

А. Е. АБРАМОВ



# Институциональные инвесторы в мире

ОСОБЕННОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ  
И ПОЛИТИКА РАЗВИТИЯ



УДК 336.714  
ББК 65.263  
А16

**Абрамов, А. Е.**

А16 Институциональные инвесторы в мире: особенности деятельности и политика развития : в 2 кн. : кн. 2 / А.Е. Абрамов ; науч. ред. А.Д. Радыгин. — М. : Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2014. — 206 с. — (Россия: вызовы модернизации. Экономика).

ISBN 978-5-7749-0924-7 (общ.)

ISBN 978-5-7749-0982-7 (кн. 2)

Успешное проведение пенсионной реформы, решение проблем длинных денег и финансовой безопасности среднего класса, создание международного финансового центра — все эти задачи требуют детальных знаний зарубежных практик и понимания инструментов реализации политики развития финансовых рынков и институтов.

Автор книги — Александр Евгеньевич Абрамов, кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник Института прикладных экономических исследований РАНХиГС при Президенте Российской Федерации — пытается восполнить пробелы указанных знаний. В работе содержится диагностика проблем внутренних сбережений в России; детальный анализ 27 зарубежных пенсионных систем мира и отдельно российской пенсионной реформы, инструментов политики развития коллективных инвестиций в США, Европейском Союзе и странах БРИКС; количественные исследования факторов, влияющих на уровень развития пенсионных фондов и коллективных инвестиций в 50 странах мира.

Несомненным достоинством книги является отсутствие навязчивых рекомендаций идеальных и единственно правильных моделей пенсионных систем и коллективных инвестиций. Автор предлагает обобщить разные мировые практики, обсудить развилки и возможные решения по развитию институциональных инвесторов в нашей стране.

Для специалистов в области финансов и социальной политики, а также всех, кто интересуется современными общемировыми экономическими проблемами.

УДК 336.714  
ББК 65.263

ISBN 978-5-7749-0924-7 (общ.)

ISBN 978-5-7749-0982-7 (кн. 2)

© ФГБОУ ВПО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации», 2014

## СОДЕРЖАНИЕ

Обозначения и сокращения . . . . .	7
Часть 3. Анализ и эволюция коллективных инвестиций в России и за рубежом . . . . .	15
3.1. Размеры и разновидности инвестиционных фондов в мире . . . . .	15
3.2. Взаимные фонды в США . . . . .	25
3.3. Взаимные фонды в Европейском союзе. . . . .	42
3.4. Взаимные фонды в зарубежных странах БРИКС . . . . .	67
3.5. Биржевые инвестиционные фонды (ETFs) . . . . .	81
3.6. Инвестиционные трасты недвижимости (REITs) . . . . .	88
3.7. Другие разновидности взаимных фондов в мире . . . . .	93
3.8. Коллективные инвестиции в России . . . . .	94
3.9. Факторы, влияющие на доходность и привлекательность паевых инвестиционных фондов в глазах российских инвесторов. . . . .	106
Часть 4. Проблемы и перспективы развития внутренних сбережений в России. . . . .	117
4.1. Сбережения домашних хозяйств в России . . . . .	117
4.2. Предпосылки развития институциональных инвесторов в России . . . . .	119
4.3. Проблемы и развилки развития пенсионной системы . . . . .	125
4.4. Развитие коллективных инвестиций . . . . .	155
Заключение. . . . .	167
Словарь основных терминов и понятий . . . . .	169
Список литературы . . . . .	183
Приложения . . . . .	193

# Часть 3. Анализ и эволюция коллективных инвестиций в России и за рубежом

## 3.1. РАЗМЕРЫ И РАЗНОВИДНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ В МИРЕ

Взаимные фонды являются одним из наиболее динамично развивающихся видов финансового посредничества. За 17 лет, с 1996 по 2012 г., годовые темпы роста (CAGR) их активов составили 10,0% (Приложение III). В 2012 г. активы взаимных фондов в мире достигли 27,9 трлн долл. США (рис. 3.1). Наиболее крупные активы взаимных

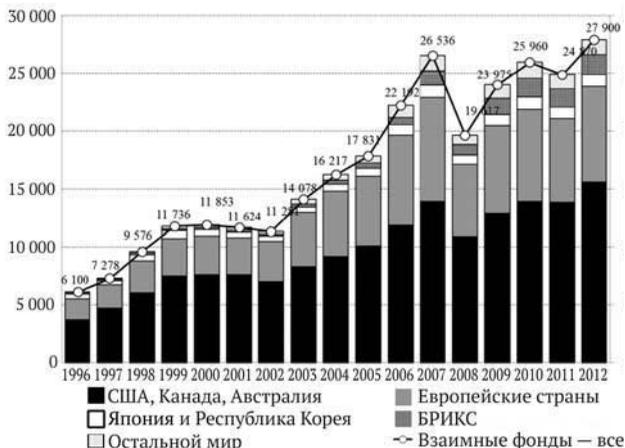


Рис. 3.1. Стоимость активов взаимных фондов в мире, млрд долл. США

Источник: Расчеты по данным ICI.

фондов в размере 15,6 трлн долл. США сконцентрированы в трех странах с общим правом — США, Канаде, Австралии, в том числе 13,0 трлн долл. в США. С США конкурируют страны Европы, общая стоимость активов взаимных фондов здесь в 2012 г. составила 8,3 трлн долл. США. На 3-е место в мире по объему активов взаимных фондов вышли страны БРИКС, где совокупная стоимость активов достигла 1,8 трлн долл. США. В 1996—2012 гг. годовые темпы роста (CAGR) в БРИКС составляли 18,1% по сравнению с 8,5% в США и 10,1% в странах Европы. По объему фондов страны БРИКС превзошли Японию и Республику Корея, где стоимость активов фондов составляла 1,0 трлн долл. США, в том числе 0,7 трлн долл. — в Японии.

Интересно, что в США, странах Европы и БРИКС сложились уникальные модели роста взаимных фондов. В Северной Америке модель основана на активной вовлеченности домашних хозяйств в процесс сбережений с помощью фондового рынка, мощи внутренних финансовых институтов. Ускоренный рост фондов в странах Европейского союза опирается на впечатляющий прогресс данных стран в создании единого общеевропейского рынка коллективных инвестиций и умелое управление процессом с помощью волн совершенствования законодательства о UCITS. В странах Северной Америки, Австралии, в Европе мощный импульс в развитии взаимных фондов исходит из роста накопительных и фондируемых распределительных пенсионных схем. В странах БРИКС, за исключением России, развитие взаимных фондов опирается на рост вовлеченности населения в инвестиции на фондовом рынке и заинтересованность крупных государственных и частных банков в развитии собственных линеек инвестиционных продуктов. Тем не менее в механизме обеспечения роста взаимных фондов в разных странах, точнее, в мерах политики их развития есть много общего, о чем подробнее будет идти речь ниже.

На рис. 3.2 показана структура региональных центров развития взаимных фондов. В 2012 г. на долю США, Канады и Австралии приходилось 55,8% активов взаимных фондов в мире; однако это заметно меньше доли указанных стран в 1996 г. в размере 61,1%. Доля европейских стран на рынке коллективных инвестиций остается практически неизмен-

### 3.1. РАЗМЕРЫ И РАЗНОВИДНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ В МИРЕ

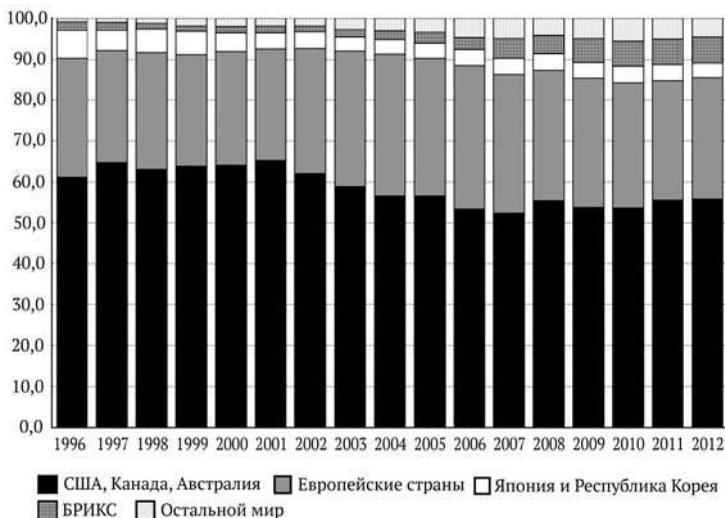


Рис. 3.2. Структура активов взаимных фондов в мире, %

Источник: Расчеты по данным ICI.

ной в течение 17 лет. В 1996 г. она составляла 29,1%, в 2012 г. — 29,7%. В 1996—2012 гг. общая доля Японии и Республики Корея снизилась с 6,9 до 3,6%, в то время как доля стран БРИКС выросла с 2,0 до 6,3%.

В отличие от России в большинстве стран открытые (взаимные) фонды по стоимости активов существенно превосходят закрытые инвестиционные фонды (рис. 3.3). Это обусловлено тем, что абсолютная ликвидность акций (паев) взаимных фондов и право голосовать ногами против неэффективного менеджмента, предоставленное их акционерам (пайщикам), обеспечивают высокий уровень защиты интересов как частных, так и институциональных инвесторов. В среднем по выборке из 23 стран доля закрытых инвестиционных фондов в общей стоимости активов инвестиционных фондов в 2011 г. составила лишь 20,5%. Лишь в пяти странах из 23 — в Австрии, Дании, Португалии, Германии и России — на долю закрытых фондов приходится более половины активов индустрии коллективных инвестиций. В указанных странах Западной Европы это связано с ускоренным развитием после кризиса так

### Часть 3. Анализ и эволюция коллективных инвестиций

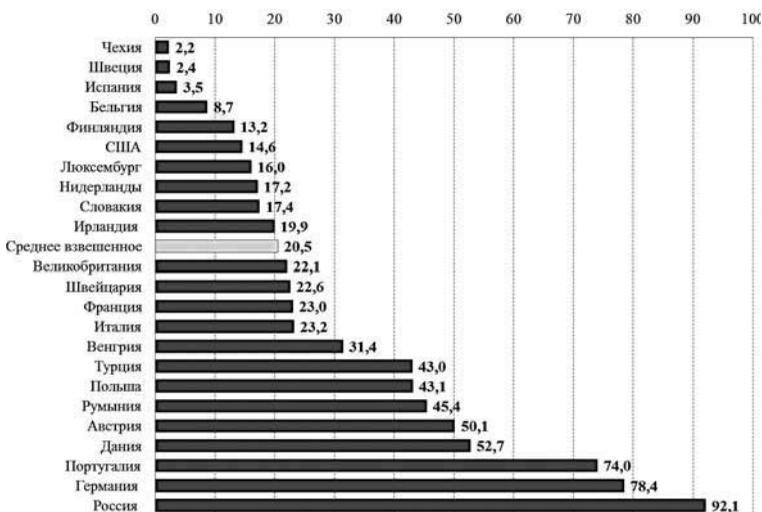


Рис. 3.3. Доля закрытых фондов в общей стоимости инвестиционных фондов в 2011 году, %

Источник: Расчеты по данным ICI, EFAMA и НЛУ.

называемых специальных фондов, создаваемых банками для собственных нужд с целью инвестирования в неликвидные активы. В России доля закрытых ПИФов в общей стоимости активов паевых инвестиционных фондов в 2011 г. составила 92,1%, что было обусловлено низким уровнем развития частных инвесторов и отсутствием необходимого взаимодействия между негосударственными пенсионными и паевыми фондами. Закрытые ПИФы используются в качестве формы оптимизации финансовых потоков при осуществлении нового строительства, коммерческой эксплуатации офисной недвижимости, вложении временно свободных средств крупных корпораций и их собственников в землю и ограниченный перечень ценных бумаг.

В табл. 3.1 приводится динамика доли закрытых фондов в общей стоимости активов инвестиционных фондов всех типов. В течение прошедших 16 лет доля закрытых фондов во многих странах заметно повысилась. В среднем по выборке из 23 стран доля закрытых фондов увеличилась с 12,6%

### 3.1. РАЗМЕРЫ И РАЗНОВИДНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ В МИРЕ

Таблица 3.1. Доля закрытых инвестиционных фондов в структуре инвестиционных фондов всех типов, %

	1996	2000	2005	2010	2011
США	7,9	6,7	11,5	13,1	14,6
Австрия		26,1	34,5	46,9	50,1
Бельгия	4,4	6,7	6,1	7,8	8,7
Чехия		14,8		1,8	2,2
Дания		7,7	40,1	50,4	52,7
Финляндия		3,1	14,0	13,4	13,2
Франция	5,3	10,3	9,5	20,0	23,0
Германия	65,2	66,5	71,1	76,0	78,4
Греция		8,2	1,3		
Венгрия		1,3	23,8	32,6	31,4
Ирландия				18,5	19,9
Италия		0,6	9,6	18,9	23,2
Люксембург	9,3	9,2	9,1	14,5	16,0
Нидерланды	13,2	14,3	16,5	17,6	17,2
Польша		2,6	5,4	33,0	43,1
Португалия	16,2	20,6	29,6	67,3	74,0
Румыния				56,7	45,4
Россия <sup>1</sup>			70,5	89,2	92,1
Словакия			1,2	5,7	17,4
Испания	0,1	0,7	2,4	4,3	3,5
Швеция		0,4	2,3	2,3	2,4
Швейцария	11,7	7,5	17,2	21,6	22,6
Турция		0,0	8,7	33,0	43,0
Великобритания	36,6	28,7	22,1	18,6	22,1
Среднее взвешенное по выборке	12,6	11,6	14,9	18,8	20,5

Источник: Расчеты по данным ICI, EFAMA и НЛУ.

в 1996 г. до 20,5% в 2011 г., в том числе с 7,6 до 14,6% в США<sup>1</sup>, с 4,4 до 8,7% в Бельгии, с 5,3 до 23,0% во Франции, с 65,2 до 78,4% в Германии, с 16,2 до 74,0% в Португалии. Данный процесс обусловлен тем, что во время продолжительной волатильности финансовых рынков со второй половины 2000-х гг. недвижимост, земля и другие виды низколиквидных активи-

<sup>1</sup> Включает Closed-end Funds (CeFs) и Real Estate Investment Trusts (REITs).

вов стали играть роль убежища для вложений институциональных состоятельных частных инвесторов, банков и нефинансовых организаций.

В прикладных исследованиях предполагается, что концентрация финансовых организаций в целом позитивно влияет на надежность и эффективность их деятельности. Однако при этом концентрация не должна препятствовать конкуренции. Концентрация характеризует организационную структуру финансового рынка и оценивается с помощью индекса Херфиндаля — Хиршмана (НИ) и показателя CRn (доли n крупнейших финансовых организаций в активах всех финансовых организаций данного профиля). Конкуренция характеризует рыночное поведение субъектов и оценивается с помощью показателей общего числа участников того или иного рыночного сегмента, численности новых и ликвидируемых компаний, уровня вознаграждения за услуги финансовых организаций.

Концентрация в банковском секторе не влияет на показатели финансового развития и эффективности<sup>1</sup>. Димигюч-Кант и Левайн (2012) на примере выборки из разных стран показали, что в то время, как низкий уровень конкуренции между банками существенно ограничивает доступность финансов для фирм, уровень концентрации банков на данный фактор не влияет<sup>2</sup>. Аллен и Гейл (2000) заметили, что высококонцентрированная банковская система, состоящая из ограниченного числа банков, обеспечивает стабильность финансовой системы, поскольку позволяет банкам быть более рентабельными, лучше диверсифицированными, упрощая надзор над ними<sup>3</sup>. К аналогичным выводам пришли Бэк, Димигюч-Кант и Левайн (2003)<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Demirgüç-Kunt A., Levine R. Bank concentration: cross-country evidence. Working Paper, World Bank, 2000.

<sup>2</sup> Inessa Love I., Martínez Pería M. How Bank Competition Affects Firms' Access to Finance. The World Bank. Policy Research Working Paper, August 2012. August 2012. WPS6163 Public.

<sup>3</sup> Allen F., Gale D. Comparing Financial Systems. Cambridge and London: MIT press, 2000.

<sup>4</sup> Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. Bank Concentration and Crises // World Bank working paper, 2003.

### 3.1. РАЗМЕРЫ И РАЗНОВИДНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ В МИРЕ

По мнению Рамос (2009)<sup>1</sup>, изучавшей параметры 50 000 взаимных фондов в 27 странах, рост концентрации в сфере коллективных инвестиций не ограничивает конкуренцию в отрасли. Однако крупные финансовые холдинги имеют существенные преимущества на рынке взаимных фондов. За счет эффекта масштаба они экономизируют эффект условно-постоянных издержек; крупные управляющие компании имеют больше возможностей создавать звездные фонды, что способствует росту доли крупных управляющих компаний на рынке; крупные финансовые группы могут больше средств тратить на рекламу<sup>2</sup>. Влияние концентрации на транзакционные издержки является смешанным. В Бельгии высокая концентрация взаимных фондов, но низкий уровень вознаграждения за управление инвестиционными фондами. В США, Нидерландах и Китае низкая концентрация фондов и низкая плата за управление; наоборот, в Польше и Бразилии – высокая концентрация и высокая плата за управление.

Наличие крупных семейств управляющих коллективными инвестициями в Австралии, Австрии, Канаде, Германии, Великобритании и США позволяет иметь там более сильную и развитую индустрию взаимных фондов<sup>3</sup>. Уровень концентрации ниже в странах с общим правом и более высоким показателем оборачиваемости акционерного капитала. Вознаграждение за управление фондами выше в тех странах, где фонды мельче и ниже оборачиваемость акций. Расширение линейки фондов ведет к росту конкуренции и концентрации бизнеса у крупных семейств взаимных фондов, а также способствует снижению издержек инвесторов фондов.

По мнению Рамос, размер взаимных фондов слабо связан с CR5; коэффициент детерминации между данными показате-

<sup>1</sup> Ramos S. The Size and Structure of the World Mutual Fund Industry // *European Financial Management*, vol. 15, № 1, 2009, p. 145–180.

<sup>2</sup> Ferreira M., Ramos S. Mutual Fund Industry Competition and Concentration: International Evidence. January 2009; <http://ssrn.com/abstract=1343096>

<sup>3</sup> Ibid, p. 27.

телями равен  $-0,13^1$ , однако наличие входных барьеров мешает развитию отрасли коллективных инвестиций. На рис. 3.4 приведен анализ зависимости между размером взаимных фондов и CR5 по выборке 30 стран за 2011 г. Коэффициент детерминации между показателями оказался еще ниже, составив 0,03. Это предопределяется тем, что размеры фондов зависят от множества иных факторов, о которых подробнее было рассказано в первой части книги. Например, чтобы пайщик фонда мог свободно пользоваться эффектом масштаба бизнеса, необходим свободный переток инвестиций между фондами, управляемыми разными управляющими компаниями. Это не означает, что концентрация бизнеса по управлению портфелями взаимных фондов не оказывает влияния

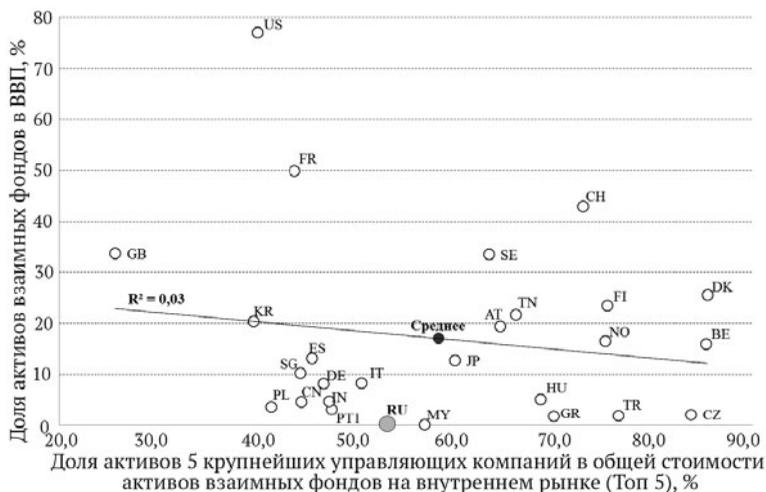


Рис. 3.4. Анализ зависимости размеров фондов от их концентрации (CR5), по данным 2011 года<sup>2</sup>

Источники: США — ICI; Россия — расчеты по данным investfunds.ru; европейские страны — EFAMA Fact Book, 2012; азиатские страны — Ramos S. The Size and Structure of the World Mutual Fund Industry // European Financial Management, vol. 15, № 1, 2009, p. 145–180.

<sup>1</sup> Ramos S. The Size and Structure of the World Mutual Fund Industry // European Financial Management, vol. 15, № 1, 2009, p. 145–180.

<sup>2</sup> По азиатским странам данные о CR5 приводятся по Рамос (2009) за 2007–2008 гг.

### 3.1. РАЗМЕРЫ И РАЗНОВИДНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ В МИРЕ

на их эффективность. Данное влияние имеет место, однако в каждом случае его необходимо анализировать отдельно в контексте специфики правовой системы страны, модели капитализма и иных факторов.

Из данных табл. 3.2 следует, что при прочих равных условиях уровень концентрации взаимных фондов существенно ниже в странах с общим правом по сравнению со странами с гражданским правом; в странах с англосаксонской

Таблица 3.2. Концентрация и размеры взаимных фондов в мире

		1 — гражданское право; 0 — общее право	Модели: 1 — англосаксон- ская; 2 — Юго-Восточная Азия; 3 — континентальная Европа; 4 — скандинавская Европа	Топ-5 (CR5), %		Размер к ВВП, %	
				2004	2011	2004	2011
Россия	RU	1	3	64,4	53,1	0,2	0,2
США	US	0	1	39,0	40,0	68,3	77,0
Австрия	AT	1	3	66,6	64,5	35,4	19,4
Бельгия	BE	1	3	87,2	85,3	32,9	15,9
Чехия	CZ	1	3	97,2	83,8	4,4	2,1
Дания	DK	1	4	85,9	85,4	26,5	25,5
Финляндия	FI	1	4	78,1	75,3	19,9	23,4
Франция	FR	1	3	57,3	43,8	60,6	49,8
Германия	DE	1	3	45,9	46,7	10,8	8,2
Греция	GR	1	3	84,2	69,9	18,7	1,7
Венгрия	HU	1	3	79,1	68,6	4,9	5,1
Италия	IT	1	3	53,9	50,5	29,6	8,2
Норвегия	NO	1	4	74,9	75,1	11,6	16,5
Польша	PL	1	3	68,5	41,4	4,8	3,6
Португалия	PT	1	3	64,3	47,5	17,1	3,1
Испания	ES	1	3	51,8	45,6	30,4	13,1
Швеция	SE	1	4	73,9	63,4	30,0	33,4
Швейцария	CH	1	3	68,7	72,9	26,0	43,0
Турция	TR	1	3	67,2	76,4	4,6	1,8

Окончание табл. 3.2

		1 — гражданское право; 0 — общее право	Модели: 1 — англосаксонская; 2 — Юго-Восточная Азия; 3 — континентальная Европа; 4 — скандинавская Европа	Топ-5 (CR5), %		Размер к ВВП, %	
				2004	2011	2004	2011
Великобритания	GB	0	1	28,5	25,7	22,7	33,6
Китай	CN	0	2		44,5*	2,1	4,6
Индия	IN	0	2		47,3*	4,7	4,7
Япония	JP	1	2		59,9*	8,7	12,7
Республика Корея	KR	1	2		39,6*	26,1	20,3
Малайзия	MY	0	2		56,9*	0,02	0,03
Сингапур	SG	0	2		44,4*	10,7	10,3
Таиланд	TH	0	2		66,1*	12,6	21,6
Среднее				66,8	58,3	19,4	17,0
в том числе:							
страны с общим правом				33,7	46,4	17,3	21,7
страны с гражданским правом				70,5	62,4	20,2	15,4
англосаксонские страны				33,7	32,8	45,5	55,3
азиатские страны					51,2	9,3	10,6
континентальная Европа				68,3	60,7	20,0	12,5
скандинавские страны				78,2	74,8	22,0	24,7

\* Данные за 2007—2008 гг.

Источники: США — ICI; Россия — расчеты по данным investfunds.ru; европейские страны — EFAMA Fact Book, 2012; азиатские страны — Ramos S. The Size and Structure of the World Mutual Fund Industry // European Financial Management, vol. 15, № 1, 2009, p. 145—180.

и азиатской моделями капитализма по сравнению со странами континентальной Европы и скандинавскими странами. Это обусловлено тем, что в англосаксонских и азиатских странах наряду с банками относительно хорошо развиты небанковские финансовые организации и фондовый рынок. В странах континентальной Европы и в скандинавских странах ключевую роль в продажах акций (паев) взаимных фондов играют наиболее крупные универсальные банки. В данной классификации Россия относится к странам континентальной Европы, в 2011 г. CR5 для открытых и интервальных ПИФов в ней составлял 53,1% по сравнению с 60,7% в среднем по странам со схожей моделью капитализма. Это свидетельствует об относительно низком уровне концентрации в отрасли коллективных инвестиций в России по сравнению со странами, имеющими похожие правовую систему и социально-экономическую модель.

Далее рассмотрим организацию коллективных инвестиций в ряде стран, где удалось добиться высокого уровня их развития.

### 3.2. Взаимные фонды в США

Первые взаимные фонды в США появились в 1924 г., т. е. почти 90 лет назад. В настоящее время стоимость их активов превысила 13 трлн долл. США (рис. 3.5). С текущих позиций состояния рынка коллективных инвестиций в России такая цифра кажется невероятной, приблизиться к ней мы смогли бы только через 100 лет. Однако для достижения данной цифры США потребовалось меньше времени, чем может показаться на первый взгляд. Еще в 1975 г. стоимость активов взаимных фондов здесь составляла всего 45,9 млрд долл. США. Это меньше суммарной стоимости активов всех ПИФов в России в 2012 г., равной 47,9 млрд долл. США. Чтобы достичь нынешнего уровня развития, начиная с 1976 г. в течение 37 лет активы взаимных фондов в США росли на 16,5% ежегодно.

Подобный рост коллективных инвестиций не мог возникнуть сам по себе, для его поддержания государство должно осуществлять целенаправленную политику развития систе-

мы внутренних сбережений. Ключевыми мерами данной политики, реализуемой с конца 1970-х гг., являлись: создание накопительных корпоративных и индивидуальных пенсионных планов, результативных форм взаимодействия между ними и коллективными инвестициями; формирование централизованной инфраструктуры заключения сделок и расчетов с акциями взаимных фондов; перевод продаж акций взаимных фондов и других инвестиционных продуктов на модель открытой архитектуры; стимулирование аутсорсинга в разных звеньях операционной деятельности взаимных фондов; развитие сетей продаж продуктов коллективных инвестиций через инвестиционных консультантов и паевые супермаркеты; поощрение инновационной активности управляющих компаний; развитие информационно-аналитических систем, доступных частному инвестору; эффективное взаимодействие бизнеса и власти в целях развития внутренних финансовых институтов.

Более того, как будет показано ниже, аналогичные меры политики развития коллективных инвестиций в той или иной мере применялись во всех других странах и регионах мира, где удалось добиться существенного прогресса роста коллективных инвестиций. По этой причине можно говорить об определенной универсальности мер, которые может применять та или иная страна, если она заинтересована в развитии коллективных инвестиций и системы внутренних сбережений.

До середины 1970-х гг. в истории развития взаимных фондов США происходило много важных событий. 21 марта 1924 г. бывший продавец Эдвард Леффлер (Edward G. Leffler) в Бостоне организовал первый взаимный фонд Massachusetts Investors Trust (MIT). 29 июля 1924 г. Пол Кабот (Paul C. Cabot) и двое его помощников учредили State Street Investment Corporation. 23 ноября 1925 г. Леффлер и группа его коллег из Бостона создали третий взаимный фонд Incorporated Investors и компанию по управлению им под названием Parker, Putman, & Nightingale. В отличие от действовавших до этого инвестиционных компаний взаимные фонды принимали на себя обязательства выкупать акции по требованию

акционеров по стоимости, рассчитываемой на основе стоимости чистых активов таких фондов.

По мнению М. Финка (Fink) — автора книги об истории взаимных фондов, самым значимым событием в истории взаимных фондов в США было принятие Закона о налогообложении доходов в 1936 г.<sup>1</sup> Принятый в рамках налоговой политики президента Рузвельта по инициативе сенатора Дэвида Уолша (Walsh) Закон о налогообложении доходов (Revenue Act) 1936 г. освободил взаимные фонды, соответствующие определенным требованиям по диверсификации портфеля и распределению прибыли среди акционеров, от налога на прибыль. Это уравнило уровень налогообложения при инвестициях через взаимные фонды с прямыми инвестициями частных инвесторов в ценные бумаги. Кроме того, данный закон был первым законодательным актом федерального уровня, посвященным взаимным фондам.

В 1940 г. был принят Закон об инвестиционных компаниях, который предусматривал детальное регулирование взаимных и других фондов. Данный закон был поддержан представителями отрасли коллективных инвестиций, заинтересованными в предотвращении злоупотреблений и восстановлении доверия к рынку после Великой депрессии. В законе были закреплены ключевые обязанности фондов по обеспечению диверсифицированных вложений, погашению акций (паев) фондов по требованию инвесторов, недопущению использования заемных средств при формировании инвестиционных портфелей. К этому моменту доля активов взаимных фондов в совокупной стоимости активов инвестиционных компаний (фондов всех типов) увеличилась с 5% в 1929 г. до 36% в 1940 г. Одной из важнейших норм, предусмотренных в Законе об инвестиционных компаниях, было право Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) предоставлять исключения из общих правил для отдельных лиц, типов сделок, ценных бумаг, групп участников, если, по мнению ее руководства, они способствуют общественным интересам и защите прав инвесторов.

<sup>1</sup> *Fink M. The rise of mutual funds: past, present, and future. Oxford University Press, 2011.*

Это было сознательное предложение авторов законопроекта, полагавших, что право предоставления исключений из общих правил позволит обеспечить высокий уровень кооперации между регулирующим органом и индустрией коллективных инвестиций и будет способствовать развитию инноваций в отрасли в интересах инвесторов<sup>1</sup>.

Развитие взаимных фондов в США способствовало росту страхования жизни. Исторически взаимодействие между взаимными фондами и страховыми компаниями начиналось с применения страховыми холдингами новых продуктов, сочетающих преимущества традиционных страховых продуктов и взаимных фондов. В 1952 г. Teacher Insurance and Annuity Association (ТИАА) — некоммерческая организация, занимавшаяся обеспечением пенсионных выплат в виде фиксированных на весь срок дожития аннуитетов профессорско-преподавательскому составу университетов, впервые на рынке предложила переменный аннуитет. Данный продукт предусматривал выплату переменных аннуитетных платежей в зависимости от инвестиционной доходности базового портфеля. В настоящее время во многих странах данный продукт более известен как паевые фонды страховщиков (unit-linked products).

Другим направлением взаимодействия взаимных фондов и страховщиков стало приобретение страховыми холдингами управляющих компаний и создание собственных управляющих компаний взаимными фондами. Так возникли такие компании, как Alliance Bernstein, Massachusetts Financial Services, Oppenheimer, PIMCO и Putman. По данным М. Финка, в 2006 г. внутренние и иностранные страховые организации в США контролировали около 22% общей стоимости активов взаимных фондов.

Однако наиболее быстро коллективные инвестиции в США стали развиваться с конца 1970-х гг., когда начался процесс прихода массового частного инвестора на фондовый рынок. Ускоренному развитию коллективных инвестиций в эти годы

<sup>1</sup> *Fink M. The rise of mutual funds: past, present, and future. Oxford University Press, 2011.*

способствовали не только благоприятные экономические обстоятельства, но и проведение эффективной политики развития финансового рынка, предполагающей координацию улучшений законодательства, модернизацию инфраструктурных организаций, поощрение инноваций таких компаний, как T-Rowe Price, Fidelity, Charley Schwab, Fidelity, Vanguard Group и многих других.

Факторы, способствующие росту взаимных фондов в США, исследовались в ряде работ. В уже упоминавшейся нами работе М. Финка (2011) было показано, что на уровень развития взаимных фондов наибольшее влияние оказали такие факторы, как создание новых видов ценных бумаг, каналов дистрибуции инвестиционных продуктов, принятие законов, стимулировавших частные сбережения, устранение проблемы двойного налогообложения доходов фондов и частных инвесторов, введение индивидуальных и корпоративных пенсионных планов. Финк также обращает внимание на ряд особенностей, сделавших взаимные фонды наиболее популярным вложением накоплений корпоративных планов 401-k. В отличие от страховых продуктов и банковских депозитов взаимные фонды не обязаны были гарантировать минимальную доходность участникам пенсионных планов, т. е. они были освобождены от фидуциарной ответственности, предусмотренной ERISA. Они оказались самым простым и прозрачным продуктом для принятия владельцами ИПС собственных инвестиционных решений; по ним регулярно публиковались проспекты эмиссии и отчетность. Взаимные фонды находились под постоянным вниманием Департамента регулирования трудовых отношений, ответственного за надзор за пенсионными схемами, что обеспечивало эффективный маркетинг акциям взаимных фондов. Информация о взаимных фондах, их показателях ежедневно публиковалась в ведущих деловых газетах. Важную роль играл феномен Питера Линча, показывавшего выдающиеся результаты в управлении Magellan Fund из группы Фиделити, ежедневно тиражируемые в СМИ. Р. Позен (1998) увязывал успех индустрии взаимных фондов с высокой доходностью рынка акций в 1960-х, 1980-х и 1990-х гг.; с созданием новых продуктов,

таких как фонды денежного рынка; с благоприятными условиями налогообложения пенсионных планов в 1960-х; с успешной диверсификацией вложений фондов в периоды медвежьего рынка; с легкостью их доступа к новым рынкам; с низкими издержками по поиску привлекательных фондов в условиях их активной рекламы.

На рис. 3.5 выделены ключевые события в США, которые оказали наибольшее влияние на бурный рост взаимных фондов в этой стране со второй половины 1970-х гг.

В 1974 г. был принят Закон о пенсионном обеспечении и страховании наемных работников (ERISA), предусматривающий открытие индивидуальных инвестиционных (пенсионных) счетов (IRAs) и освобождение от НДФЛ взносов граждан на данные счета в размере 1500 долл. в год<sup>1</sup>. Право открытия IRA было предоставлено гражданам, не имеющим ИПС в рамках корпоративных пенсионных планов. Данные счета могли открываться в любых финансовых структурах, что во многом сделало добровольные пенсионные сбережения доступными

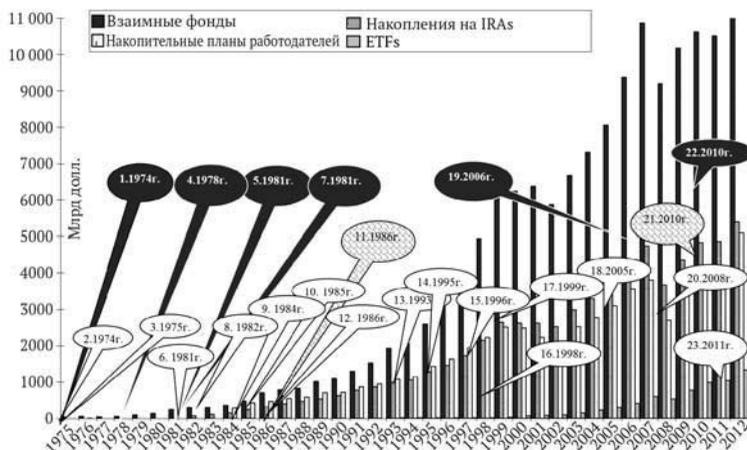


Рис. 3.5. Меры, способствовавшие росту взаимных фондов и пенсионных накоплений в США в 1974–2012 годах

Источник: Составлено на основании изучения профессиональной литературы и публикаций WSJ.

<sup>1</sup> Подробнее см. в разделе 2.2.5.

и привлекательными для населения. Особенностью IRAs является то, что их владелец самостоятельно принимает решения о направлении инвестирования своих накоплений. В этих условиях прозрачные и простые взаимные фонды стали наиболее предпочтительным вариантом инвестирования сбережений на IRAs. В 2012 г. около 46% активов IRAs было вложено во взаимные фонды<sup>1</sup>.

2. 1974 г. Первой организацией в США, открывшей IRAs, стала управляющая компания T. Rowe Price, которая с этого времени и в течение почти 20 лет была лидером рынка накопительных пенсионных счетов. В этом же году Джон Богл (John Bogle) создал The Vanguard Group, которая в настоящее время является одной из самых крупных в мире компаний по стоимости активов открытых фондов под управлением и лидером в сфере индексных стратегий инвестирования.

3. В 1975 г. компания Charley Schwab впервые на американском рынке начала оказывать услуги в качестве дисконтного брокера, что сделало доступными брокерские услуги и инвестиционные продукты для миллионов индивидуальных инвесторов. В будущем это позволило Schwab стать первым в мире паевым супермаркетом, т. е. дистрибутором, работающим по модели открытой архитектуры. В том же году Д. Богл создал первый в мире индексный фонд First Index Investment Trust. Первые IRAs открыла своим клиентам компания Fidelity, которая через 20 лет станет новым лидером в области обслуживания корпоративных пенсионных планов и IRAs.

4. В 1978 г. Конгресс США утвердил раздел 401-k в Налоговом кодексе США. Поправки в налоговое законодательство вступили в силу с 1 января 1980 г. Согласно данным поправкам американским компаниям было разрешено создавать накопительные пенсионные планы с отложенным налогообложением. Это стало началом перехода от распределительной пенсионной системы к накопительной. В рамках ограничений, устанавливаемых работодателями, работники должны были самостоятельно принимать решения о направлении

<sup>1</sup> ICI. Investment Company Fact Book, 2013.