт в текущих ценах за 1995-2025 гг. / Росстат : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://rosstat.gov.ru/> (дата обращения: 25.05.2026).

37. НРД предложил ЦБ меры для более удобной покупки и продажи паевых фондов / РБК : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/693ff58c9a79477d67e5abc6?ysclid=mnoq36n4cv596795415> (дата обращения: 05.04.2026).

38. Обзор ключевых показателей управляющих компаний за третий квартал 2025 г. / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/59449/review_uk_25Q3.pdf (дата обращения: 07.12.2025).

39. Обзор ключевых показателей управляющих компаний за четвертый квартал 2025 г. / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/55183/review_uk_24Q4.pdf (дата обращения: 29.05.2026).

40. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2026 год и период 2027 и 2028 годов / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/181362/onrfr_2026_2028.pdf (дата обращения: 04.05.2026).

41. Основные показатели деятельности паевых инвестиционных фондов / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://cbr.ru/RSCI/statistics/> (дата обращения: 20.05.2026).

42. Отчет о работе с обращениями за январь-сентябрь 2025 г. / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/59368/2025_3.pdf (дата обращения: 15.12.2025).

43. Письмо в ЦБ РФ о дистрибьюции паев / НАУФОР : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <http://ss.naufor.ru/tree.asp?n=11075> (дата обращения: 04.12.2024).

44. Платформа ПИФ – это единая витрина паевых инвестиционных фондов / Национальный расчетный депозитарий : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.nsd.ru/services/depozitariy/operatsii-s-tsennymi-bumagami/vnebirzhevye-raschety/kollektivnye-investitsii-v-nrd/> (дата обращения 04.04.2026).

45. Порядок подключения к «Платформе ПИФ» / Национальный расчетный депозитарий : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.nsd.ru/upload/iblock/33b/g1w7argxndv8ay5h324usxhu9dnj5atf.pdf?ysclid=muodhm7jit683960710> (дата обращения 20.12.2024).

46. Правила листинга от ПАО «Московская Биржа» / Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/ru/documents/257?ysclid=mnoxaydni0756427761> (дата обращения: 05.04.2025).

47. Раскрытие информации об ОПИФ «Первая – Фонд российских облигаций» / Investfunds : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://investfunds.ru/funds/47/> (дата обращения: 10.01.2025).

48. Реестр кредитных рейтинговых агентств / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/finm_infrastructure/ra/ (дата обращения 03.01.2025).

49. Реестр операторов финансовых платформ / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://cbr.ru/admissionfinmarket/navigator/ofp/> (дата обращения: 03.05.2025).

50. Реестр паевых инвестиционных фондов / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://cbr.ru/registries/?CF.Search=Реестр+паевых+инвестиционных+фондов> (дата обращения: 31.12.2025).

51. Росстат : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://rosstat.gov.ru/> (дата обращения: 05.04.2025). – Текст : электронный.

52. Рэнкинг управляющих компаний по СЧА / Investfunds : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://investfunds.ru/fund-rankings/uk-nav/> (дата обращения 05.01.2025).

53. Свыше миллиона инвесторов в 2025 году приобрели паи фондов денежного рынка на Московской бирже / Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/n96759?nt=114#1> (дата обращения: 07.08.2026).

54. Сеть паевых супермаркетов ошиблась стратегией привлечения клиентов / Банки.ру : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.banki.ru/news/bankpress/?id=533441> (дата обращения: 05.12.2024).

55. Список управляющих компаний, подключенных к Платформе ПИФ / Национальный расчетный депозитарий : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.nsd.ru/workflow/csm/?show_all=1 (дата обращения 02.01.2025).

56. Статистика жалоб в отношении субъектов рынка коллективных инвестиций / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/55079/2024_4.html (дата обращения: 03.05.2025).

57. Статистика по рынкам Группы «Московская Биржа» / Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/ru/documents/4243> (дата обращения: 07.04.2026).

58. УК «Первая» : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://first-am.ru/company/> (дата обращения: 31.12.2025). – Текст : электронный.

Статьи

59. Ковалева, Э.Р. Тренды развития паевых инвестиционных фондов в условиях санкций / Э.Р. Ковалева, Г.Т. Гафурова, Г.Н. Нотфуллина // Russian Journal of Economics and Law. – 2023. – № 3. – С. 490-514. – ISSN 2782-2923.

60. Абрамов, А.Е. Подходы к разработке современной стратегии развития финансового посредничества в России / А.Е. Абрамов // Экономическая политика. – 2010. – № 2. – С. 95-113. – ISSN 2411-2658.

61. Абрамов, А.Е. Развитие взаимных фондов в России / А.Е. Абрамов, К.С. Акшенцева // Экономическая политика. – 2014. – № 1. – С. 35-53. – ISSN 2411-2658.

62. Абрамов, А.Е. Эффективность паевых инвестиционных фондов: теоретические подходы и опыт России / А.Е. Абрамов, А.Д. Радыгин, К.С. Акшенцева // Экономическая политика. – 2015. – № 4. – С. 60-86. – ISSN 2411-2658.

63. Абрамов, А.Е. Эффективность управления портфелями паевых инвестиционных фондов акций и ее оценка / А.Е. Абрамов, А.Д. Радыгин, М.И. Чернова // Экономическая политика. – 2019. – № 4. – С. 8-47. – ISSN 2411-2658.

64. Абрамова, М.А. Трансформация монетарной сферы и проблемы финансовой инклюзивности / М.А. Абрамова // Интеллект. Инновации. Инвестиции. – 2022. – № 5. – С. 10-19. – ISSN 2712-7915.

65. Бобков, В.Н. Модель «Благосостояние» для оценки и прогноза качества и уровня жизни населения региона / В.Н. Бобков, В.С. Степанов // Уровень жизни населения регионов России. – 2014. – № 1. – С. 104-110. – ISSN 2713-3397.

66. Володин, Ю.С. Трансформация российского рынка коллективных инвестиций / Ю.С. Володин, В.В. Гребеник // Вестник евразийской науки. – 2022. – № 6. – С. 1-10. – ISSN 2588-0101.

67. Галанова, А.В. Факторы, определяющие избыточную доходность портфеля ценных бумаг паевых инвестиционных фондов / А.В. Галанова, В.В. Дукова // Корпоративные финансы. – 2018. – № 4. – С. 43-60. – ISSN 2073-0438.
68. Дорошенко, М.Е. Рыночно-ориентированные и банк-ориентированные финансовые системы: посткризисные соотношения в России и в мире / М.Е. Дорошенко, С.К. Дубинин, А.С. Лолейт // Экономическая политика. – 2019. – № 5. – С. 100-123. – ISSN 2411-2658.
69. Дубова, С.Е. Тренды индустрии финансовых услуг и их влияние на развитие экосистем / С.Е. Дубова // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. – 2024. – № 3. – С. 39-45. – ISSN 2311-3464.
70. Криничанский, К.В. Политическая экономия финансового развития / К.В. Криничанский // AlterEconomics. – 2025. – №1. – С. 103-120. – ISSN 2782-6201.
71. Криничанский, К.В. Теоретические основы и проблемные области современной теории «длинных денег» / К.В. Криничанский // Финансы: теория и практика. – 2025. – № 5. – С. 112-125. – ISSN 2587-7089.
72. Куликова, Е.И. Роль частных и институциональных инвесторов в развитии российского фондового рынка / Е.И. Куликова // Финансовая жизнь. – 2023. – № 2. – С. 104-109. – ISSN 2218-4708.
73. Литвин, В.В. Развитие коллективного инвестирования в России: потенциал роста паевых инвестиционных фондов / В.В. Литвин // Экономика: вчера, сегодня, завтра. – 2022. – № 12. – С. 536-553. – ISSN 2222-9167.
74. МIRONЕНКОВА, М.В. Анализ факторов, влияющих на избыточную доходность паевых инвестиционных фондов в России за 2015-2022 гг. / М.В. МIRONЕНКОВА, Р.А. Аршакян // Финансы и управление. – 2023. – № 4. – С. 33-47. – ISSN 2409-7802.

75. Репина, Е.Г. Ключевые проблемы развития российского рынка коллективных инвестиций / Е.Г. Репина // Креативная экономика. – 2023. – № 12. – С. 5035-5048. – ISSN 1994-6929.

76. Столбов, М.И. Как распространяется кризис: концепция финансового акселератора / М.И. Столбов // Вестник Института экономики РАН. – 2009. – № 4. – С. 17-30. – ISSN 2073-6487.

77. Теплова, Т.В. Детерминанты доходности российских ПИФов акций и облигаций: активные инвестиционные стратегии и комиссии / Т.В. Теплова, Т.В. Соколова, А. Фазано, В.А. Родина // Вопросы экономики. – 2020. – № 9. – С. 40-60. – ISSN 0042-8736.

78. Трофимовская, А.В. Оценка эффективности управления портфелем паевого инвестиционного фонда / А.В. Трофимовская, А.А. Вершинина, М.В. Фатин // Статистика и экономика. – 2015. – № 1. – С. 121-123. – ISSN 2500-3925.

79. Федорова, Е.А. Инвестиционная привлекательность паевых инвестиционных фондов / Е.А. Федорова, В.Г. Сеничев // Известия Тульского государственного университета. Экономические и юридические науки. – 2010. – № 2. – С. 309-316. – ISSN 2071-6184.

80. Фирсов, Е.Д. Анализ роли инфраструктуры индустрии паевых фондов в обеспечении финансовой доступности и инвестиционной привлекательности инструментов рынка коллективных инвестиций / Е.Д. Фирсов // Вестник академии знаний. – 2026. – № 3 (74). – С. 699-706. – ISSN 2304-6139.

81. Фирсов, Е.Д. Анализ факторов избыточной доходности на рынке паевых фондов: роль финансовой доступности и инвестиционной привлекательности / Е.Д. Фирсов // Финансы и кредит. – 2025. – № 9. – С. 190-206. – ISSN 2071-4688.

82. Фирсов, Е.Д. Совершенствование методики оценки качества управления активами паевых инвестиционных фондов / Е.Д. Фирсов //

Вестник академии знаний. – 2024. – № 6 (65). – С. 1044-1049.
– ISSN 2304-6139.

83. Фирсов, Е.Д. Сравнительный анализ доступности каналов дистрибуции инвестиционных паев для розничных инвесторов: от американской модели к оптимизации российской практики / Е.Д. Фирсов, К.В. Криничанский // Экономические науки. – 2026. – № 7 (226). – С. 129-139. – ISSN 2072–0858.

84. Фирсов, Е.Д. Формирование открытой и закрытой архитектуры дистрибуции инвестиционных фондов: зарубежный и российский опыт / Е.Д. Фирсов // Вестник академии знаний. – 2024. – № 3. – С. 646-652. – ISSN 2304-6139.

85. Фирсов, Е.Д. Эволюция научных подходов к исследованию проблем финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов / Е.Д. Фирсов // Дайджест-Финансы. – 2026. – № 1. – С. 24-39. – ISSN 2311-9438.

86. Харченко, Л.П. Развитие инфраструктуры для дистрибуции ценных бумаг паевых инвестиционных фондов / Л.П. Харченко // Петербургский экономический журнал. – 2016. – № 3. – С. 103-112. – ISSN 2307-5368.

87. Яковлев, Д.А. Преимущества и недостатки современного сервиса робоэдвайзинга: анализ российской практики / Д.А. Яковлев, К.В. Криничанский // Финансовая экономика. – 2020. – № 2. – С. 116-122. – ISSN 2075-7786.

Источники на иностранном языке

88. 401(k) / IDC : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://idc-stage.ici.org/ResourceHubs/401k> (дата обращения: 05.07.2026).

89. Abramov, A. The Determinants of Mutual Funds Performance in Russia / A. Abramov, K. Akshentseva // Journal of Corporate Finance Research. – 2015. – № 2. Volume 9. – P. 37-53. – ISSN 2073-0438.

90. Alternative funds / Euroclear : сайт – Текст : электронный. – URL: <https://www.euroclear.com/services/en/funds/alternative-funds.html> (дата обращения: 05.07.2024).

91. An Introduction to the Lipper Leaders Rating System / Refinitiv : сайт. – Текст : электронный. – URL: https://lipperleaders.com/documents/LipperLeaders_Methodology_Intl.pdf (дата обращения: 02.05.2025).

92. Annunziata, F. Retail Investment Strategy – How to Boost Retail Investors' Participation in Financial Markets / F. Annunziata // Publication for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg. – 2023. – 54 p. – ISBN 978-92-848-0837-3.

93. Asset classes – Euroclear UK & International / Euroclear : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.euroclear.com/services/en/asset-classes/asset-classes-euroclear-uk-international.html> (дата обращения: 03.05.2026).

94. Bialkowski, J. Emerging market mutual fund performance: evidence for Poland / J. Bialkowski, R. Otten // North American Journal of Economics and Finance. – 2011. – № 2. Volume 22. – P. 118-130. – ISSN 1062-9408.

95. Bullard, M. Investor Timing and Fund Distribution Channels / M. Bullard, G. Friesen, T. Sapp // SSRN Electronic Journal. – 2008. – P. 1-27. – ISSN 1556-5068.

96. Bussoli, C. The influence of the risk reward profile and of the colour of disclosure documents on attractiveness perception of mutual fund products / C. Bussoli, M.G. Ceravolo, L. Fattobene, G. Raggetti // Journal of Financial Regulation. – 2022. – № 1. Volume 8. – P. 132-137. – ISSN 2053-4841.

97. Chalmers, J. The Benefits of Brokers: A Preliminary Analysis of the Mutual Fund Industry / J. Chalmers, D. Bergstresser, P. Tufano // The Review

of Financial Studies. – 2009. – № 10. Volume 22. – P. 4129-4156. – ISSN 1465-7368.

98. Chen, Y. Do funds selected by managers' skills perform better? / Y. Chen, Y. Liu, M. Li // Research in International Business and Finance. – 2021. – № 1. Volume 56. – P. 1-15. – ISSN 0275-5319.

99. Chia, H. In Machines We Trust: Are Robo-Advisers More Trustworthy Than Human Financial Advisers? / H. Chia // Law, Technology and Humans. – 2019. – № 1. Volume 1. – P. 129-141. – ISSN 2652-4074.

100. Choi, J. Why does the law of one price fail? An experiment on index mutual funds / J. Choi, D. Laibson, B.C. Madrian // The Review of Financial Studies, Society for Financial Studies. – 2010. – № 4. Volume 23. – P. 1405-1432. – ISSN 1465-7368.

101. Citanna, A. An incentive efficient market for mechanisms in large Akerlof economies / A. Citanna, P. Siconolfi // Economic Theory. – 2022. – № 1. Volume 73. – P. 1-54. – ISSN 1432-0479.

102. Clearstream Securities Services / Clearstream : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.clearstream.com/clearstream-en/securities-services> (дата обращения: 03.05.2026).

103. CMB Wing Lung Bank rolls out robo-advisory platform / Marketing-Interactive : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.marketing-interactive.com/cmb-wing-lung-bank-aqumon-roboadvisory-platform> (дата обращения: 29.07.2026).

104. Dickey, D. Distribution of The Estimators for Autoregressive Time Series With a Unit Root / D. Dickey, W. Fuller // Journal of the American Statistical Association. – 1979. – № 366. Volume 74. – P. 427-431. – ISSN 1537-274X.

105. Distribution Channels for Mutual Funds: Understanding Shareholder Choices / ICI : сайт. – Текст : электронный. – URL: https://www.ici.org/pubfile_pdf/rpt_distrib.pdf (дата обращения: 03.05.2025).

106. Downen, R. Do Investors Benefit from 12b-1 Fees? / R. Downen, T. Mann // *American Business Law Journal*. – 2007. – № 1. Volume 22. – P. 21-29. – ISSN 0002-7766.
107. Droms, W.G. Mutual Fund Investment Performance / W.G. Droms, D.A. Walker // *Quarterly Review of Economics and Finance*. – 1996. – № 3. Volume 36. – P. 347-363. – ISSN 062-9769.
108. Duruigbo, E. Stimulating Long-Term Shareholding / E. Duruigbo // *SSRN Electronic Journal*. – 2011. – № 4. Volume 33. – P. 1-77. – ISSN 1556-5068.
109. Edwards, B. The Rise of Automated Investment Advice: Can Robo-Advisers Rescue the Retail Market? / B. Edwards // *Chicago-Kent Law Review*, Forthcoming. – 2017. – P. 1-18. – ISSN 0009-3599.
110. Eichengreen, B. Financial regulation in the age of the platform economy / B. Eichengreen // *Journal of Banking Regulation*. – 2023. – № 1. Volume 24. – P. 40-50. – ISSN 1750-2071.
111. ESMA advances the simplification of EU reporting frameworks for funds and transactions / ESMA : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.esma.europa.eu/> (дата обращения: 03.05.2026).
112. Federal Reserve Economic Data / FRED : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://fred.stlouisfed.org/> (дата обращения 03.11.2025).
113. Ferreira, M.A. The determinants of mutual fund performance: a cross-country study / M.A. Ferreira, A. Keswani, A.F. Miguel, S.B. Ramos // *Swiss Finance Institute Research Paper Series*. – 2006. – № 6. Volume 31. – P. 1-54. – ISSN 1662-1247.
114. Fidelity clawback of free ETF trading costs to hit investors / *Financial Times* : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.ft.com/content/86ec1ce5-68d2-4ef1-bd71-aded75606acc> (дата обращения: 07.08.2026).
115. Fidelity commissions and fees schedule / *Brokerage Review* : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.brokerage-review.com/online-brokers/fees/fidelity.aspx> (дата обращения: 13.04.2026).

116. Florentsen, B. How Important is the Distribution Channel for Mutual Fund Flows? / B. Florentsen, U. Nielsson, P. Raahauge, J. Rangvid // Paper presented at The 80th Annual Meeting of American Finance Association. AFA 2020, San Diego, California, United States. – 2020. – 55 p. – ISBN отсутствует.

117. Fund/Serv / DTCC : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.dtcc.com/wealth-management-services/mutual-fund-services/fund-serv> (дата обращения: 13.10.2024).

118. Hasini, I. Mutual fund performance / I. Hasini, K. Dahou // *Revue Organisation & Travail*. – 2016. – № 4. Volume 4. – P. 157-166. – ISSN 2253-0142.

119. Haslem, J. Issues in Mutual Fund Distribution / J. Haslem // *Journal of Wealth Management*. – 2016. – № 4. Volume 18 – P. 36-58. – ISSN 1534-7524.

120. Haslem, J. Mutual fund economies of scale: nature and sources / J. Haslem // *Journal of Wealth Management*. – 2017. – № 1. Volume 20. – P. 97-124. – ISSN 1534-7524.

121. Haslem, J. Mutual Funds and 401(k) Pension Plan Fees, Services, and Performance / J. Haslem // *The Journal of Index Investing*. – 2011. – № 2. Volume 3. – P. 44-48. – ISSN 2154-7238.

122. Haslem, J. Should the SEC Rid Mutual Fund Investors of 12b-1 Fees? / J. Haslem // *Journal of Indexes*. – 2008. – № 3. Volume 11. – P. 42-45 – ISSN 2656-4882.

123. India Post Payments Bank to roll out investment platform in partnership with Choice Wealth / CNBC TV18 : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.cnbctv18.com/personal-finance/india-post-payments-bank-to-roll-out-investment-platform-in-partnership-with-choice-wealth-wsj-19817018.htm> (дата обращения: 29.07.2026).

124. Introduction to the GIPS Standards / CFA Institute: сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.gipsstandards.org/wp-content/uploads/2021/03/gips-product-info-package-brochure.pdf> (дата обращения: 03.05.2025).

125. Ivkovic, Z. Individual investor mutual fund flows / Z. Ivkovic, S. Weisbenner // *Journal of Financial Economics*. – 2009. – № 2. Volume 92. – P. 223-237. – ISSN 1879-2774.

126. Jordan, B.D. Volatility and mutual fund manager skill / B.D. Jordan, T.B. Riley // *Journal of Financial Economics*. – 2015. – № 2. Volume 118. – P. 289-298. – ISSN 0304-405X.

127. Kaur, I. Effect of mutual funds characteristics on their performance and trading strategy: A dynamic panel approach / I. Kaur // *Cogent Economics & Finance*. – 2018. – № 1. Volume 6. – P. 1-17. – ISSN 2332-2039.

128. Kaur, S. Investor's perception towards selection of mutual funds rather than stock market / S. Kaur, G. Batra, B. Anjum // *International Research Journal of Business and Management*. – 2013. – № 5. Volume 2. – P. 53-63. – ISSN 2322-083X.

129. Kenchington, D. Gross profitability and mutual fund performance / D. Kenchington, C. Wanb, Z.H. Yuksel // *Journal of Banking and Finance*. – 2019. – № 1. Volume 104. – P. 31-49. – ISSN 0378-4266.

130. Kiymaz, H. A performance evaluation of Chinese mutual funds / H. Kiymaz // *International Journal of Emerging Markets*. – 2015. – № 4. Volume 10. – P. 820-836. – ISSN 1746-8817.

131. Kuhle, J. A Comprehensive Long-Term Performance Analysis of Load Vs. No-Load Mutual Funds / J. Kuhle, R. Pope // *Journal of Financial and Strategic Decisions*. – 2000. – № 2. Volume 13. – P. 1-11. – ISSN 0276-2021.

132. Kumar, P. A Study Investors Perception Towards Mutual Funds / P. Kumar // *Trends Economics and Management*. – 2008. – № 5. Volume 1. – P. 106-117. – ISSN 2336-6508.

133. Kumari, B.A. A taxonomic evaluation of Indian mutual fund's performance and its determinants – Post-pandemic / B.A. Kumari, B.D. Naidu, R. Ahmed // *Investment Management and Financial Innovations*. – 2022. – № 2. Volume 19. – P. 180-190. – ISSN 1812-9358.

134. Levine, R. Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth / R. Levine, A. Demirguc-Kunt // Policy Research Working Paper No. 4469. World Bank. – 2008. – 82 p. – ISBN отсутствует.

135. Levine, R. Finance, Inequality and the Poor / R. Levine, T. Beck, A. Demirguc-Kunt // Journal of Economic Growth. – 2007. – № 1. Volume 10. – P. 27-49. – ISSN 1573-7020.

136. Liao, W. Heterogeneous institutional preferences and informativeness: evidence from China / W. Liao, J. Du, P. Sun // Pacific-Basin Finance Journal. – 2020. – № 1. Volume 60. – P. 1-34. – ISSN 0927-538X.

137. Mehrotra, A. Financial inclusion – issues for central banks / A. Mehrotra, J. Yetman // BIS Quarterly Review, 2015. – P. 1-14. – ISBN 978-92-9259-765-8.

138. Methodology documents and disclosures. Morningstar medalist rating methodology / Morningstar : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt9415ea4cc4157833/blt5820a2f56748ea50/Morningstar%20Medalist%20Rating%20Methodology.pdf> (дата обращения: 08.05.2024).

139. Methodology documents and disclosures. The Morningstar rating for funds / Morningstar : сайт. – Текст : электронный. – URL: https://s25.q4cdn.com/634000362/files/doc_downloads/1/1157231.pdf (дата обращения: 05.05.2024).

140. Miller, G. Solutions to principal-agent problems in firms / G. Miller. // Springer : Handbook of New Institutional Economics, 2005. – P. 349-370. – ISBN 978-0-387-25092-2.

141. Morey, M. Should you carry the load? A comprehensive analysis of load and no-load mutual fund out of sample performance / M. Morey // Journal of Banking and Finance. – № 1. Volume 27. – P. 1245-1271. – ISSN 0378-4266.

142. Morningstar's 2024 Annual US Fund Fee Study / Morningstar : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.morningstar.com/lp/annual-us-fund-fee-study> (дата обращения: 05.04.2026).

143. Muller, P. The Impact of the Morningstar Sustainability Rating on Mutual Fund Flows / P. Muller, M. Ammann, C. Baureb // University of St. Gallen. – 2018. – ISSN 2296-0708.

144. Muruganandam, S. Persistence and Determinants of Performance of Indian Fund of Mutual Funds / S. Muruganandam // SSRN Electronic Journal. – 2013. – P. 1-21. – ISSN 1556-5068.

145. Mutual Fund Expense Ratios Reach Historic Lows / Plansponsor : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.plansponsor.com/mutual-fund-expense-ratios-reach-historic-lows/?layout=print> (дата обращения: 05.07.2026).

146. Patel, K. Retail Investor's Preferences towards Investment in Mutual Funds / K. Patel, V. Acharya, S. Junare // International Journal of Recent Technology and Engineering. – 2019. – № 8. Volume 3. – P. 388-392. – ISSN 2277-3878.

147. Puttonen, V. The effect of distribution channels on mutual fund flows / V. Puttonen, T. Smythe, M. Knuutila // Journal of Financial Services Marketing. – 2006. – № 1. Volume 12. – P. 88-96. – ISSN 1479-1846.

148. Raja, M. Investor's perceptions towards mutual fund schemes investment – a study with special reference to Chennai city / M. Raja // International Journal of Management. – 2020. – № 11. Volume 5. – P. 299-306. – ISSN 0976-6502.

149. Rea, J. Mutual Fund Distribution Channels and Distribution Costs / J. Rea, B. Reid // Perspective. – 2003. – № 3. Volume 9. – P. 1-20. – ISSN 2269-7721.

150. Rossi, A. Who Benefits from Robo-advising? Evidence from Machine Learning / A. Rossi, S. Utkus // University of Maryland. – 2021. – 57 p. – ISBN отсутствует.

151. Sharma, P. Identification of factors influencing investors' perception towards investment in mutual fund / P. Sharma // Journal of Commerce and Accounting Research. – 2019. – № 8. Volume 3. – P. 1-7. – ISSN 2277-2146.

152. Statista Research Department (2024, September 30th). Share of households owning mutual funds in the United States from 1980 to 2023 / Statista

: сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.statista.com/statistics/246224/mutual-funds-owned-by-american-households/> (дата обращения: 30.09.2024).

153. Tax-Loss Harvesting Strategy Guide (2026): Complete US & UK Implementation for DIY Investors / Savvy Investor Guide : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://savvyinvestorguide.com/tax-loss-harvesting-strategy-2026/> (дата обращения: 06.08.2026).

154. The Future of Asset Management in China, 2023 / FleishmanHillard : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://fleishmanhillard.com/wp-content/uploads/2023/05/The-Future-of-Asset-Management-in-China-2023.pdf> (дата обращения: 20.07.2024).

155. The Role of the Mutual Fund Industry in the U.S. Economy / ICI : сайт. – Текст : электронный. – URL: https://www.ici.org/speeches-opinions/98_EUROLAND_FINK_SPCH (дата обращения: 15.01.2024).

156. The Statistics Portal for Market Data, Market Research and Market Studies / Statista : сайт – Текст : электронный. – URL: <https://www.merlot.org/merlot/viewMaterial.htm?id=1350146> (дата обращения: 09.11.2025).

157. Tkac, P. Star Power: The Effect of Morningstar Ratings on Mutual Fund Flow / P. Tkac, D. Guercio // Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper 2001-15. – 2001. – 49 p. – ISBN отсутствует.

158. Trends in the Expenses and Fees of Funds, 2023 / ICI : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.ici.org/system/files/2024-03/per30-02.pdf> (дата обращения: 08.12.2024).

159. Trends in the Expenses and Fees of Funds, 2025 / ICI : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.iciglobal.org/system/files/2026-03/per32-01.pdf> (дата обращения: 06.07.2026).

160. Understanding Investor Preferences for Mutual Fund Information, 2006 / ICI : сайт. – Текст : электронный. – URL:

https://www.ici.org/system/files/attachments/rpt_06_inv_prefs_full.pdf (дата обращения: 03.06.2024).

161. Vidal, M. The relation between fees and return predictability in the mutual fund industry / M. Vidal, J. Vidal-Garcia, H. Lean, G.S. Uddin // *Economic Modelling*. – 2015. – № 1. Volume 47. – P. 260-270. – ISSN 0264-9993.

162. Walavalkar, P. A pragmatic investigation of the mutual fund performance determinants / P. Walavalkar, K. Shivashankar, A. Garag // *International Journal of Financial Management*. – 2021. – № 4. Volume 10. – P. 9-15. – ISSN 2229-5682.

163. Walsh, L. The Costs and Benefits to Fund Shareholders of 12b-1 Plans: An Examination of Fund Flows, Expenses, and Returns, Office of Economic Analysis / L. Walsh // *United States Securities and Exchange Commission Working Paper*. – 2004. – 29 p. – ISBN отсутствует.

164. What are the Basics of the Zacks Mutual Fund ranking system? / Zacks : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.zacks.com/education/mutual-fund-education#s1> (дата обращения: 02.05.2025).

165. What to Know About Intermediary Channels for Mutual Fund Distribution / ACA Group : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.acaglobal.com/insights/what-know-about-intermediary-channels-mutual-fund-distribution> (дата обращения: 10.08.2024).

166. What US Households Consider When They Select Mutual Funds, 2024 / ICI : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.idc.org/system/files/2024-04/per30-04.pdf> (дата обращения: 30.04.2024).

167. Xiaohong, H. Explaining the performance of Chinese equity funds / H. Xiaohong, S. Qiqiang // *21st Pacific-Basin Finance, Economics, Accounting and Management Conference*. – 2020. – 19 p. – ISBN отсутствует.

168. Yang, T. Determinants of inflow to mutual funds: criterion and methodology for their application to the mainland China market / T. Yang,

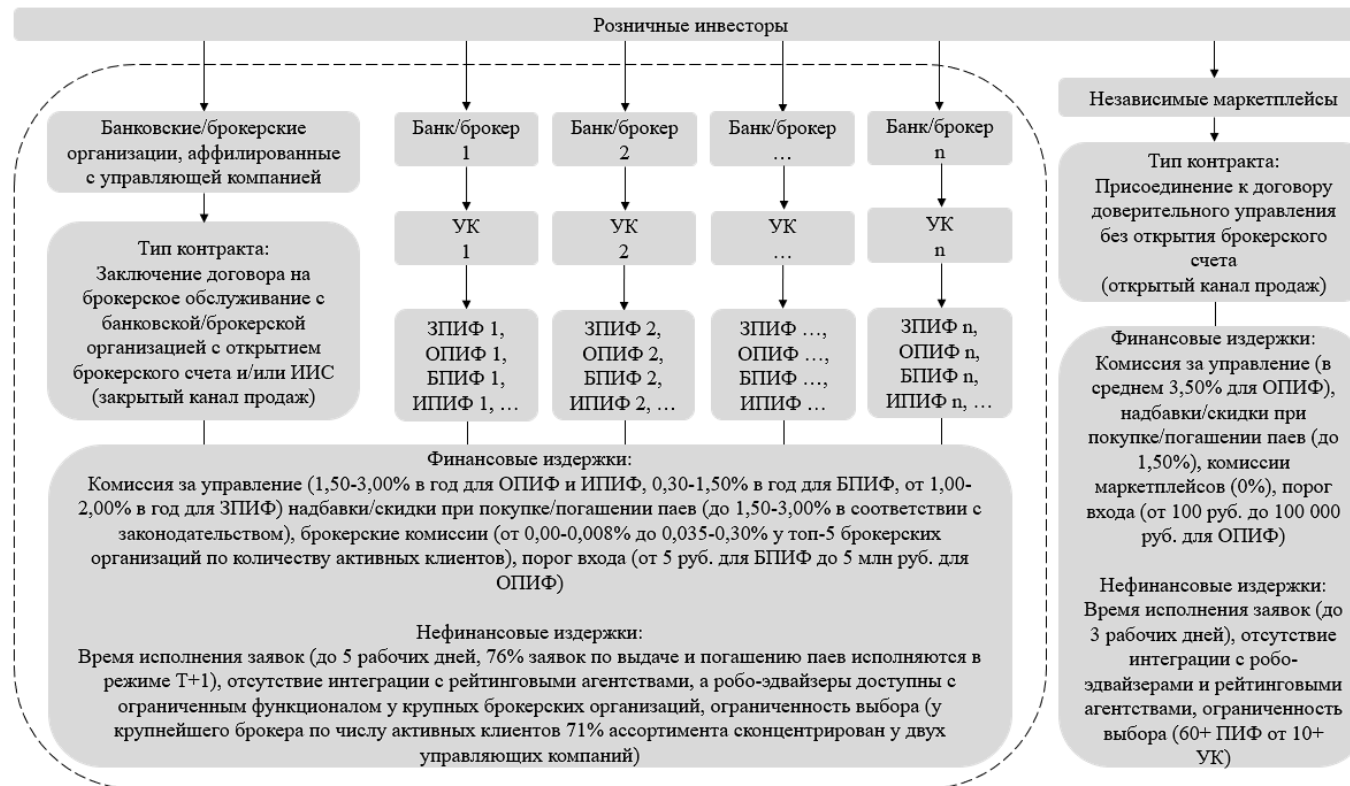
Y. Yang // Journal of Behavioral Finance. – 2014. – № 15. Volume 3. – P. 269-276. – ISSN 1542-7579.

169. Zhang, P. Flows, performance, and investor behavior: evidence from mutual funds in China / P. Zhang, Z. Lva, J. Liu // Cogent Economics & Finance. – 2024. – № 1. Volume 12. – P. 1-17. – ISSN 2332-2039.

170. Zhou, Y. Mutual Fund Characteristics, Fund Flows, Cash Management and Performance: A Comparative Study Between the China and US Markets / Y. Zhou // PhD thesis, University of Leeds. – 2018. – 392 p. – ISBN отсутствует.

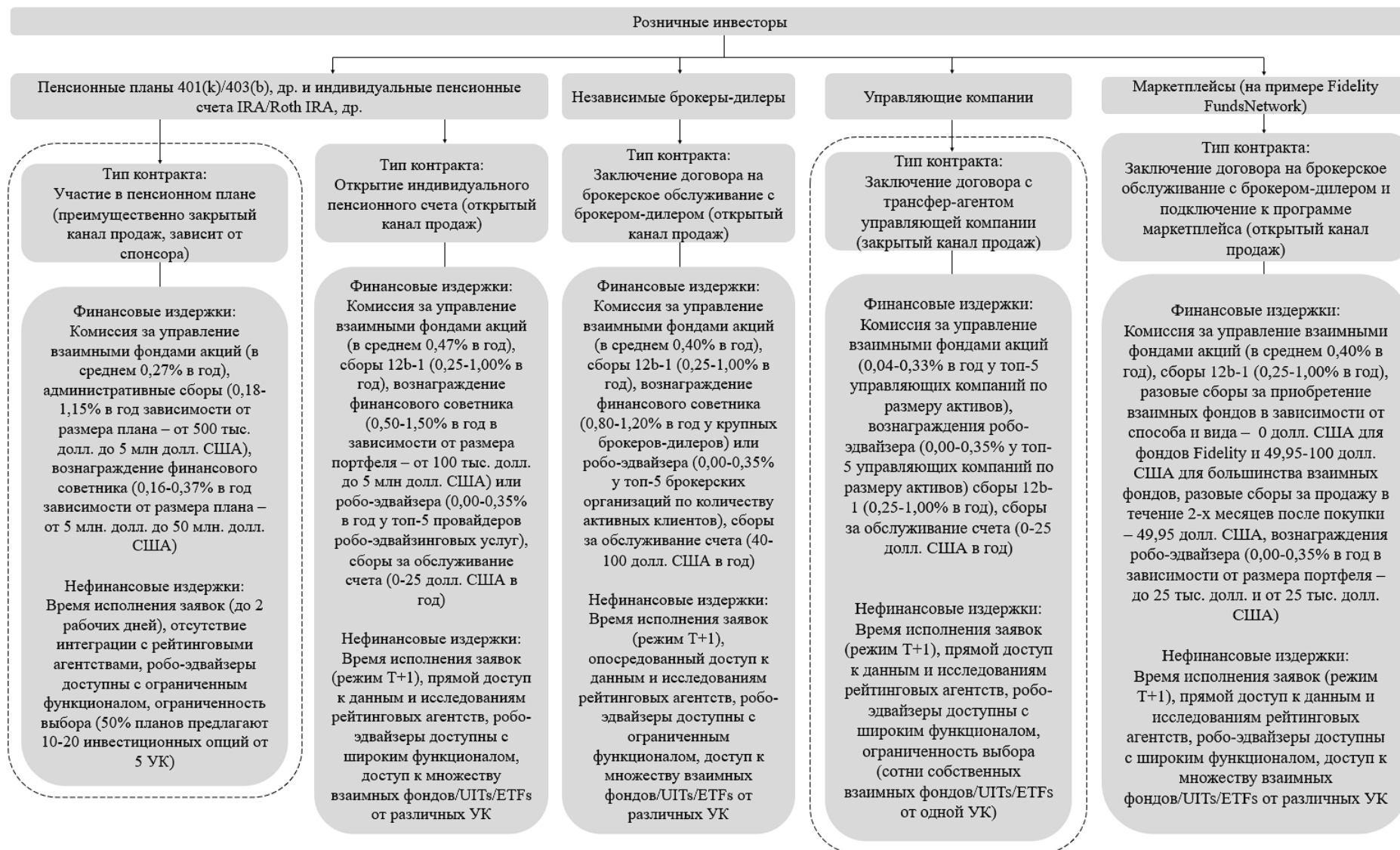
Приложение А (информационное)

Сравнительный анализ каналов дистрибуции инвестиционных паев в России и США в разрезе финансовых и нефинансовых издержек



Источник: составлено автором по материалам [7; 13; 19; 21].

Рисунок А.1 – Российская гибридная модель дистрибуции инвестиционных паев для розничных инвесторов (с указанием финансовых и нефинансовых издержек)



Источник: составлено автором по материалам [88; 115; 145; 159].

Рисунок А.2 – Американская открытая модель дистрибуции инвестиционных паев для розничных инвесторов (с указанием финансовых и нефинансовых издержек)

Приложение Б
(информационное)

Сравнительный анализ элементов российской модели дистрибуции инвестиционных паев и их зарубежных аналогов

Таблица Б.1 – Сравнение инфраструктурных признаков архитектуры дистрибуции инвестиционных паев в топ-20 стран по капитализации рынков ценных бумаг

Страна	Сервис внебиржевых сделок с инвестицион- ными паями без листинга через ЦК	Допуск классических ПИФ к биржевым торгам с появлением вторичного рынка	Централизованная система учета инвестиционных паев	Единая технологическая база на рынке коллективных инвестиций
1	2	3	4	5
США	Нет	Да/Нет, только взаимные фонды закрытого типа, REITs	Да, Fund/Serv	Да, DTCC, включая NSCC/DTC
Китай	Нет	Да, LOF (взаимные фонды открытого типа) и REITs	Да, China CSDC	Да/Нет, CSDC для биржевых операций
Япония	Нет	Да/Нет, только J-REITs и трасты закрытого типа	Да, JASDEC в связке с ITA	Да/Нет, JPX Group для биржевых операций
Великобритания	Нет	Да/Нет, только REITs и трасты закрытого типа	Да/Нет, CREST/Euroclear UK & Ireland выполняет только функции ЦД	Нет, разрозненная инфраструктура, Euroclear UK & Ireland, LSE и LCH
Индия	Нет	Да/Нет, только взаимные фонды закрытого типа, REITs и InvITs	Да, MFSS	Нет, дуопольная модель, NSE (NSCCL и NSDL) и BSE (ICCL и CDSL)
Канада	Нет	Да/Нет, только взаимные фонды закрытого типа, REITs	Да, Fundserv	Да, TMX Group

Продолжение таблицы Б.1

1	2	3	4	5
Южная Корея	Нет	Да, взаимные фонды открытого типа проходят листинг на KRX и торгуются как обычные акции (с 2025 г.)	Да, FundNet в связке с Korea Securities Depository	Да, KRX Group
Франция	Нет	Да/Нет, только взаимные фонды закрытого типа, REITs/SIIC	Да, Euroclear France в связке с Euroclear Fund Settlements	Нет, разрозненная инфраструктура, Euronext Paris (Euronext Group), LCH SA (LSEG), EuroCCP и Euroclear France
Швейцария	Нет	Да, Sponsored Funds (взаимные фонды открытого или закрытого типа) допускаются к биржевым торгам с обязательным маркет-мейкером	Да/Нет, SIX SIS выполняет только функции ЦД	Да, SIX Group
Германия	Нет	Да/Нет, только взаимные фонды закрытого типа, G-REITs и ETC/ETN	Да, Clearstream Banking в связке с Clearstream Fund Services	Да, Deutsche Borse Group
Саудовская Аравия	Нет	Да/Нет, только взаимные фонды закрытого типа, REITs	Да, Edaa	Да, Tadawul Group
Австралия	Нет	Да, ETMF-фонды (гибриды, сочетающие черты взаимных фондов открытого типа и ETFs) допускаются к биржевым торгам с обязательным маркет-мейкером	Да, ASX CHESS в связке с Austraclear	Да, ASX Group
Нидерланды	Нет	Да/Нет, только взаимные фонды закрытого типа, REITs	Да, Euroclear Nederland в связке с Euroclear Fund Settlements	Нет, разрозненная инфраструктура, Euronext Amsterdam (Euronext Group), EuroCCP и Euroclear Nederland

Продолжение таблицы Б.1

1	2	3	4	5
Швеция	Нет	Да/Нет, только взаимные фонды закрытого типа, REITs	Да, Euroclear Sweden в связке с Euroclear Fund Settlements	Нет, разрозненная инфраструктура, Nasdaq Stockholm, EuroCCP и Euroclear Sweden
Испания	Нет	Да, SICAV (открытые инвестиционные компании с переменным капиталом) допускаются к биржевым торгам	Да/Нет, Iberclear выполняет только функции ЦД	Да, BME Group
Гонконг	Нет	Да, OFC (открытые инвестиционные компании с переменным капиталом) допускаются к биржевым торгам	Да, HKSCC	Да, HKEX Group
Италия	Нет	Да, взаимные фонды открытого типа допускаются к биржевым торгам на специализированной торговой платформе ATFund, при этом торги осуществляются по СЧА без образования вторичного рынка инвестиционных паев	Да, Euronext Securities Milan	Нет, разрозненная инфраструктура, Euronext Milan (Euronext Group), CC&G и Euronext Securities Milan
Ирландия	Нет	Да/Нет, только взаимные фонды закрытого типа, REITs	Да/Нет, CREST/Euroclear UK & Ireland выполняет только функции ЦД	Нет, разрозненная инфраструктура, Euronext Dublin (Euronext Group), EuroCCP и Euroclear Bank
Бразилия	Нет	Да/Нет, только Fiagro, FIP, REITs/FII	Да, B3 Central Depositario	Да, B3 Group
ОАЭ	Нет	Да/Нет, только взаимные фонды закрытого типа, REITs	Да, DFM Central Depository в связке с ADX Central Depository	Нет, дуопольная модель, DFM Group (DFM, DFM Clearing и DFM Central Depository) и ADX Group (ADX, ADX Clearing и ADX Central Depository)

Источник: составлено автором по материалам [93; 102; 111; 117].

Приложение В
(информационное)

Влияние факторов финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов на избыточную доходность

Таблица В.1 – Влияние факторов финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов на избыточную доходность

Фактор	Влияние	Объект и период исследования	Авторы и год исследования
1	2	3	4
Коэффициент расходов паевого фонда	1 «-»* 2 «-» 3 «+»** 4 «+» 5 «-» 6 «0»*** 7 «-» 8 «+»	1 Доходность 34 американских взаимных фондов (1954-1963 гг.) 2 Доходность 37,1 тыс. американских взаимных фондов (1962-2012 гг.) 3 Доходность 151 американского взаимного фонда (1971-1990 гг.) 4 Доходность 12,5 тыс. взаимных фондов из 27 стран (1997-2007 гг.) 5 Доходность 2,9 тыс. американских взаимных фондов (1984-2014 гг.) 6 Доходность 70% взаимных фондов Индии (2008-2011 гг.) 7 Доходность 193 взаимных фондов Китая (2006-2011 гг.) 8 Доходность 599 ОПИФ, ИПИФ и ЗПИФ (2000-2016 гг.)	1 У. Шарп (1966 г.) 2 М. Видадь и другие (2015 г.) 3 У. Дромс и другие (1996 г.) 4 М. Феррейра и другие (2011 г.) 5 Д. Кенсингтон и другие (2019 г.) 6 С. Муруганандам (2013 г.) 7 С. Хуан и другие (2013 г.) 8 А.В. Галанова и другие (2018 г.)
Историческая доходность паевого фонда	1 «+» 2 «+» 3 «+» 4 «+» 5 «-»	1 Доходность 34 американских взаимных фондов (1954-1963 гг.) 2 Доходность 12,5 тыс. взаимных фондов из 27 стран (1997-2007 гг.) 3 Доходность 2,9 тыс. американских взаимных фондов (1984-2014 гг.) 4 Доходность 181 взаимного фонда Индии (2004-2013 гг.) 5 Доходность 439 ОПИФ и ИПИФ (2000-2013 гг.)	1 У. Шарп (1966 г.) 2 М. Феррейра и другие (2011 г.) 3 Д. Кенсингтон и другие (2019 г.) 4 И. Каур (2018 г.) 5 А.Е. Абрамов и другие (2015 г.)

Продолжение таблицы В.1

1	2	3	4
Волатильность доходности инвестиционного пая	1 «-» 2 «-» 3 «+» 4 «-»	1 Доходность 2,9 тыс. американских взаимных фондов (1984-2014 гг.) 2 Доходность 1 тыс. американских взаимных фондов (2000-2013 гг.) 3 Доходность 70% взаимных фондов Индии (2008-2011 гг.) 4 Доходность 193 взаимных фондов Индии (2015-2020 гг.)	1 Д. Кенсингтон и другие (2019 г.) 2 Б. Джордан и другие (2015 г.) 3 С. Муруганандам (2013 г.) 4 П. Валавалкар и другие (2020 г.)
СЧА паевого фонда	1 «+» 2 «0» 3 «-» 4 «+» 5 «-» 6 «0» 7 «-» 8 «0» 9 «-» 10 «-» 11 «-» 12 «+» 13 «+»	1 Доходность 34 американских взаимных фондов (1954-1963 гг.) 2 Доходность 151 американского взаимного фонда (1971-1990 гг.) 3 Доходность 2,7 тыс. американских взаимных фондов (1997-2007 гг.) 4 Доходность 9,8 тыс. взаимных фондов из 26 стран (1997-2007 гг.) 5 Доходность 2,9 тыс. американских взаимных фондов (1984-2014 гг.) 6 Доходность 70% взаимных фондов Индии (2008-2011 гг.) 7 Доходность 181 взаимного фонда Индии (2004-2013 гг.) 8 Доходность 193 взаимных фондов Китая (2006-2011 гг.) 9 Доходность 1 тыс. взаимных фондов Китая (2000-2013 гг.) 10 Доходность 347 взаимных фондов Китая (2001-2011 гг.) 11 Доходность 439 ОПИФ и ИПИФ (2000-2013 гг.) 12 Доходность от 159 до 315 ОПИФ (2012-2018 гг.) 13 Доходность 185 ОПИФ (2015-2022 гг.)	1 У. Шарп (1966 г.) 2 У. Дромс и другие (1996 г.) 3 М. Феррейра и другие (2011 г.) 4 М. Феррейра и другие (2011 г.) 5 Д. Кенсингтон и другие (2019 г.) 6 С. Муруганандам (2013 г.) 7 И. Каур (2018 г.) 8 С. Хуан и другие (2013 г.) 9 Х. Киймаз (2015 г.) 10 Л. Цао и другие (2015 г.) 11 А.Е. Абрамов и другие (2015 г.) 12 Т.В. Теплова и другие (2020 г.) 13 М.В. Мироненкова и другие (2023 г.)
Состав и структура активов паевого фонда	1 «+» 2 «+» 3 «+» 4 «+» 5 «+»	1 Доходность 4,2 тыс. взаимных фондов Индии (2016-2021 гг.) 2 Доходность 599 ОПИФ, ИПИФ и ЗПИФ (2000-2016 гг.) 3 Доходность 185 ОПИФ (2015-2022 гг.) 4 Доходность от 159 до 315 ОПИФ (2012-2018 гг.) 5 Доходность 72% взаимных фондов Китая, котирующихся на Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых биржах (2005-2017 гг.)	1 Б. Кумари и другие (2022 г.) 2 А.В. Галанова и другие (2018 г.) 3 М.В. Мироненкова и другие (2023 г.) 4 Т.В. Теплова и другие (2020 г.) 5 Ляо и другие (2020 г.)

Продолжение таблицы В.1

1	2	3	4
Возраст паевого фонда	1 «-» 2 «0» 3 «0» 4 «+» 5 «+» 6 «-» 7 «+»	1 Доходность 12,5 тыс. взаимных фондов из 27 стран (1997-2007 гг.) 2 Доходность 181 взаимного фонда Индии (2004-2013 гг.) 3 Доходность 193 взаимных фондов Китая (2006-2011 гг.) 4 Доходность 1 тыс. взаимных фондов Китая (2000-2013 гг.) 5 Доходность 347 взаимных фондов Китая (2001-2011 гг.) 6 Доходность 439 ОПИФ и ИПИФ (2000-2013 гг.) 7 Доходность 599 ОПИФ, ИПИФ и ЗПИФ (2000-2016 гг.)	1 М. Феррейра и другие (2011 г.) 2 И. Каур (2018 г.) 3 С. Хуан и другие (2013 г.) 4 Х. Киймаз (2015 г.) 5 Л. Цао и другие (2015 г.) 6 А.Е. Абрамов и другие (2015 г.) 7 А.В. Галанова и другие (2018 г.)
Порог входа в паевой фонд	1 «+»	1 Доходность 599 ОПИФ, ИПИФ и ЗПИФ (2000-2016 гг.)	1 А.В. Галанова и другие (2018 г.)
Инвестиционная стратегия УК	1 «0» 2 «+» 3 «+» 4 «+»	1 Доходность 4,2 тыс. взаимных фондов Индии (2016-2021 гг.) 2 Доходность 599 ОПИФ, ИПИФ и ЗПИФ (2000-2016 гг.) 3 Доходность 185 ОПИФ (2015-2022 гг.) 4 Доходность от 159 до 315 ОПИФ (2012-2018 гг.)	1 Б. Кумари и другие (2022 г.) 2 А.В. Галанова и другие (2018 г.) 3 М.В. Мироненкова и другие (2023 г.) 4 Т.В. Теплова и другие (2020 г.)
Финансовые показатели УК	1 «+»/«-» 2 «+»/«-»	1 Доходность 439 ОПИФ и ИПИФ (2000-2013 гг.) 2 Доходность 709 ОПИФ и ИПИФ (2007-2012 гг.)	1 А.Е. Абрамов и другие (2015 г.) 2 А.Е. Абрамов и другие (2014 г.)
Опыт работы профессионального управляющего	1 «+» 2 «0» 3 «+» 4 «+»	1 Доходность 12,5 тыс. взаимных фондов из 27 стран (1997-2007 гг.) 2 Доходность 193 взаимных фондов Китая (2006-2011 гг.) 3 Доходность 599 ОПИФ, ИПИФ и ЗПИФ (2000-2016 гг.) 4 Доходность 2,9 тыс. американских взаимных фондов (1984-2014 гг.)	1 М. Феррейра и другие (2011 г.) 2 С. Хуан и другие (2013 г.) 3 А.В. Галанова и другие (2018 г.) 4 Д. Кенсингтон и другие (2019 г.)
Информационная прозрачность ПИФ и УК	—	—	—

Продолжение таблицы В.1

1	2	3	4
Монотонность цены инвестиционного пая	—	—	—
*«-» – отрицательное влияние фактора на избыточную доходность. **«+» – положительное влияние фактора на избыточную доходность. ***«0» – не удалось установить степень влияния фактора на избыточную доходность			

Источник: составлено автором по материалам [61; 62; 67; 74; 77; 107; 113; 118; 126; 127; 129; 130; 133; 136; 144; 160; 161; 162; 167].

Приложение Г
(информационное)

Состав выборки паевых фондов для эконометрического моделирования

Таблица Г.1 – Перечень ОПИФ, включенных в выборку для эконометрического моделирования

Название	Дата регистрации	Категория
1	2	3
«Арсагера – фонд облигаций КР 1.55»	03.03.2014	Фонды облигаций
«Доверительная – фонд Российские акции»	02.06.2014	Фонды акций
«РСХБ – Валютные облигации»	05.09.2014	Фонды облигаций
«РСХБ – Казначейский»	30.06.2014	Фонды облигаций
«РСХБ – Лучшие отрасли»	30.06.2014	Фонды акций
«Рублевые облигации»	02.03.2015	Фонды облигаций
«ТРИНФИКО ЭКОФИНАНС»	28.07.2015	Смешанные фонды
«МКБ Мультивалютный доход»	28.06.2016	Фонды облигаций
«Доверительная – фонд Валютные накопления»	21.11.2016	Фонды облигаций
«Доверительная – фонд Сберегательный»	21.11.2016	Фонды облигаций
«Арикапитал – Глобальные инвестиции»	10.10.2016	Фонды облигаций
«ТФГ – Акции»	16.12.2016	Фонды акций
«ТРИНФИКО Капиталист»	28.02.2017	Смешанные фонды
«Аленка – Капитал»	27.10.2017	Фонды акций
«Еврооблигации»	08.12.2017	Фонды облигаций
«Первая – Накопительный»	15.12.2017	Фонды денежного рынка
«Арикапитал – Рублевые сбережения»	24.08.2018	Смешанные фонды
«Харизматичные идеи»	19.12.2018	Фонды акций
«БКС Российские Еврооблигации»	04.06.2019	Фонды облигаций
«БКС Фундаментальный Выбор»	26.03.2019	Фонды облигаций
«Лалэ – Исламские инвестиции»	20.08.2019	Фонды акций

Продолжение таблицы Г.1

1	2	3
«Лидар»	02.12.2019	Смешанные фонды
«Первый» (Восток-Запад)	24.01.2020	Фонды акций
«Сканер»	10.06.2020	Смешанные фонды
«МКБ Денежный рынок»	08.07.2020	Фонды денежного рынка
«Денежный рынок. Рубли»	02.12.2020	Индексные фонды
«РСХБ – Долговой рынок»	08.12.2020	Фонды облигаций
«РБ – Облигации»	02.02.2021	Фонды облигаций
«Открытие - Сбалансированный»	05.03.2021	Смешанные фонды
«РЕГИОН Доходные облигации»	09.02.2021	Фонды облигаций
«Российские доходные облигации»	05.03.2021	Фонды облигаций
«БКС Мировые ресурсы»	16.02.2021	Фонды акций
«Мировые доходные облигации»	25.05.2021	Фонды облигаций
«Арикапитал – Мировые рынки»	23.06.2021	Фонды облигаций
«ПРОМСВЯЗЬ – Окно возможностей»	19.10.2021	Фонды акций
«Облигации российских эмитентов»	02.12.2021	Фонды облигаций
«Акции российских эмитентов»	16.12.2021	Фонды акций
«РБ – Сбалансированный»	22.11.2021	Смешанные фонды
«Доверительная – фонд Неоновый»	22.12.2021	Смешанные фонды
«Сила Баланса»	22.12.2021	Смешанные фонды
«Первая – Локальный»	07.04.2022	Смешанные фонды
«Альфа-Капитал Сбалансированный с выплатой дохода»	18.05.2022	Смешанные фонды
«Открытие – Сбалансированный рантье»	06.06.2022	Смешанные фонды
«Первая – Фонд облигаций с выплатой дохода»	14.06.2022	Фонды облигаций
«Первая – Фонд смешанный с выплатой дохода»	14.06.2022	Смешанные фонды
«Первая – Фонд акций с выплатой дохода»	14.06.2022	Фонды акций
«РБ – Золотой стандарт»	01.07.2022	Фонды товарного рынка
«Финансовый поток»	05.08.2022	Фонды облигаций
«Фонд природных ресурсов»	10.11.2022	Фонды акций

Продолжение таблицы Г.1

1	2	3
«Фонд Золота»	11.10.2022	Фонды товарного рынка
«Райффайзен – Ликвидная стратегия»	17.11.2022	Фонды облигаций
«Недра России»	22.11.2022	Фонды акций
«Перспективные облигации»	16.12.2022	Фонды облигаций
«Дивидендные акции»	17.03.2023	Фонды акций
«Курс на Восток»	27.01.2023	Фонды облигаций
«Первая – Устойчивый портфель Зима»	10.02.2023	Смешанные фонды
«БКС Капитал»	27.02.2023	Смешанные фонды
«МКБ Купонный доход»	17.04.2023	Фонды облигаций
«Первая – Фонд консервативный с выплатой дохода»	15.05.2023	Смешанные фонды
«Первая – Фонд взвешенный с выплатой дохода»	28.04.2023	Смешанные фонды
«Альфа-Капитал Валютные облигации»	27.06.2023	Фонды облигаций
«Первая – Устойчивый портфель Лето»	25.07.2023	Смешанные фонды
«Альфа-Капитал Облигации с выплатой дохода»	25.07.2023	Фонды облигаций
«Облигации. Рантье»	09.08.2023	Фонды облигаций
«Новые валютные облигации»	23.08.2023	Фонды облигаций
«Накопительный в юанях»	18.09.2023	Фонды облигаций
«Рантье»	28.08.2023	Смешанные фонды
«РСХБ – Денежный поток»	12.09.2023	Смешанные фонды
«Первая – Устойчивый портфель Осень»	25.10.2023	Смешанные фонды
«Альфа-Капитал Акции с выплатой дохода»	05.10.2023	Фонды акций
«Сила Дохода»	30.10.2023	Фонды облигаций
«Альфа-Капитал Акции компаний роста»	14.11.2023	Фонды акций
«А-Капитал Облигации Рантье»	22.12.2023	Фонды облигаций
«Райффайзен – Облигации с выплатой дохода»	06.12.2023	Фонды облигаций
«Маркет Пауэр – Акции»	15.01.2024	Фонды акций
«ДОХОДЪ. Будущее 2035»	21.02.2024	Смешанные фонды
«ДОХОДЪ. Будущее 2045»	21.02.2024	Смешанные фонды

Продолжение таблицы Г.1

1	2	3
«ДОХОДЪ. Будущее 2040»	21.02.2024	Смешанные фонды
«ДОХОДЪ. Будущее 2030»	21.02.2024	Смешанные фонды
«А-Капитал Золото»	27.02.2024	Фонды товарного рынка
«РБ – Акции компаний средней и малой капитализации»	12.02.2024	Фонды акций
«А-Капитал Акции»	27.02.2024	Фонды акций
«Разумный инвестор»	19.03.2024	Фонды акций
«Флагманский»	12.04.2024	Смешанные фонды
«Валютные возможности»	17.04.2024	Фонды облигаций
«Альфа-Капитал Новые имена»	24.04.2024	Фонды акций
«Альфа-Капитал Высокодоходные облигации»	13.06.2024	Фонды облигаций
«Сбалансированный. Рантье»	01.07.2024	Смешанные фонды
«БКС Дивидендные акции с выплатой дохода»	03.07.2024	Фонды акций
«Альфа-Капитал Валютные облигации с выплатой дохода»	06.08.2024	Фонды облигаций
«Истории роста»	19.07.2024	Фонды акций
«Рублевые перспективы»	20.09.2024	Фонды облигаций
«Райффайзен – Акции с выплатой дохода»	15.10.2024	Фонды акций
«Профицит»	03.10.2024	Смешанные фонды
«РСХБ – Новый импульс»	04.03.2025	Фонды акций
«ДОХОДЪ. Денежный рынок»	04.12.2024	Фонды денежного рынка
«ДОХОДЪ. Золото»	04.12.2024	Фонды товарного рынка
«Бережный подход»	16.12.2024	Индексные фонды
«Апрель Капитал – Долгосрочные облигации»	21.03.2025	Фонды облигаций
«МКБ Фонд Золото»	05.03.2025	Фонды товарного рынка
«Великолепная семерка»	17.04.2025	Фонды акций
«Первый долевым»	10.04.2025	Смешанные фонды
«Матрешка а-ля Рус»	21.04.2025	Фонды акций
«Блэк лайн»	17.04.2025	Фонды акций
«Альфа-Капитал Накопительный»	21.05.2025	Смешанные фонды

Продолжение таблицы Г.1

1	2	3
«Первая – Левитан»	22.05.2025	Фонды облигаций
«БКС ОФЗ с выплатой дохода»	17.06.2025	Фонды облигаций
«Капитал Лайф Фонд смешанных инвестиций для долевого страхования жизни»	25.07.2025	Смешанные фонды
«Капитал Лайф Фонд акций для долевого страхования жизни»	25.07.2025	Фонды акций
«Биткоган: фонд рыночных возможностей»	14.07.2025	Смешанные фонды
«Дженерал Инвест российские облигации»	21.08.2025	Фонды облигаций
«Первая – Фонд валютных облигаций с выплатой дохода»	28.07.2025	Фонды облигаций
«Сила Валюты»	25.08.2025	Фонды облигаций
«Ренессанс Жизнь – Разумные инвестиции»	29.08.2025	Фонды облигаций
«Валютный актив»	21.08.2025	Фонды облигаций
«Пульс рынка»	23.09.2025	Смешанные фонды

Источник: составлено автором.

Таблица Г.2 – Перечень БПИФ, включенных в выборку для эконометрического моделирования

Название	Дата регистрации	Категория
1	2	3
«Первая – Фонд Топ Российских акций»	30.08.2018	Фонды акций
«Первая Фонд Государственные облигации»	23.01.2019	Фонды облигаций
«Первая – Фонд Валютных Облигаций»	05.02.2019	Фонды облигаций
«Российские облигации»	19.02.2019	Фонды облигаций
«Первая - Фонд Корпоративные облигации»	03.09.2019	Фонды облигаций
«Т-Капитал – Стратегия вечного портфеля в рублях»	03.12.2019	Смешанные фонды
«РСХБ – Корпоративные облигации смарт бета»	10.12.2019	Фонды облигаций
«Ликвидность»	16.01.2020	Фонды денежного рынка
«Индекс МосБиржи»	26.02.2020	Фонды акций
«Золото. Биржевой»	04.06.2020	Индексные фонды
«Альфа-Капитал Управляемые облигации»	29.05.2020	Фонды облигаций

Продолжение таблицы Г.2

1	2	3
«РСХБ - Индекс МосБиржи - РСПП Вектор устойчивого развития, полной доходности брутто»	22.06.2020	Индексные фонды
«Т-Капитал Золото»	21.08.2020	Фонды товарного рынка
«Т-Капитал Индекс МосБиржи»	21.08.2020	Индексные фонды
«РЕГИОН – Индекс МосБиржи государственных облигаций (1-3 года)»	22.09.2020	Индексные фонды
«Первая – Фонд Ответственные инвестиции»	22.09.2020	Индексные фонды
«Альфа-Капитал Управляемые акции»	11.12.2020	Фонды акций
«ДОХОДЪ Индекс дивидендных акций»	13.01.2021	Индексные фонды
«БКС Облигации повышенной доходности»	09.03.2021	Индексные фонды
«АТОН – Российские акции +»	09.04.2021	Фонды акций
«РСХБ – Облигации, вектор И.Эс.Джи»	22.04.2021	Индексные фонды
«Первая – Фонд Осторожный смарт»	04.06.2021	Индексные фонды
«Первая – Фонд Моя цель 2035»	04.06.2021	Смешанные фонды
«Первая - Фонд Моя цель 2045»	04.06.2021	Смешанные фонды
«Первая - Фонд Взвешенный смарт»	04.06.2021	Смешанные фонды
«Первая – Фонд Консервативный смарт»	04.06.2021	Фонды денежного рынка
«ДОХОДЪ Индекс акций роста»	15.06.2021	Индексные фонды
«Т-Капитал Облигации»	06.07.2021	Фонды облигаций
«МКБ – Российские Дивидендные Акции»	09.07.2021	Индексные фонды
«Ингосстрах – корпоративные облигации»	13.07.2021	Индексные фонды
«АТОН – Высокодоходные российские облигации»	06.08.2021	Индексные фонды
«Открытие – Акции РФ»	30.08.2021	Фонды акций
«Открытие – Облигации РФ»	30.08.2021	Фонды облигаций
«Устойчивое развитие российских компаний»	10.09.2021	Индексные фонды
«Альфа-Капитал Квант»	24.09.2021	Фонды акций
«Первая – Фонд Сберегательный»	01.10.2021	Фонды денежного рынка
«Технологии будущего»	27.01.2022	Индексные фонды
«Первая – Фонд Халяльные инвестиции»	15.11.2021	Индексные фонды

Продолжение таблицы Г.2

1	2	3
«Альфа-Капитал Золото»	17.12.2021	Фонды товарного рынка
«Ингосстрах Инфляционный»	16.12.2021	Индексные фонды
«ДОХОДЪ Сбондс Корпоративные облигации РФ»	15.08.2022	Индексные фонды
«Альфа-Капитал Денежный рынок»	12.07.2022	Фонды денежного рынка
«Первая – Фонд Доступное золото»	01.09.2022	Индексные фонды
«Т-Капитал Денежный рынок»	26.06.2023	Фонды денежного рынка
«Первая - Фонд Сберегательный в юанях»	12.01.2023	Фонды денежного рынка
«Облигации в юанях»	16.05.2023	Фонды облигаций
«Первая – Фонд Инструменты в юанях»	19.07.2023	Фонды облигаций
«Первая – Фонд Акции средней и малой капитализации»	06.10.2023	Индексные фонды
«Т-Капитал Дивидендные акции»	20.11.2023	Индексные фонды
«Т-Капитал Локальные валютные облигации»	20.11.2023	Фонды облигаций
«Ликвидность. Юань»	20.12.2023	Индексные фонды
«АТОН – Накопительный в рублях»	10.01.2024	Индексные фонды
«Альфа-Капитал Умный портфель»	24.01.2024	Индексные фонды
«Первая – Фонд Облигации с переменным купоном»	26.01.2024	Фонды облигаций
«Первая – Фонд Долгосрочные гособлигации»	03.04.2024	Индексные фонды
«Т-Капитал Российские Технологии»	15.05.2024	Индексные фонды
«ПСБ – Денежный рынок»	24.05.2024	Фонды денежного рынка
«АТОН – Накопительный в юанях»	20.06.2024	Фонды денежного рынка
«Ликвидный»	10.07.2024	Индексные фонды
«Т-Капитал Пассивный Доход»	07.08.2024	Фонды облигаций
«Первая — Фонд Индекс МосБиржи АйПиО»	17.07.2024	Индексные фонды
«БКС Денежный рынок»	23.07.2024	Фонды денежного рынка
«ФИНСТАР - Денежный рынок ПЛЮС»	29.08.2024	Индексные фонды
«Альфа-Капитал Управляемые акции с выплатой дохода»	23.09.2024	Фонды акций
«Финам – Денежный рынок»	02.10.2024	Индексные фонды
«Альфа-Капитал Облигации с переменным купоном»	18.10.2024	Фонды облигаций

Продолжение таблицы Г.2

1	2	3
«Альфа-Капитал ИТ Лидеры»	06.11.2024	Фонды акций
«Ежедневный процент»	02.11.2024	Индексные фонды
«БКС Индекс Российского рынка»	13.11.2024	Индексные фонды
«ПСБ – Рублевые облигации»	18.11.2024	Фонды облигаций
«Т-Капитал ОФЗ»	04.12.2024	Фонды облигаций
«АК БАРС – Денежный рынок»	23.12.2024	Индексные фонды
«ДОХОДЪ. Стратегии денежного рынка»	05.12.2024	Фонды облигаций
«АТОН – Длинные ОФЗ»	24.12.2024	Индексные фонды
«СОЛИД – Денежный поток»	12.02.2025	Фонды облигаций
«Альфа-Капитал Платина - Палладий»	21.02.2025	Индексные фонды
«Альфа-Капитал Денежный рынок Плюс»	19.02.2025	Фонды денежного рынка
«Т-Капитал Трендовые акции»	19.03.2025	Индексные фонды
«Альфа-Капитал Индекс голубых фишек МосБиржи»	02.04.2025	Индексные фонды
«БКС Всепогодный портфель»	03.04.2025	Индексные фонды
«ПСБ – Золотой рынок»	14.04.2025	Фонды товарного рынка
«Первая – Фонд Голубые фишки»	17.04.2025	Индексные фонды
«ДОХОДЪ. Облигации до декабря 2026/2029/2032»	17.04.2025	Фонды облигаций
«ДОХОДЪ. Облигации до декабря 2027/2030/2033»	24.04.2025	Фонды облигаций
«ДОХОДЪ. Облигации до декабря 2025/2028/2031»	12.05.2025	Фонды облигаций
«ДОХОДЪ. Анализ акций»	16.05.2025	Фонды акций
«Альфа-Капитал Управляемые валютные облигации»	18.06.2025	Фонды облигаций
«БКС Золото»	15.05.2025	Индексные фонды
«АТОН – Накопительный в золоте»	11.07.2025	Индексные фонды
«Первая – Фонд Ежемесячный доход»	07.07.2025	Индексные фонды
«ПСБ – Российские акции»	16.07.2025	Фонды акций
«БКС Валютные облигации с выплатой дохода»	27.08.2025	Фонды облигаций
«Альфа-Капитал Индекс МосБиржи финансов полной доходности»	03.09.2025	Индексные фонды

Продолжение таблицы Г.2

1	2	3
«Альфа-Капитал Индекс МосБиржи потребительского сектора полной доходности»	03.09.2025	Индексные фонды

Источник: составлено автором.

Приложение Д
(информационное)

Методы обработки пропущенных значений в выборках для различных категорий ОПИФ и БПИФ

Таблица Д.1 – Применение методов обработки пропущенных значений в регрессионных моделях

Метод обработки пропущенных значений	Суть метода	Результат применения
Удаление по списку	Исключение из выборки всех наблюдений, содержащих хотя бы одно пропущенное значение по любой из переменных	Признан нецелесообразным из-за существенной потери данных: сокращение с 1558 до 627 наблюдений для ОПИФ ((сохранность 40,2% выборки), сокращение с 1029 до 684 наблюдений (сохранность 66,7% выборки)
Медианное вменение	Замена пропущенных значений количественных переменных на медиану, рассчитанную по доступным наблюдениям за соответствующий период	Позволило сохранить максимальный объем выборки при сохранении робастности оценок
Метод Хот-дек	Замена пропущенных значений на значения из «донорского» фонда – наблюдений с аналогичными характеристиками	Позволило заполнить пропуски без полного удаления наблюдений с сохранением репрезентативности выборки

Источник: составлено автором.

Приложение Е
(информационное)

Выбор между моделями с фиксированными и случайными эффектами в анализе панельных данных для ОПИФ и БПИФ

Таблица Е.1 – Оценка моделей чувствительности избыточной доходности с помощью теста Хаусмана

Вид паевого фонда	Категория паевого фонда	Зависимая переменная	Модель с фиксированными эффектами	Модель со случайными эффектами
ОПИФ	Фонды акций	Избыточная доходность	Отвергнута	Принята
		СЧА	Принята	Отвергнута
	Фонды облигаций	Избыточная доходность	Отвергнута	Принята
		СЧА	Отвергнута	Принята
	Смешанные фонды	Избыточная доходность	Принята	Отвергнута
		СЧА	Отвергнута	Принята
БПИФ	Фонды акций	Избыточная доходность	Принята	Отвергнута
		СЧА	Отвергнута	Принята
	Фонды облигаций	Избыточная доходность	Отвергнута	Принята
		СЧА	Отвергнута	Принята
	Индексные фонды	Избыточная доходность	Отвергнута	Принята
		СЧА	Отвергнута	Принята
	Фонды денежного рынка	Избыточная доходность	Принята	Отвергнута
		СЧА	Принята	Отвергнута

Источник: составлено автором.

Приложение Ж
(информационное)

Статистические метрики адекватности временных рядов для различных категорий ОПИФ и БПИФ

Таблица Ж.1 – Оценка качества временного ряда моделей чувствительности избыточной доходности

Вид паевого фонда	Категория паевого фонда	Вид модели	Количество наблюдений	Количество регрессоров	Adj. R ²
ОПИФ	Фонды акций	Со случайными эффектами	332	17	10,82
	Фонды облигаций	Со случайными эффектами	611	16	26,88
	Смешанные фонды	С фиксированными эффектами	323	14	8,71
БПИФ	Фонды акций	С фиксированными эффектами	116	6	26,26
	Фонды облигаций	Со случайными эффектами	198	14	16,65
	Индексные фонды	Со случайными эффектами	384	16	8,05
	Фонды денежного рынка	С фиксированными эффектами	95	10	44,38

Источник: составлено автором.

Таблица Ж.2 – Оценка качества временного ряда моделей чувствительности СЧА

Вид паевого фонда	Категория паевого фонда	Вид модели	Количество наблюдений	Количество регрессоров	Adj. R ²
ОПИФ	Фонды акций	С фиксированными эффектами	332	10	92,33
	Фонды облигаций	Со случайными эффектами	611	13	96,83
	Смешанные фонды	Со случайными эффектами	323	14	97,90
БПИФ	Фонды акций	Со случайными эффектами	116	5	23,26
	Фонды облигаций	Со случайными эффектами	198	13	91,46
	Индексные фонды	Со случайными эффектами	384	15	80,97
	Фонды денежного рынка	С фиксированными эффектами	95	9	95,13

Источник: составлено автором.

Приложение И

(информационное)

Сравнительный анализ российских и зарубежных методик присвоения рейтингов качества управления активами инструментами коллективного инвестирования

Таблица И.1 – Сравнительный анализ российских методик присвоения рейтингов качества управления активами паевых инвестиционных фондов

Наименование	Описание	Рейтинговая шкала	Преимущества	Недостатки
1	2	3	4	5
Методика НРА для присвоения не кредитных рейтингов надежности и инвестиционной привлекательности ЗПИФ	Направлена на присвоение рейтинга только ЗПИФ с помощью скоринговой модели, включающей в себя четыре фактора (оценка деятельности УК, инвестиционная привлекательность и финансовая доступность, инфраструктура ЗПИФ и оценка финансовых рисков) с весовыми коэффициентами 40%, 20%, 10% и 30%, соответственно, и с присвоением баллов от 1 до 10 по ряду показателей	AAA, AA, A, BBV, BV, B и C	1 Комплексное использование ряда количественных и качественных показателей; 2 Наличие экспертных корректировок	1 Отсутствие актуализации рейтинга на ежегодной основе; 2 Трудоемкость работ по сбору статистических данных; 3 Размытость формулировок отдельных показателей рейтинговой системы, например, репутации аудиторов фонда, показателей риска, ликвидности и диверсификации; 4 Ограниченная область применения, так как рассматриваемый подход используется для оценки эффективности управления исключительно ЗПИФ, недоступных для неквалифицированных инвесторов

Продолжение таблицы И.1

1	2	3	4	5
Методика Эксперт РА для присвоения рейтингов качества управления активами ОПИФ и БПИФ	Направлена на присвоение рейтинга ОПИФ и БПИФ с помощью скоринговой модели, включающей в себя два фактора (характеристики ПИФ и сведения об УК) с весовыми коэффициентами в 50% и 50%, соответственно, и с присвоением баллов от -1 до 1 по ряду показателей	A++, A+, A, B++, B+, B, C++, C+ и C-	1 Актуализация рейтинга на ежегодной основе; 2 Широкая область применения для оценки эффективности управления ОПИФ и БПИФ; 3 Комплексное использование ряда количественных и качественных показателей	1 Трудоемкость работ по сбору статистических данных; 2 Срок регистрации ОПИФ и БПИФ должен составлять не менее одного года; 3 Применимость только в условиях стабильной макроэкономической ситуации, не учитывающей вероятность усиления геополитической и экономической напряженности
Система РЭШ для оценки ОПИФ	Направлена на присвоение рейтинга ОПИФ (фонды акций, облигаций и смешанных инвестиций), на основании расчета квантиля доходности, беты и дисперсии паевых фондов для каждого типа рынка (рост, падение, боковой тренд) и сравнения с рыночным бенчмарком – биржевым индексом. Лучшие 15% ОПИФ получают оценку А, следующие 20% – В, следующие 30% – С, следующие 20% – D, а худшие 15% ОПИФ получают оценку Е	А, В, С, D и Е	1 Возможность применения в условиях высокой волатильности на рынке коллективных инвестиций	1 Игнорирование сведений об УК; 2 Ограниченная область применения, так как рассматриваемый подход используется для оценки эффективности управления исключительно ОПИФ

Продолжение таблицы И.1

1	2	3	4	5
Методика Cbonds для построения рейтингов качества доверительного управления ОПИФ и ИПИФ	Направлена на присвоение рейтинга ОПИФ и ИПИФ, а именно фондам акций, фондам облигаций и фондам смешанных инвестиций, с помощью сравнительного анализа паевых фондов в рамках единых отраслевых рейтинг-листов и сравнения с рыночным бенчмарком – отраслевым индексом.	5, 4, 3, 2 и 1	1 Широкая область применения для оценки эффективности управления ОПИФ и ИПИФ	1 Игнорирование сведений об УК; 2 Узкая отраслевая специализация, приводящая к группировке паевых фондов с сильно различающимися характеристиками

Источник: составлено автором по материалам [29; 30; 31; 32].

Таблица И.2 – Сравнительный анализ зарубежных методик присвоения рейтингов качества управления активами взаимных фондов

Наименование	Описание	Рейтинговая шкала	Преимущества	Недостатки
1	2	3	4	5
Звездная система рейтингов Morningstar для взаимных фондов	Направлена на присвоение рейтинга («звезд») взаимным фондам на основе исторической доходности с поправкой на риск для различных групп паевых фондов. Лучшие 10% взаимных фондов получают пять звезд, следующие 22,5% – четыре звезды, следующие 35% – три звезды, следующие 22,5% – две звезды, а худшие 10% взаимных фондов получают одну звезду	★★★★★, ★★★★, ★★★, ★★, ★	1 Актуализация рейтинга на ежемесячной основе; 2 Широкая область применения для оценки эффективности управления взаимными фондами и ETFs	1 Учет только предыдущей доходности паевых фондов; 2 Игнорирование сведений об УК; 3 Невозможность прогнозирования будущих результатов деятельности паевых фондов

Продолжение таблицы И.2

1	2	3	4	5
Медальная система рейтингов Morningstar для взаимных фондов	Направлена на присвоение рейтинга («медалей») взаимным фондам с помощью скоринговой модели, включающей в себя три фактора (процесс, человек, материнская компания) с весовыми коэффициентами 45%, 45% и 10%, соответственно. Лучшие 10% взаимных фондов получают золотой рейтинг, следующие 22,5% – серебряный рейтинг, следующие 35% – бронзовый рейтинг, следующие 22,5% – нейтральный рейтинг, а худшие 10% взаимных фондов получают отрицательный рейтинг	«Золото», «Серебро», «Бронза», «Нейтральный», «Отрицательный»	1 Комплексное использование ряда количественных и качественных показателей; 2 Прогнозная направленность полученных рейтингов; 3 Широкая область применения для оценки эффективности управления взаимными фондами и ETFs	1 Игнорирование отдельных характеристик взаимных фондов, таких как комиссии, ежегодные расходы и другие; 2 Трудоемкость работ по сбору статистических данных; 3 Неучет индивидуальных инвестиционных предпочтений клиентов
Система рейтингов Lipper для взаимных фондов	Направлена на присвоение рейтинга взаимным фондам с помощью скоринговой модели, включающей в себя пять факторов (общая доходность, постоянство доходности, сохранение капитала, расходы, налоговая эффективность). Факторы рассчитываются независимо друг от друга. Лучшие 20% взаимных фондов получают пять баллов, следующие 20% – четыре балла, следующие 20% – три балла, следующие 20% – два балла, а худшие 10% взаимных фондов получают один балл	5, 4, 3, 2, 1	1 Актуализация рейтинга на ежемесячной основе; 2 Учет индивидуальных инвестиционных предпочтений клиентов; 3 Широкая область применения для оценки эффективности управления взаимными фондами и ETFs	1 Игнорирование сведений об УК; 2 Отсутствие общих рейтингов эффективности управления; 3 Потенциал ошибочного попадания паевых фондов в определенные категории из-за порога в 20%

Продолжение таблицы И.2

1	2	3	4	5
Система рейтингов Zacks Investment Research для взаимных фондов	Направлена на присвоение рейтинга взаимным фондам с помощью скоринговой модели, включающей в себя четыре фактора (согласие, величина, положительный момент, сюрприз) с одинаковым весовым коэффициентом в 25%. Лучшие 5% взаимных фондов получают один балл, следующие 15% – два балла, следующие 70% – три балла, следующие 15% – четыре балла, а худшие 5% взаимных фондов получают пять баллов	1, 2, 3, 4, 5	1 Актуализация рейтинга на ежеквартальной основе; 2 Широкая область применения для оценки эффективности управления взаимными фондами и ETFs; 3 Отдельная система рейтингования для взаимных фондов на основе акций США и для всех остальных взаимных фондов	1 Акцент на специфических показателях; 2 Неучет индивидуальных инвестиционных предпочтений клиентов

Источник: составлено автором по материалам [91; 138; 139; 164].

Приложение К
(информационное)

Методика присвоения рейтинга качества управления активами ОПИФ и БПИФ от Эксперт РА

Таблица К.1 – Система весовых коэффициентов факторов и критериев для присвоения рейтинга качества управления активами ОПИФ и БПИФ

Категория	Фактор	Критерий	Веса, в процентах	Описание
1	2	3	4	5
Все категории ОПИФ и БПИФ	1 УК паевого фонда	1.1 Положение компании на рынке	18	
		1.1.1 Деловая репутация	9	Наивысший балл присваивается, если история УК насчитывает не менее 10 лет; за 5 лет, предшествовавших анализу, УК имела опыта ведения типа ПИФ (открытый, биржевой), соответствующего анализируемому; деловую репутацию аудитора отчетности УК (как по ОСБУ, так и по МСФО) можно оценить как высокую
		1.1.2 Рыночные позиции	9	Наивысший балл присваивается, если УК занимает место с 1-го по 5-е включительно по совокупному объему активов под управлением в рамках анализируемого типа ПИФ
		1.2 Финансовый анализ	20	
		1.2.1 Отклонение собственных средств от нормативного значения	10	Наивысший балл присваивается, если отклонение собственных средств, рассчитанных в соответствии с нормативными требованиями, от минимального размера собственных средств (МРСС) на последнюю квартальную дату составляет не менее 100%

Продолжение таблицы К.1

1	2	3	4	5
Все категории ОПИФ и БПИФ	1 УК паевого фонда	1.2.2 Запас собственных средств	10	Наивысший балл присваивается, если коэффициент достаточности собственных средств на последнюю квартальную дату составляет не менее 120%
		1.3 Управление и бизнес- процессы	12	
		1.3.1 Организация инвестиционной деятельности	2,86	Наивысший балл присваивается, если существует детализированный регламент проведения заседаний инвестиционного комитета; заседания инвестиционного комитета проводятся еженедельно; в состав членов инвестиционного комитета входят представители подразделения управления рисками и другие
		1.3.2 Организация системы управления рисками	1,71	Наивысший балл присваивается, если у УК существует обособленное подразделение риск-менеджмента; проводится стресс-тестирование портфеля активов под управлением к рыночному риск не реже одного раза в полугодие и другие
		1.3.3 Методология оценки рисков	2,86	Наивысший балл присваивается, если итоговый балл по чек-листу за методологию оценки кредитных организаций; финансовых и нефинансовых компаний; субъектов и муниципальных образований Российской Федерации; долевого инструмента; долговых инструментов; долевого и долговых инструментов составляет не менее 27, 29, 22, 10, 10 и 13, соответственно
		1.3.4 Управление операционными рисками	1,14	Наивысший балл присваивается, если у УК существует регламент управления операционными рисками; регламент обновляется не реже одного раза в два года; УК составляет карту, базу данных событий операционных рисков и другие

Продолжение таблицы К.1

1	2	3	4	5
Все категории ОПИФ и БПИФ	1 УК паевого фонда	1.3.5 IT-инфраструктура	1,14	Наивысший балл присваивается, если итоговый балл по чек-листу составляет не менее 39
		1.3.6 Опыт и деловая репутация управляющих и топ-менеджмента	2,29	Наивысший балл присваивается, если основания для корректировки оценки из чек-листа не выявлены
	2 Характеристики паевого фонда	2.1 Активы паевого фонда	30	
		2.1.1 Качество активов	20	Наивысший балл присваивается, если отношение скорректированной стоимости активов фонда за вычетом обязательств фонда, относящихся к указанным активам, в квадрате, к стоимости активов фонда за вычетом указанных выше обязательств составляет не менее 80%
		2.1.2 Диверсификация активов	5	Наивысший балл присваивается, если доля крупнейшего объекта вложений в совокупных активах фонда составляет не более 10%
		2.1.3 Доля вложений в связанные структуры	5	Наивысший балл присваивается, если доля вложений в инструменты структур, связанных с УК, в общем объеме средств фонда составляет не более 6%
		2.2 Инфраструктура	20	
		2.2.1 Вознаграждения	5	Наивысший балл присваивается, если максимальный и фактический уровни вознаграждения УК, СД, СР и аудиторской организации фонда за последний год составляют не более 1% от СЧА
		2.2.2 Расходы	5	Наивысший балл присваивается, если максимальный уровень расходов, предусмотренный ПДУ, составляет не более 0,6% от СЧА
		2.2.3 Риски СД	5	Наивысший балл присваивается, если условный рейтинговый класс СД, с которым сотрудничает УК в рамках управления фондом, составляет ruAAA, ruAA+ или ruAA

Продолжение таблицы К.1

1	2	3	4	5
Все категории ОПИФ и БПИФ	2 Характеристики паевого фонда	2.2.4 Аудитор паевого фонда	2,5	Наивысший балл присваивается, если положительное аудиторское заключение, сделанное в соответствии с критериями категории 1.1.1. «Деловая репутация», в отношении фонда по итогам последнего завершившегося года не является сомнительным
		2.2.5 Услуги, предоставляемые УК	2,5	Наивысший балл присваивается, если существует мобильное приложение УК; реализована возможность приобретения и продажи паев через мобильное приложение; в мобильном приложении есть чат, с помощью которого клиент может связаться с представителем УК и другие

Источник: составлено автором по материалам [32].

Приложение Л
(информационное)

Авторская методика присвоения рейтинга качества управления активами ОПИФ и БПИФ

Таблица Л.1 – Система весовых коэффициентов факторов и критериев для присвоения рейтинга качества управления активами ОПИФ и БПИФ

Категория	Фактор	Критерий	Веса, в процентах	Описание
1	2	3	4	5
ОПИФ акций	1 УК паевого фонда	1.1 Информационная прозрачность ПИФ и УК	50,0	Наивысший балл присваивается, если паевой фонд входит в 10% фондов в категории по максимальному значению критерия
	2 Характеристики паевого фонда	2.1 Монотонность цены инвестиционного пая	50,0	Наивысший балл присваивается, если паевой фонд входит в 10% фондов в категории по максимальному значению критерия
ОПИФ облигаций	1 Характеристики паевого фонда	1.1 Монотонность цены инвестиционного пая	25,0	Наивысший балл присваивается, если паевой фонд входит в 10% фондов в категории по максимальному значению критерия
		1.2 Волатильность доходности инвестиционного пая	25,0	Наивысший балл присваивается, если паевой фонд входит в 10% фондов в категории по максимальному значению критерия
		1.3 Регулярность выплат дохода от ПИФ	25,0	Наивысший балл присваивается, если паевой фонд имеет регулярные выплаты дохода на брокерский счет, в противном случае -1
		1.4 Максимальный размер расходов и вознаграждений	25,0	Наивысший балл присваивается, если паевой фонд входит в 10% фондов в категории по максимальному значению критерия

Продолжение таблицы Л.1

1	2	3	4	5
Смешанные ОПИФ	1 Характеристики паевого фонда	1.1 Монотонность цены инвестиционного пая	50,0	Наивысший балл присваивается, если паевой фонд входит в 10% фондов в категории по максимальному значению критерия
		1.2 Волатильность доходности инвестиционного пая	50,0	Наивысший балл присваивается, если паевой фонд входит в 10% фондов в категории по максимальному значению критерия
БПИФ облигаций	1 УК паевого фонда	1.1 Норма чистой прибыли УК	33,3	Наивысший балл присваивается, если паевой фонд входит в 10% фондов в категории по минимальному значению критерия
		1.2 Опыт работы профессионального управляющего	33,3	Наивысший балл присваивается, если паевой фонд входит в 10% фондов в категории по максимальному значению критерия
	2 Характеристики паевого фонда	2.1 Монотонность цены инвестиционного пая	33,3	Наивысший балл присваивается, если паевой фонд входит в 10% фондов в категории по максимальному значению критерия
Примечание – Состав критериев для каждой категории определен на основе результатов регрессионного анализа в параграфе 2.2, включены только критерии, значимо влияющие на избыточную доходность. Критерии, статистически значимые для СЧА, но не для избыточной доходности, в итоговый рейтинг не включены				

Источник: разработано автором.

Приложение М
(информационное)

Состав выборки паевых фондов для применения методик рейтинговой оценки качества управления активами

Таблица М.1 – Перечень ОПИФ, включенных в выборку для применения методик рейтинговой оценки качества управления активами

Название	Дата регистрации	Категория
1	2	3
«Арсагера – фонд облигаций КР 1.55»	03.03.2014	Фонды облигаций
«Доверительная – фонд Российские акции»	02.06.2014	Фонды акций
«РСХБ – Валютные облигации»	05.09.2014	Фонды облигаций
«РСХБ – Казначейский»	30.06.2014	Фонды облигаций
«РСХБ – Лучшие отрасли»	30.06.2014	Фонды акций
«Рублевые облигации»	02.03.2015	Фонды облигаций
«ТРИНФИКО ЭКОФИНАНС»	28.07.2015	Смешанные фонды
«МКБ Мультивалютный доход»	28.06.2016	Фонды облигаций
«Доверительная – фонд Валютные накопления»	21.11.2016	Фонды облигаций
«Доверительная – фонд Сберегательный»	21.11.2016	Фонды облигаций
«Арикапитал – Глобальные инвестиции»	10.10.2016	Фонды облигаций
«ТФГ – Акции»	16.12.2016	Фонды акций
«ТРИНФИКО Капиталист»	28.02.2017	Смешанные фонды
«Аленка – Капитал»	27.10.2017	Фонды акций
«Еврооблигации»	08.12.2017	Фонды облигаций
«Арикапитал – Рублевые сбережения»	24.08.2018	Смешанные фонды
«Харизматичные идеи»	19.12.2018	Фонды акций
«БКС Российские Еврооблигации»	04.06.2019	Фонды облигаций
«БКС Фундаментальный Выбор»	26.03.2019	Фонды облигаций

Продолжение таблицы М.1

1	2	3
«Лалэ – Исламские инвестиции»	20.08.2019	Фонды акций
«Лидар»	02.12.2019	Смешанные фонды
«Первый» (Восток-Запад)	24.01.2020	Фонды акций
«Сканер»	10.06.2020	Смешанные фонды
«РСХБ – Долговой рынок»	08.12.2020	Фонды облигаций
«РБ – Облигации»	02.02.2021	Фонды облигаций
«Открытие - Сбалансированный»	05.03.2021	Смешанные фонды
«РЕГИОН Доходные облигации»	09.02.2021	Фонды облигаций
«Российские доходные облигации»	05.03.2021	Фонды облигаций
«БКС Мировые ресурсы»	16.02.2021	Фонды акций
«Мировые доходные облигации»	25.05.2021	Фонды облигаций
«Арикапитал – Мировые рынки»	23.06.2021	Фонды облигаций
«ПРОМСВЯЗЬ – Окно возможностей»	19.10.2021	Фонды акций
«Облигации российских эмитентов»	02.12.2021	Фонды облигаций
«Акции российских эмитентов»	16.12.2021	Фонды акций
«РБ – Сбалансированный»	22.11.2021	Смешанные фонды
«Доверительная – фонд Неоновый»	22.12.2021	Смешанные фонды
«Сила Баланса»	22.12.2021	Смешанные фонды
«Первая – Локальный»	07.04.2022	Смешанные фонды
«Альфа-Капитал Сбалансированный с выплатой дохода»	18.05.2022	Смешанные фонды
«Открытие – Сбалансированный рантье»	06.06.2022	Смешанные фонды
«Первая – Фонд облигаций с выплатой дохода»	14.06.2022	Фонды облигаций
«Первая – Фонд смешанный с выплатой дохода»	14.06.2022	Смешанные фонды
«Первая – Фонд акций с выплатой дохода»	14.06.2022	Фонды акций
«Финансовый поток»	05.08.2022	Фонды облигаций
«Фонд природных ресурсов»	10.11.2022	Фонды акций
«Райффайзен – Ликвидная стратегия»	17.11.2022	Фонды облигаций
«Недра России»	22.11.2022	Фонды акций

Продолжение таблицы М.1

1	2	3
«Перспективные облигации»	16.12.2022	Фонды облигаций
«Дивидендные акции»	17.03.2023	Фонды акций
«Курс на Восток»	27.01.2023	Фонды облигаций
«Первая – Устойчивый портфель Зима»	10.02.2023	Смешанные фонды
«БКС Капитал»	27.02.2023	Смешанные фонды
«МКБ Купонный доход»	17.04.2023	Фонды облигаций
«Первая – Фонд консервативный с выплатой дохода»	15.05.2023	Смешанные фонды
«Первая – Фонд взвешенный с выплатой дохода»	28.04.2023	Смешанные фонды
«Альфа-Капитал Валютные облигации»	27.06.2023	Фонды облигаций
«Первая – Устойчивый портфель Лето»	25.07.2023	Смешанные фонды
«Альфа-Капитал Облигации с выплатой дохода»	25.07.2023	Фонды облигаций
«Облигации. Рантье»	09.08.2023	Фонды облигаций
«Новые валютные облигации»	23.08.2023	Фонды облигаций
«Накопительный в юанях»	18.09.2023	Фонды облигаций
«Рантье»	28.08.2023	Смешанные фонды
«РСХБ – Денежный поток»	12.09.2023	Смешанные фонды
«Первая – Устойчивый портфель Осень»	25.10.2023	Смешанные фонды
«Альфа-Капитал Акции с выплатой дохода»	05.10.2023	Фонды акций
«Сила Дохода»	30.10.2023	Фонды облигаций
«Альфа-Капитал Акции компаний роста»	14.11.2023	Фонды акций
«А-Капитал Облигации Рантье»	22.12.2023	Фонды облигаций
«Райффайзен – Облигации с выплатой дохода»	06.12.2023	Фонды облигаций
«Маркет Пауэр – Акции»	15.01.2024	Фонды акций
«ДОХОДЪ. Будущее 2035»	21.02.2024	Смешанные фонды
«ДОХОДЪ. Будущее 2045»	21.02.2024	Смешанные фонды
«ДОХОДЪ. Будущее 2040»	21.02.2024	Смешанные фонды
«ДОХОДЪ. Будущее 2030»	21.02.2024	Смешанные фонды
«РБ – Акции компаний средней и малой капитализации»	12.02.2024	Фонды акций

Продолжение таблицы М.1

1	2	3
«А-Капитал Акции»	27.02.2024	Фонды акций
«Разумный инвестор»	19.03.2024	Фонды акций
«Флагманский»	12.04.2024	Смешанные фонды
«Валютные возможности»	17.04.2024	Фонды облигаций
«Альфа-Капитал Новые имена»	24.04.2024	Фонды акций
«Альфа-Капитал Высокодоходные облигации»	13.06.2024	Фонды облигаций
«Сбалансированный. Рантье»	01.07.2024	Смешанные фонды
«БКС Дивидендные акции с выплатой дохода»	03.07.2024	Фонды акций
«Альфа-Капитал Валютные облигации с выплатой дохода»	06.08.2024	Фонды облигаций
«Истории роста»	19.07.2024	Фонды акций
«Рублевые перспективы»	20.09.2024	Фонды облигаций
«Райффайзен – Акции с выплатой дохода»	15.10.2024	Фонды акций
«Профицит»	03.10.2024	Смешанные фонды

Источник: составлено автором.

Таблица М.2 – Перечень БПИФ, включенных в выборку для применения методик рейтинговой оценки качества управления активами

Название	Дата регистрации	Категория
1	2	3
«Первая – Фонд Топ Российских акций»	30.08.2018	Фонды акций
«Первая Фонд Государственные облигации»	23.01.2019	Фонды облигаций
«Первая – Фонд Валютных Облигаций»	05.02.2019	Фонды облигаций
«Российские облигации»	19.02.2019	Фонды облигаций
«Первая - Фонд Корпоративные облигации»	03.09.2019	Фонды облигаций
«РСХБ – Корпоративные облигации смарт бета»	10.12.2019	Фонды облигаций
«Ликвидность»	16.01.2020	Фонды денежного рынка
«Индекс МосБиржи»	26.02.2020	Фонды акций
«Золото. Биржевой»	04.06.2020	Индексные фонды

Продолжение таблицы М.2

1	2	3
«Альфа-Капитал Управляемые облигации»	29.05.2020	Фонды облигаций
«РСХБ - Индекс МосБиржи - РСПП Вектор устойчивого развития, полной доходности брутто»	22.06.2020	Индексные фонды
«Т-Капитал Индекс МосБиржи»	21.08.2020	Индексные фонды
«РЕГИОН – Индекс МосБиржи государственных облигаций (1-3 года)»	22.09.2020	Индексные фонды
«Первая – Фонд Ответственные инвестиции»	22.09.2020	Индексные фонды
«Альфа-Капитал Управляемые акции»	11.12.2020	Фонды акций
«ДОХОДЪ Индекс дивидендных акций»	13.01.2021	Индексные фонды
«БКС Облигации повышенной доходности»	09.03.2021	Индексные фонды
«АТОН – Российские акции +»	09.04.2021	Фонды акций
«РСХБ – Облигации, вектор И.Эс.Джи»	22.04.2021	Индексные фонды
«Первая – Фонд Осторожный смарт»	04.06.2021	Индексные фонды
«Первая – Фонд Консервативный смарт»	04.06.2021	Фонды денежного рынка
«ДОХОДЪ Индекс акций роста»	15.06.2021	Индексные фонды
«Т-Капитал Облигации»	06.07.2021	Фонды облигаций
«МКБ – Российские Дивидендные Акции»	09.07.2021	Индексные фонды
«Ингосстрах – корпоративные облигации»	13.07.2021	Индексные фонды
«АТОН – Высокодоходные российские облигации»	06.08.2021	Индексные фонды
«Открытие – Акции РФ»	30.08.2021	Фонды акций
«Открытие – Облигации РФ»	30.08.2021	Фонды облигаций
«Устойчивое развитие российских компаний»	10.09.2021	Индексные фонды
«Альфа-Капитал Квант»	24.09.2021	Фонды акций
«Первая – Фонд Сберегательный»	01.10.2021	Фонды денежного рынка
«Технологии будущего»	27.01.2022	Индексные фонды
«Первая – Фонд Халяльные инвестиции»	15.11.2021	Индексные фонды
«Ингосстрах Инфляционный»	16.12.2021	Индексные фонды
«ДОХОДЪ Сбондс Корпоративные облигации РФ»	15.08.2022	Индексные фонды
«Альфа-Капитал Денежный рынок»	12.07.2022	Фонды денежного рынка

Продолжение таблицы М.2

1	2	3
«Первая – Фонд Доступное золото»	01.09.2022	Индексные фонды
«Т-Капитал Денежный рынок»	26.06.2023	Фонды денежного рынка
«Первая - Фонд Сберегательный в юанях»	12.01.2023	Фонды денежного рынка
«Облигации в юанях»	16.05.2023	Фонды облигаций
«Первая – Фонд Инструменты в юанях»	19.07.2023	Фонды облигаций
«Первая – Фонд Акции средней и малой капитализации»	06.10.2023	Индексные фонды
«Т-Капитал Дивидендные акции»	20.11.2023	Индексные фонды
«Т-Капитал Локальные валютные облигации»	20.11.2023	Фонды облигаций
«Ликвидность. Юань»	20.12.2023	Индексные фонды
«АТОН – Накопительный в рублях»	10.01.2024	Индексные фонды
«Альфа-Капитал Умный портфель»	24.01.2024	Индексные фонды
«Первая – Фонд Облигации с переменным купоном»	26.01.2024	Фонды облигаций
«Первая – Фонд Долгосрочные гособлигации»	03.04.2024	Индексные фонды
«Т-Капитал Российские Технологии»	15.05.2024	Индексные фонды
«ПСБ – Денежный рынок»	24.05.2024	Фонды денежного рынка
«АТОН – Накопительный в юанях»	20.06.2024	Фонды денежного рынка
«Ликвидный»	10.07.2024	Индексные фонды
«Т-Капитал Пассивный Доход»	07.08.2024	Фонды облигаций
«Первая — Фонд Индекс МосБиржи АйПиО»	17.07.2024	Индексные фонды
«БКС Денежный рынок»	23.07.2024	Фонды денежного рынка
«ФИНСТАР - Денежный рынок ПЛЮС»	29.08.2024	Индексные фонды
«Альфа-Капитал Управляемые акции с выплатой дохода»	23.09.2024	Фонды акций
«Финам – Денежный рынок»	02.10.2024	Индексные фонды
«Альфа-Капитал Облигации с переменным купоном»	18.10.2024	Фонды облигаций
«Альфа-Капитал ИТ Лидеры»	06.11.2024	Фонды акций
«Ежедневный процент»	02.11.2024	Индексные фонды
«БКС Индекс Российского рынка»	13.11.2024	Индексные фонды
«ПСБ – Рублевые облигации»	18.11.2024	Фонды облигаций

Продолжение таблицы М.2

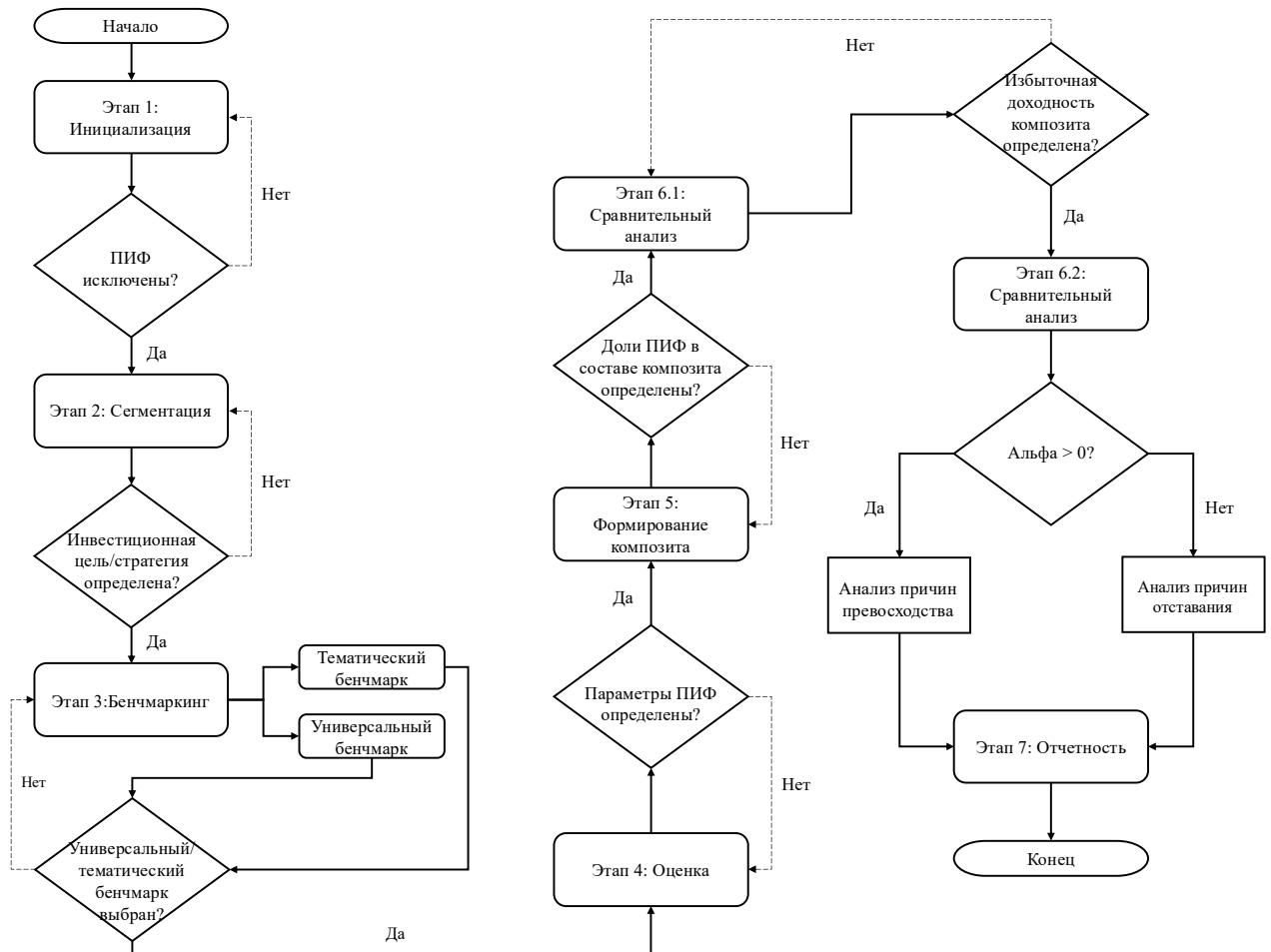
1	2	3
«Т-Капитал ОФЗ»	04.12.2024	Фонды облигаций
«АК БАРС – Денежный рынок»	23.12.2024	Индексные фонды
«ДОХОДЪ. Стратегии денежного рынка»	05.12.2024	Фонды облигаций
«АТОН – Длинные ОФЗ»	24.12.2024	Индексные фонды

Источник: составлено автором.

Приложение Н

(информационное)

Алгоритм составления композитного портфеля для различных категорий ОПИФ и БПИФ



Источник: разработано автором.

Рисунок Н.1 – Алгоритм составления композитного портфеля для различных категорий ОПИФ и БПИФ

Приложение П
(информационное)

Российские бенчмарки из КИД для ОПИФ и БПИФ различных категорий

Таблица П.1 – Российские бенчмарки из КИД для различных категорий ОПИФ (по состоянию на 31 декабря 2025 г.)

Категория	Бенчмарк	Частота использования
1	2	3
Фонды акций	Отсутствует	17
	IMOEX	15
	MCFTTR	13
	MOEXBMI	10
	MOEXIT	3
	MCFTTRR	3
	MCXSM	3
	MIPOTR	2
	$33\% \times \text{MOEXIT} + 33\% \times \text{MOEXCN} + 34\% \times \text{MOEXFN}$	1
	$60\% \times \text{MEOGTR} + 40\% \times \text{MEMMTR}$	1
	$33\% \times \text{MECNTR} + 33\% \times \text{MEFNTR} + 34\% \times \text{MEITTR}$	1
	MCFWTR	1
	MOEXOG	1
	MOEXMM	1
	IRDIVTR	1
	MOEXEU	1
	MXSHAR	1
	SBERDVRW	1
	$50\% \times \text{MEOGTR} + 50\% \times \text{MEMMTR}$	1
	MIPO	1
Индексные фонды	MCF2TR	1
	IMOEX	1
	RUSFAR	1
	RUONIA	1
Смешанные фонды	Отсутствует	28
	$50\% \times \text{RUCBTRAAANS} + 50\% \times \text{MCFTTR}$	4
	IMOEX	3
	$A \times \text{MCFTTR} + O \times (70\% \times \text{RUGBITR1Y} + 30\% \times \text{RUCBITR1Y})$, где: А – доля акций в составе активов фонда; О – доля облигаций в составе активов фонда	3
	$50\% \times \text{RUCBTRNS} + 50\% \times \text{MCFTTR}$	1
	$40\% \times \text{MCFTTR} + 60\% \times \text{RUCBTRNS}$	1
	$50\% \times \text{MCFTTR} + 50\% \times \text{RUPCI}$	1

Продолжение таблицы П.1

1	2	3
Смешанные фонды	RUGBITR1Y	1
	$50\% \times \text{IMOEX} + 40\% \times \text{RUCBTRNS} + 10\% \times \text{RGBITR}$	1
	$50\% \times \text{MCFTR} + 50\% \times \text{RUABITR}$	1
	$50\% \times \text{MCFTR} + 50\% \times \text{RUCBTRNS}$	1
	$50\% \times \text{MCFTR} + 50\% \times \text{RUGBITR3Y}$	1
	MRSV	1
	$50\% \times \text{IMOEX} + 50\% \times \text{RUABITR}$	1
	RUEYBCSTR	1
	$30\% \times \text{EPSITR} + 70\% \times \text{RUCBTRNS}$	1
	$50\% \times \text{SBERDVRW} + 50\% \times \text{RUCBTAAANS}$	1
	RUPMI	1
	RUPAI	1
	$70\% \times \text{RUONIA} + 30\% \times \text{RUFLCBTRAAA}$	1
	$75\% \times \text{RUCBTRNS} + 25\% \times \text{SBERDVRW}$	1
	$50\% \times \text{IMOEX} + 50\% \times \text{RUCBTRNS}$	1
	$40\% \times \text{RUSFARIND} + 50\% \times \text{RUFLBITR} + 10\% \times \text{RUCBTRNS}$	1
	RUONIA	1
	$60\% \times \text{RUCBTAAANS} + 40\% \times \text{MCFTR}$	1
	$30\% \times \text{RUCBTRNS} + 30\% \times \text{MCFTR} + 30\% \times \text{RUGOLD} + 10\% \times \text{RUSFARIND}$	1
Фонды денежного рынка	RUSFAR	2
	$70\% \times \text{RUONIA} + 30\% \times \text{RUFLCBTRAAA}$	1
Фонды облигаций	Отсутствует	26
	Индекс замещающих облигаций Cbonds	17
	RUCBTRNS	11
	RUABITR	4
	RUCBTR3YNS	2
	Cbonds IFX	2
	$95\% \times \text{RUEU10} + 5\% \times \text{RUGBITR1Y}$	2
	RUCBITR	1
	$50\% \times \text{RURPLRUBTR} + 40\% \times \text{RUCBTRNS} + 10\% \times \text{RGBITR}$	1
	$80\% \times \text{RUCBTRNS} + 15\% \times \text{RGBITR} + 5\% \times \text{RUFLBITR}$	1
	RUCBTAAANS	1
	$50\% \times \text{RGBITR} + 50\% \times \text{RUCBITR}$	1
	RUGBITR1Y	1
	$95\% \times \text{RUPCI} + 5\% \times \text{RUFLBITR}$	1
	$50\% \times \text{RUGBITR3Y} + 40\% \times \text{RUCBTR3YNS} + 10\% \times \text{RUCBTR5YNS}$	1
	$50\% \times \text{RUEU10} + 40\% \times \text{RGBITR} + 10\% \times \text{RUCNYTR}$	1
	RGBITR	1
	RUONIA	1
	$50\% \times \text{RUGBITR1Y} + 50\% \times \text{RUCBTR3YNS}$	1
	$95\% \times \text{RUCBCPNS} + 5\% \times \text{RUFLBITR}$	1

Продолжение таблицы П.1

1	2	3
Фонды облигаций	95% × RUCBCPNS + 5% × RUFLBITR	1
	10% × RUSFAR + 80% × RUFLGBITR + 10% × FRG100	1
	50% × RUCNYTR + 50% × RUSFARCNY	1
	Cbonds-CBI RU High Yield	1
	RURPLRUBTR	1
	RGBI	1
	MCFTTR	1
Фонды товарного рынка	GLDRUB_TOM	3
	Процентное изменение публикуемой Банком России учетной цены 1 грамма аффинированного золота	2
	Отсутствует	2
	RUGOLD	1

Источник: составлено автором.

Таблица П.2 – Российские бенчмарки из КИД для различных категорий БПИФ (по состоянию на 31 декабря 2025 г.)

Категория	Бенчмарк	Частота использования
1	2	3
Фонды акций	IMOEX	4
	MCFTTR	2
	Атон – Петр Столыпин	1
	MCF2TR	1
	MRBCTR	1
	IMOEXW	1
Индексные фонды	RUONIA	3
	GLDRUB_TOM	2
	MRSV	2
	MRSVRT	2
	RUSFAR	2
	RUSFARIND	2
	MEBCTR	2
	MCFTTR	1
	RUGBITR3Y	1
	IRDIVTR	1
	RUEYBCSTR	1
	RUEUESG	1
	SBSMCRRU	1
	IRGROTR	1
	MDIVTR	1
	RUCBTR2A3A3Y	1
	AAMRH	1
	MXSHARTR	1
	RUGBINFTR	1

Продолжение таблицы П.2

1	2	3
Индексные фонды	Cbonds CBI RU Middle Market Investable	1
	Процентное изменение учетной цены 1 грамма аффинированного золота от Банка России	1
	$70\% \times \text{RUCNYTR} + 30\% \times \text{RUSFARCNY}$	1
	MESMTR	1
	TDIVRX	1
	RUSFARCNY	1
	Альфа-Капитал Умный портфель	1
	RUGBITR5+	1
	TRTITR	1
	MIPOTR	1
	MCF2TR	1
	AAMGB	1
	Альфа-Капитал Платина – Палладий	1
	TMNT	1
	MOEXALLW	1
	RUGOLD	1
	MEFNTR	1
	MECNTR	1
Смешанные фонды	T-Bank All-Weather Index RUB	1
	MXTDFI2035	1
	MXTDFI2045	1
	$35\% \times \text{MCFTR} + 20\% \times \text{RUCBITR1Y} + 10\% \times \text{RUEU10} + 25\% \times \text{GLDRUB_TOM} + 10\% \times \text{SLVRUB_TOM}$	1
Фонды денежного рынка	$70\% \times \text{RUONIA} + 30\% \times \text{RUFLCBTRAAA}$	3
	RUONIA	3
	RUSFARCNY	2
	RUSFAR	2
Фонды облигаций	Отсутствует	5
	RUCBTRNS	2
	Индекс замещающих облигаций Cbonds	2
	RUFLBITR	2
	RUONIA	2
	RGBITR	1
	RUEU10	1
	RUCEU	1
	Cbonds IFX	1
	TBRURX	1
	RUGBITR5+	1
	RUCNYTR	1
	$70\% \times \text{RUCNYTR} + 30\% \times \text{RUSFARCNY}$	1
	Cbonds-GBI RU	1
	$50\% \times \text{RUCNYTR} + 50\% \times \text{Индекс замещающих облигаций Cbonds}$	1

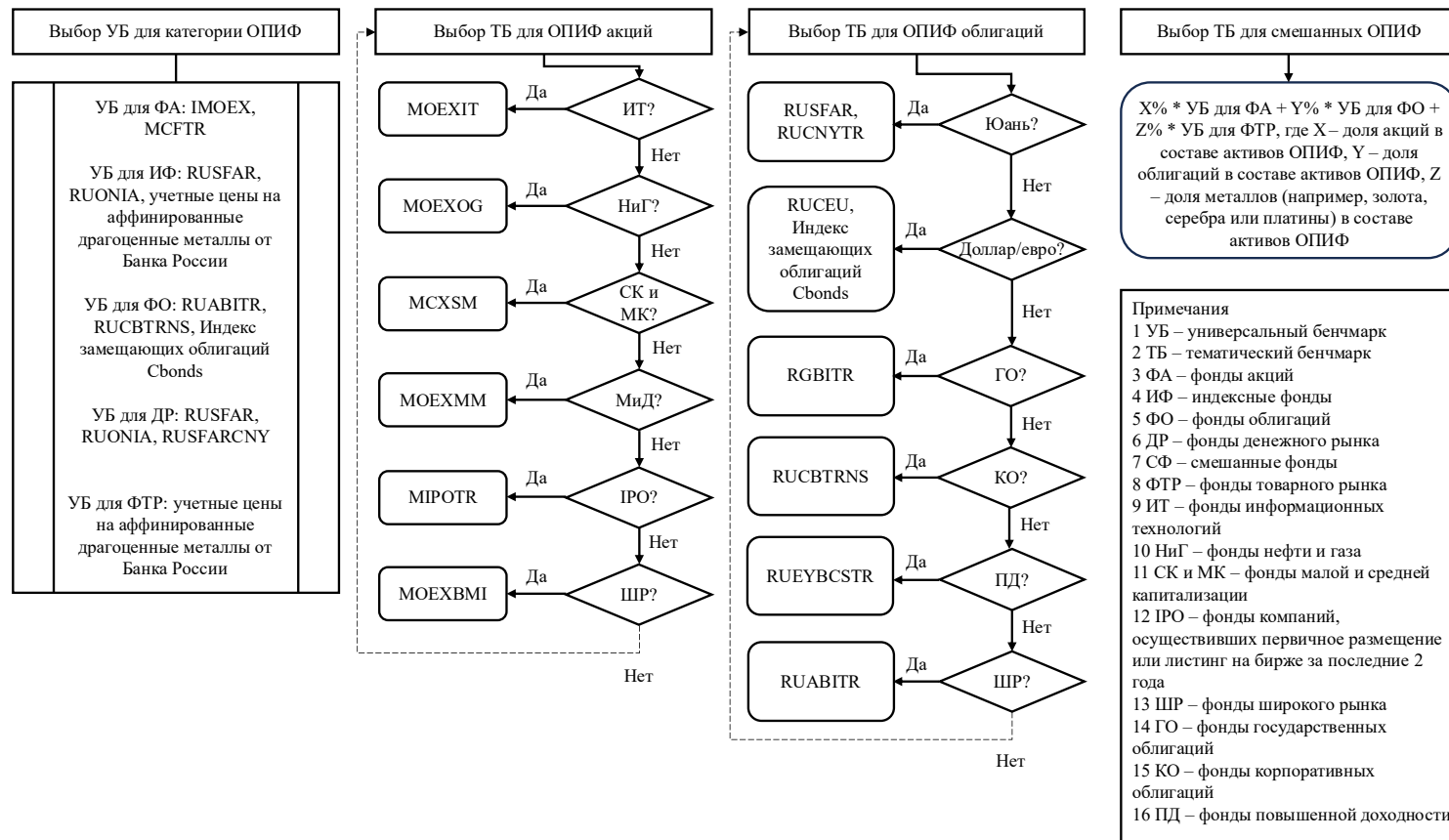
Продолжение таблицы П.2

1	2	3
Фонды товарного рынка	Процентное изменение учетной цены 1 грамма аффинированного золота от Банка России	3

Источник: составлено автором.

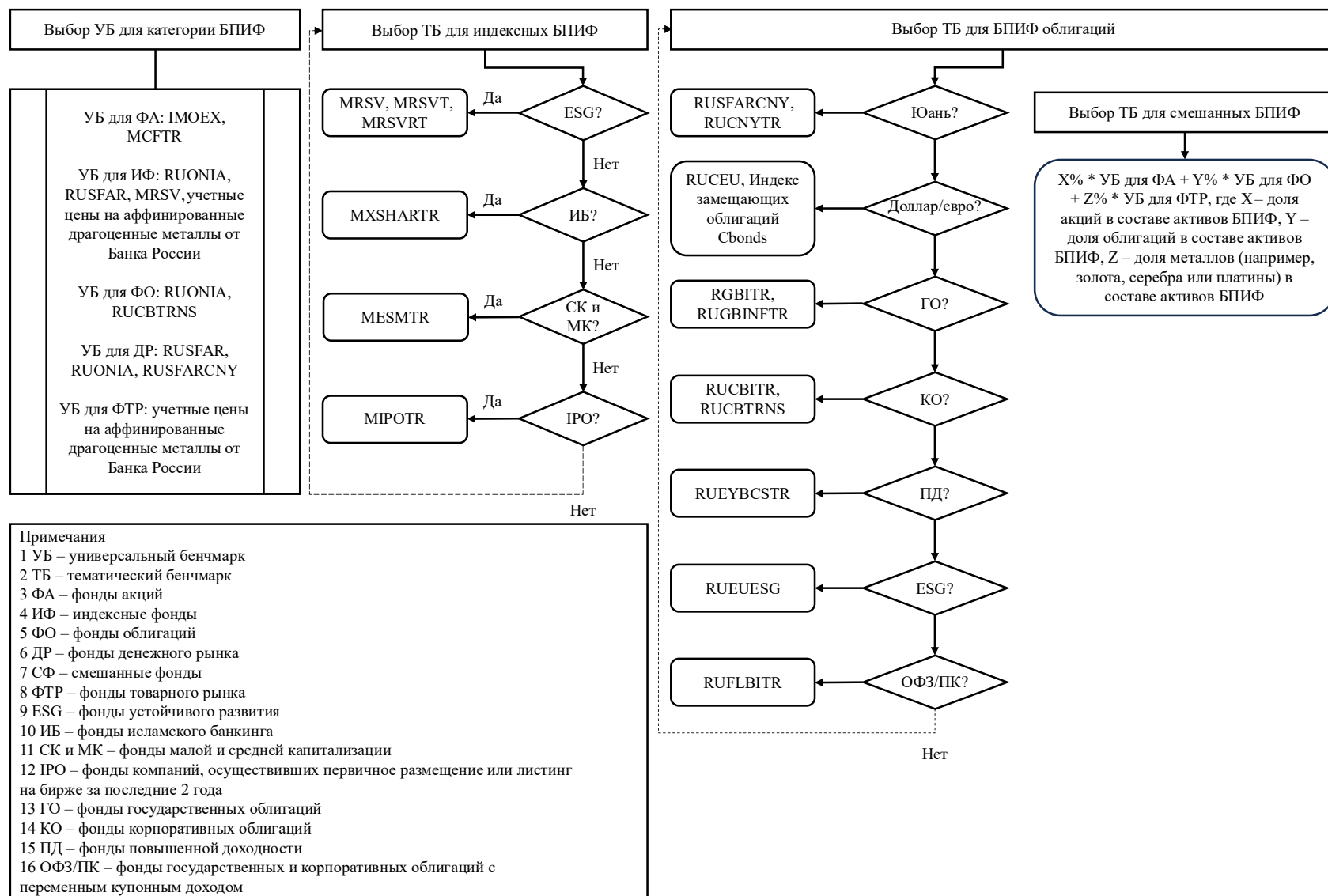
Приложение Р (информационное)

Древовидная структура определения универсального или тематического бенчмарка для различных категорий ОПИФ и БПИФ



Источник: разработано автором.

Рисунок Р.1 – Дерево решений для подбора универсального или тематического бенчмарка для различных категорий ОПИФ



Источник: разработано автором.

Рисунок Р.2 – Дерево решений для подбора универсального или тематического бенчмарка для различных категорий БПИФ

Приложение С
(информационное)

Практические рекомендации по повышению финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов

Таблица С.1 – Матрица применения результатов исследования для субъектов рынка коллективных инвестиций

Авторский инструментарий	Субъект, которому адресованы рекомендации	Алгоритм внедрения	Ожидаемый эффект
1	2	3	4
Методика присвоения рейтингов качества управления активами ОПИФ/БПИФ	1 УК (для внутреннего контроля и маркетинга) 2 Операторы маркетплейсов (для скрининга и фильтрации)	1 Для УК: внедрить расчет рейтинга в ежеквартальную отчетность для соответствующих категорий ОПИФ/БПИФ, использовать повышение рейтинга как КРІ для профессиональных управляющих, публиковать итоговый рейтинг в разделе «Иная информация» КИД 2 Для маркетплейсов: интегрировать рейтинг в интерфейс финансовых платформ, обеспечить возможность ранжирования соответствующих категорий ОПИФ/БПИФ, создав опцию сортировки в списке паевых фондов по рейтингу качества управления активами, добавить всплывающую подсказку «рейтинг отражает количественные качественные характеристики ПИФ и УК. Не гарантирует будущей доходности»	Снижение информационной асимметрии, повышение обоснованности выбора паевого фонда из определенной категории розничным инвестором, стимулирование УК к повышению эффективности управления ПИФ

Продолжение таблицы С.1

1	2	3	4
Деревья решений для подбора универсальных и тематических бенчмарков	1 УК (при разработке ПДУ и КИД) 2 Банк России (для стандартизации требований к раскрытию информации)	1 Для УК: при отсутствии в ПДУ эталонного индикатора использовать разработанные деревья решений (Приложение Н) для подбора универсальных бенчмарков: для фондов акций – IMOEX или MCFTR, для фондов облигаций – RUABITR или RUCBTRNS, для фондов денежного рынка – RUSFAR или RUONIA, для фондов товарного рынка – учетные цены на золото Банка России. Для ПИФ с узкой направленностью (фонды нефти и газа, ESG-фонды и другие) использовать тематические бенчмарки. Зафиксировать выбранный бенчмарк в разделе «Результаты инвестирования» КИД и/или в разделе «Инвестиционная декларация» ПДУ 2 Для Банка России: рекомендовать УК к применению данного алгоритма в качестве рекомендательного стандарта до его нормативного закрепления в Указании № 5609-У	Обеспечение сопоставимости доходности ПИФ с эталонным индикатором, устранение манипуляций со стороны профессионального управляющего при расчете избыточной доходности, формирование единого информационного поля для сравнения паевых фондов от разных УК со стороны розничного инвестора

Продолжение таблицы С.1

1	2	3	4
Формирование композитных портфелей из ОПИФ и БПИФ с общей инвестиционной стратегией и схожим соотношением риска и доходности	1 УК (для презентации результатов инвестиционной деятельности пайщикам) 2 Банк России (для надзора за качеством управления)	1 Для УК: провести сегментацию всех находящихся в управлении ОПИФ и БПИФ по ряду признаков: инвестиционная стратегия (например, «акции роста», «инструменты с расчетами в китайских юанях» и другие), универсальный или тематический бенчмарк, риск-профиль (соотношение риска и доходности, СЧА, и другие). Объединить паевые фонды, совпадающие по этим признакам, в композит. Рассчитать избыточную доходность по композиту в целом. Публиковать результаты композита в отчетности вместо отдельных разрозненных данных по каждому паевому фонду 2 Для Банка России: рекомендовать УК к применению данного алгоритма в качестве рекомендательного стандарта до его нормативного закрепления до его нормативного закрепления в Указании № 5609-У, использовать композитные данные для бенчмаркинга УК между собой: сравнивать результаты управления фондами акций роста одной УК против аналогичных фондов роста другой УК для выявления системных отклонений, применять анализ композитов при проверках добросовестности УК, если композит УК систематически показывает худшие результаты, чем среднеотраслевой композит по той же инвестиционной стратегии, это может служить сигналом для углубленного надзора	Соответствие международным стандартам GIPS, получение более устойчивой и репрезентативной оценки эффективности УК, возможность бенчмаркинга между разными УК в рамках единой стратегии, повышение доверия со стороны розничных инвесторов

Продолжение таблицы С.1

1	2	3	4
Модернизация параметров скрининга на маркетплейсах	1 Операторы маркетплейсов (для повышения качества аналитического инструментария и клиентского сервиса) 2 Банк России (для осуществления надзорной функции за раскрытием информации и защиты прав розничных инвесторов)	1 Для операторов маркетплейсов: расширить функционал фильтрации и скрининга паев, включив риск-скорректированные, количественные, структурно-отраслевые и валютные метрики, бенчмарк- и ESG-фильтры, а также дифференцированные значения минимальной суммы инвестирования, добавить в механизм скрининга такие показатели, как «рейтинг информационной прозрачности ПИФ и УК» и «рейтинг качества управления активами», внедрить возможность выгрузки исторических данных о СЧА и стоимости пая в форматах XLS/CSV/XML, интегрировать интерфейс с робо-эдвайзерами для автоматического подбора ПИФ под инвестиционный профиль клиента 2 Для Банка России: включить в требования к операторам финансовых платформ (в рамках регулирования маркетплейсов в соответствии с № 211-ФЗ) обязанность по интеграции рейтингов информационной прозрачности и качества управления активами с указанием источников данных и периодичности обновления не реже одного раза в год	Снижение когнитивной перегрузки инвестора, стандартизация информационной среды маркетплейсов, рост доли маркетплейсов в качестве используемого канала дистрибуции инвестиционных паев

Продолжение таблицы С.1

1	2	3	4
Критерии информационной прозрачности ПИФ и УК	1 Рейтинговые агентства (для усовершенствования методик присвоения рейтингов качества управления активами ОПИФ и БПИФ, рейтингов надежности и качества услуг УК) 2 УК (для внутреннего аудита и оптимизации политик информационной прозрачности) 3 Банк России (для осуществления надзорной функции за раскрытием информации и защиты прав розничных инвесторов)	1 Для рейтинговых агентств: интегрировать разработанный чек-лист из 6 критериев в действующие методики присвоения рейтингов надежности и качества услуг УК (Эксперт РА) и рейтингов бизнес-рисков (НРА) в качестве отдельного блока оценки, дополнив классические финансовые коэффициенты качественными индикаторами раскрытия информации, обеспечить актуализацию рейтингов не реже одного раза в год с публикацией методологии расчета и динамики изменения баллов по каждой УК 2 Для УК: провести самооценку действующего уровня информационной прозрачности по каждому из критериев чек-листа, представленного в таблице 27 параграфа 3.1, выявить критерии, по которым раскрытие информации осуществляется не в полном объеме, разработать и утвердить внутренний план-график устранения выявленных пробелов 3 Для Банка России: включить обязательное требование размещения всех перечисленных сведений в открытом доступе на сайте УК, публиковать сводный рейтинг информационной прозрачности УК как ориентир для розничных инвесторов, по итогам мониторинга формировать ежегодный обзор «Информационная открытость УК на рынке ПИФ» с публикацией агрегированных результатов для стимулирования конкуренции в сфере раскрытия информации	Повышение дисциплины раскрытия информации, создание количественного инструмента мониторинга дисциплины раскрытия информации, снижение количества жалоб инвесторов на неполноту данных, раскрываемых со стороны УК

Продолжение таблицы С.1

1	2	3	4
Интегральные индексы финансовой доступности и инвестиционной привлекательности	1 Научно-исследовательские организации и аналитические центры (для проведения макроаналитических исследований и сценарного прогнозирования развития индустрии ПИФ) 2 Банк России (для мониторинга состояния рынка коллективных инвестиций, целеполагания и обоснования регуляторных решений)	1 Для научно-исследовательских организаций: использовать индексы как релевантные переменные для эконометрического моделирования факторов роста рынка коллективных инвестиций в российской экономике, применять индексы для верификации гипотез о влиянии институциональных изменений на финансовую доступность и инвестиционную привлекательность, проводить сравнительный анализ динамики интегральных индексов в развитых и развивающихся странах для выявления лучших практик и их адаптации к российским условиям 2 Для Банка России: включить расчет интегральных индексов в систему индикаторов развития финансового рынка, использовать индексы для количественной оценки достижения целевых ориентиров, зафиксированных в основных направлениях развития финансового рынка (в части повышения привлекательности пассивного инвестирования и расширения доступности финансовых услуг), применять индексы при разработке сценариев развития рынка коллективных инвестиций: моделировать влияние изменения доступности (например, число управляющих компаний-дистрибьюторов) на суммарную СЧА паевых фондов; оценивать чувствительность реальных располагаемых доходов домохозяйств к изменению инвестиционной привлекательности ПИФ и так далее, публиковать значения интегральных индексов в ежегодных аналитических докладах, использовать индексы для межстрановых сопоставлений при обосновании направлений реформирования индустрии ПИФ	Формирование количественного инструментария мониторинга состояния сектора коллективных инвестиций, повышение качества сценарного прогнозирования: оценка чувствительности суммарной СЧА и реальных располагаемых доходов домохозяйств к изменению финансовой доступности и инвестиционной привлекательности, расширение эмпирической базы для академических исследований в области финансовой доступности и коллективных инвестиций

Источник: составлено автором.