

DOI
УДК 336.767

АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ СРЕДСТВАМИ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ В НЕСТАБИЛЬНЫХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ УСЛОВИЯХ НА ПРИМЕРЕ АО УК «ИНГОССТРАХ-ИНВЕСТИЦИИ»

Г. Т. Гафурова, Э. Р. Ковалева, Г. П. Захарова, Л. В. Михайлова

Реферат. Одним из ключевых трендов на финансовом рынке, активно проявившимся в условиях пандемии, а затем и в условиях санкционного давления, стало активное развитие коллективных инвестиций. Вместе с тем, новые условия функционирования управляющих компаний, сопряженные с блокировкой иностранных активов, спровоцировали существенные трудности с предоставлением финансовых услуг клиентам. В сложившихся условиях возрастает необходимость оценки практики функционирования паевых инвестиционных фондов и формирования механизмов снижения негативных последствий санкционной нагрузки для отдельных субъектов финансового рынка. На основе анализа условий функционирования управляющей компании и оценки эффективности управления средствами паевых инвестиционных фондов определено, что ключевыми проблемами в деятельности управляющей компании являются отсутствие значимых финансовых результатов в управлении средствами ПИФ, а также приостановка работы пяти фондов, повлекшая за собой ухудшение финансовых показателей работы компании. В частности, отмечено сокращение активов компании на треть, возрастание страновых и валютных рисков, а также существенный рост (на 350%) расходов на оплату труда. На основе результатов анализа авторами сформулированы мероприятия по повышению эффективности работы компании в числе которых создание системы управления кадровой политикой для повышения эффективности работы фонда, реализация схемы урегулирования замороженных активов путем перевода средств замороженных ПИФ в закрытый фонд, а также переход на пассивные стратегии управления средствами ПИФ. Разработан проект фонда, ориентированного на исламские инвестиции, в состав портфеля которого включены акции компаний, входящих в индекс исламских инвестиций Мосбиржи. Оценка потенциала фонда показала перспективы формирования стоимости чистых активов фонда в объеме 990 млн рублей.

Ключевые слова: управляющая компания, паевой инвестиционный фонд, ПИФ, Ингосстрах-Инвестиции, финансовый рынок, санкции, исламские инвестиции.

Введение. В последние годы отмечается резкий рост интереса к рынку ценных бумаг со стороны частных инвесторов. Ценные бумаги как средство сохранения и накопления капитала приобретают все большую популярность среди широкого круга людей. Об этом свидетельствует кратный рост числа клиентов на брокерском обслуживании с 5 млн чел. в начале 2020 года до 29 млн чел. к концу 2022 года [1]. Для инвестора паевые инвестиционные фонды (далее – ПИФ) – это один из наиболее доступных способов инвестировать в ценные бумаги. Вкладывая деньги в паевые фонды, инвестор фактически вкладывает их в акции и облигации российских компаний. ПИФы являются одним из наиболее востребованных финансовых продуктов в международной практике, однако в России их потенциал реализован слабо. В различных исследованиях также подчеркиваются такие преимущества ПИФ, как доступность вложений [2], отсутствие необходимости самостоятельно формировать инвестиционный портфель [3], а также возможность диверсифицировать риски с минимальными вложениями, в защите от ошибок из-за недостаточной финансовой грамотности [4].

В то же время, можно отметить и исследования, которые выделяют негативные черты коллективных инвестиций, такие как отсутствие возможности влиять на структуру портфеля [5], значительные расходы, связанные с управлением активами [6], а также

незначительный финансовый эффект вложений в ПИФ, зачастую не покрывающий даже инфляцию, значительные издержки инвестиций в ПИФ [7]. Дементьев Н. отмечает объединение фондов в финансовые конгломераты, а также непрозрачность деятельности закрытых ПИФов [8].

Также отдельно стоит отметить исследования, рассматривающие паевые фонды через призму эффективности их функционирования точки зрения инвестора, например, исследование Семушина А.В. [9], Отеро-Гонсалеса [10], Грау-Карлеса П. и др. [11], рассматривающих эффективность с точки зрения соотношения риска и доходности. Также можно отметить исследования Попеску И. [12], а также работы российских ученых [13, 14, 15], основанные на многокритериальной оценке инвестиций в ПИФ.

Рынок коллективных инвестиций получил новые стимулы с масштабным развитием цифровых платформ и экосистем [16]. В условиях 2022 года ключевыми тенденциями, определившими разворот на рынке коллективных инвестиций, стали беспрецедентные по своим масштабам санкции со стороны западных стран [17].

Несмотря на активный приход на рынок розничных инвесторов, рынок характеризовался существенным сжатием операций, падением доходности, оттоком средств из многих ПИФ, ростом числа жалоб со стороны инвесторов [18].

Целью исследования является определение перспектив совершенствования деятельности управляющей компании в новых экономических условиях. Цель исследования обусловлена необходимостью пересмотра экономических подходов к управлению активами паевых фондов в условиях блокировки иностранных активов, ограничения доступа к рынкам зарубежных стран, а также в условиях ускоренной цифровизации финансовых процессов.

Условия, материалы и методы. При проведении исследования авторами изучены нормативные акты в области коллективных инвестиций, проанализированы практические и методические подходы, встречающиеся в научных исследованиях других авторов, раскрывающие способы оценки эффективности управления ПИФ, а также проблемы функционирования рынка в условиях санкционных ограничений. Основу исследования составили публичные отчетные документы управляющей компании АО УК «Ингосстрах –

Инвестиции», а также отчеты Центрального банка России о работе управляющих компаний, данные аналитических порталов и рейтинговых агентств.

В ходе написания исследования были использованы приемы и методы анализа, такие как вертикальный, горизонтальный анализ, трендовый и коэффициентный анализ, метод рангов.

Результаты и обсуждение. Акционерное общество Управляющая компания «Ингосстрах-Инвестиции» входит в число крупнейших и наиболее надежных управляющих компаний России. В управлении компании находится 9 ПИФ, 4 биржевых фонда. Кроме того, компания управляет средствами негосударственных пенсионных фондов и страховых компаний.

За последние пять лет компания существенно нарастила собственные активы, однако в 2022 году практически по всем видам активов имело место снижение показателей (табл. 1).

Таблица 1 – Размер собственных средств управляющей компании на 31 декабря соответствующего года, млн руб.

Наименование показателя	2018	2019	2020	2021	Темп прироста 2021/2018, %	2022	Темп прироста, 2022/2021, %
Денежные средства	5,6	11,2	15,2	204,8	3583,3	56,1	-72,6
Ценные бумаги	662,7	843,6	1357,5	1385,3	109,1	956,8	-30,9
Дебиторская задолженность	0,4	368,8	29,0	140,8	35095,0	82,7	-41,2
Итого активов	668,6	1223,6	1401,7	1730,9	158,9	1095,7	-36,7
Обязательства	38,6	90,0	40,3	139,9	262,1	57,8	-58,7
Размер собственных средств	630,0	1133,5	1361,4	1591,0	152,6	1037,8	-34,8
Минимальный размер собственных средств	37,5	39,9	41,1	43,5	15,9	44,0	1,3

В 2022 году в связи с блокировкой иностранных ценных бумаг на счетах в национальном расчетном депозитарии и невозможностью оценки некоторых активов по справедливой рыночной стоимости, а также блокировкой валютных счетов и существенным падением котировок российских акций, управляющая компания получила снижение стоимости портфеля. Так, стоимость ценных бумаг УК сократилась на 30%, а снижение стоимости денежных средств составило 72%.

В структуре портфеля управляющей компании также произошли изменения. Если в 2018 году на долю 6 эмитентов приходилось более 80% портфеля ценных бумаг некредитных финансовых организаций, то начиная с 2020 года портфель, с одной стороны, становится более диверсифицированным за счет расширения перечня инструментов, а с другой стороны – более рискованным. К началу 2023 года портфель трансформировался достаточно существенно – основную долю в настоя-

щее время составляют обязательства крупных корпоративных заемщиков, таких как ПАО «Уралкалий», ПАО АФК «Система», ПАО «ГТЛК» и другие. Кроме того, теперь на долю 6 эмитентов, составляющих наибольшую долю в портфеле, приходится только 62%.

Оценка финансовых результатов управляющей компании свидетельствует о серьезных негативных тенденциях, имевших место в 2022 году (табл. 2).

Динамика выручки от оказания услуг и получения комиссионных доходов может быть охарактеризована как негативная. Самый большой объем поступлений имел место в 2019 году, и в последующие годы постоянно снижался. При этом в структуре выручки основной удельный вес составляет вознаграждение по доверительному управлению активами. Самую нестабильную динамику и незначительную долю в выручке компании составляют ПИФы управляющей компании.

Таблица 2 – Формирование финансовых результатов АО УК «Ингосстрах-Инвестиции», млн руб.

Наименование показателя	2018	2019	2020	2021	2022
Торговые и инвестиционные доходы, в том числе:	114,2	64,9	109,9	119,9	118,6
доходы за вычетом расходов от операций с финансовыми инструментами, оцениваемыми по справедливой стоимости	19,4	4,8	15,1	5,3	10,4
процентные доходы	64,9	61,8	88,0	113,1	106,3
прочее	29,9	(1,7)	6,6	1,5	1,9
Выручка от оказания услуг и комиссионные доходы	531,6	960,8	776,6	551,7	605,8
Расходы на персонал	(173,4)	(214,2)	(243,2)	(453,9)	(792,5)
Прямые операционные доходы	(1,6)	(1,7)	(1,7)	(3,3)	(10,5)
Процентные расходы	0	1,6	(0,8)	(3,9)	(4,4)
Общие и административные расходы	(53,2)	(80,2)	(61,4)	(131,0)	(440,5)
Прочие доходы	0	3,3	0	0	26,6
Прочие расходы	(2,2)	(1,9)	(1,2)	(1,9)	(8,3)
Прибыль (убыток) до налогообложения	415,4	729,3	578,5	77,6	(505,3)
Доход (расход) по налогу на прибыль	(85,2)	(148,1)	(114,1)	(15,0)	87,4
Чистая прибыль	330,2	581,2	464,4	62,6	(417,9)

На долю вознаграждения за управление ПИФ приходится всего 2-3% выручки компании. При этом, несмотря на многократный рост числа пайщиков в 2022 году относительно 2020 года, а также увеличением числа паевых фондов с 10 до 13, вознаграждение за управление ПИФ снизилось за тот же период на 6 млн руб., то есть практически на треть. Эти тенденции говорят о сложностях

компании в формировании эффективной стратегии управления средствами ПИФ и привлечении состоятельных клиентов.

Наиболее существенной негативной тенденцией в работе компании можно отметить тот факт, что в результате постоянного роста расходов на оплату труда и общих и административных расходов в 2022 году компания получила убыток в 417 млн руб. (рис. 1).

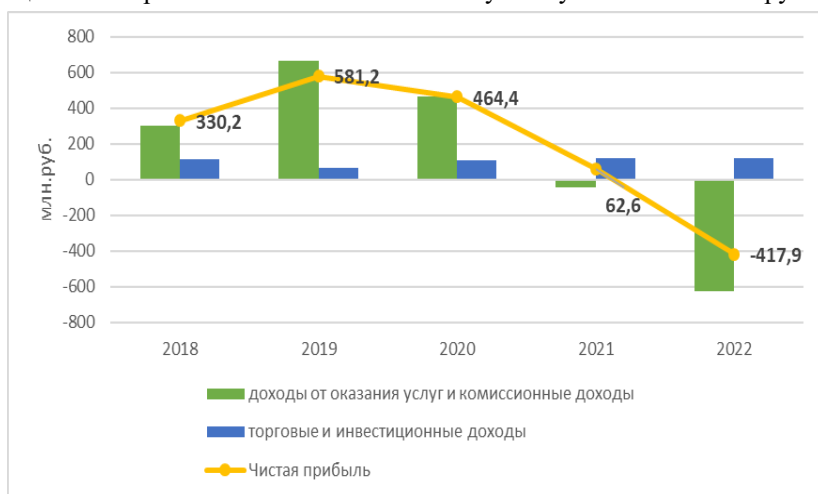


Рис. 1 – Динамика чистой прибыли компании и доходов, ее формирующих

Данные рисунка показывают, что относительно устойчивый объем доходов управляющая компания получает от инвестиций собственных средств, преимущественно за счет портфеля облигаций.

Однако основной вид деятельности управляющей компании – доверительное управление активами находится в кризисном состоянии, поскольку, начиная с 2019 года, доходы снижаются, а в 2021 и 2022 зафиксированы убытки.

Причины кроются в том, что затраты организации на оплату труда, а также общие и административные расходы превышают выручку

организации от оказания услуг. Компания наращивает расходы на персонал несоизмеримо с количеством сотрудников, а также ростом масштабов деятельности.

В целом можно констатировать финансовые проблемы управляющей компании, неконтролируемый рост численности персонала при сокращении доходов от управления, а также слабо реализованный потенциал паевых инвестиционных фондов.

Рассмотрим результаты управления средствами ПИФ подробнее. Для этого проанализируем показатели работы ПИФ, находящихся в управлении компании (табл. 3).

Таблица 3 – Основные показатели ПИФ, находящихся в управлении АО УК «Ингосстрах-Инвестиции»

Показатель	2018	2019	2020	2021	2022
Число ПИФ, ед.	10	10	10	11	13
Число пайщиков ПИФ, ед.	464	483	484	616	6324
СЧА ПИФ, млн руб.	1 422	1 637	1 813	4 049	4455
Средний размер счета ПИФ, млн руб.	3,06	3,39	3,75	6,57	0,70

В 2021 году в структуре ПИФ произошли изменения. Был прекращен ОПИФ «Ингосстрах – Риэл Эстейт» и образованы два биржевых ПИФ – «Ингосстрах – облигации ЕМ» и «Ингосстрах – корпоративные облигации». В результате открытия БПИФ и разработки мобильного приложения число пайщиков ПИФ возросло на 27%, а стоимость чистых активов – в 2,2 раза, преимущественно за счет именно биржевых ПИФ. В 2022 году были открыты еще два биржевых ПИФ, а также снижен порог входа в фонды с 30 тысяч до 1 тысячи рублей при покупке паев онлайн. В результате число пайщиков возросло в 10 раз – за счет массового притока в ПИФ «Ингосстрах – корпоративные облигации» и новый ПИФ – «Ингосстрах – инфляционный».

Также стоит отметить, что в 2021-2022 годы компания провела своеобразный ребрендинг своих продуктов, а также нарастила расходы на рекламу, в результате чего удалось увеличить число пайщиков и в старых фондах. Так, например, число пайщиков в ОПИФ «Ингосстрах -Моя пенсия» выросло в 2 раза, а в фондах «Мои облигации» и «Мое будущее» - в 3 раза. Вместе с тем, прирост числа пайщиков привел к сокращению средней стоимости пая, преимущественно в результате прихода в фонды мелкого инвестора. Так, за последние 5 лет с ростом числа пайщиков на 62%, сократился средний размер счета по ОПИФ «Моя пенсия», а по остальным фондам сокращение было еще более существенным – по ОПИФ «Мои облигации» - на 69%, по ОПИФ «Мое будущее» - на 180%, а по ОПИФ «Мой сейф» - в 6 раз.

Как уже отмечалось ранее, 2022 год внес существенные коррективы в работу управляющей компании, поскольку в результате введения санкций против Национального расчетного депозитария была приостановлена работа одного биржевого и четырех паевых инвестиционных фондов компании. Это ставит в затруднительное положение как управляющих, не имеющих возможности управлять средствами фондов и получать доходы от управления, так и инвесторов, чьи средства оказались заморожены на счетах. Суммарная стоимость чистых активов, заблокированных по состоянию на 25 февраля 2022 года составляет около 448 млн рублей. В соответствии с информацией аналитического портала Invtstfunds 25 февраля 2023 года на основе десятого пакета санкций ЕС период рассмотрения заявлений на разблокировку российских активов в депозитариях Euroclear и Clearstream был продлен

до 24 июля. Однако в настоящее время вопрос так и остался не решенным. Ряд российских брокеров предпринимает попытки разблокировки в судебном порядке; Национальный расчетный депозитарий также подал иск в европейские судебные инстанции с требованием признать санкции в отношении депозитария незаконными. По состоянию на 22 сентября 2023 года судебных заседаний назначено не было.

В то же время Центральным банком приняты некоторые меры по обеспечению частичного доступа инвесторов к своим активам. В частности, до 15 октября 2023 года управляющие ПИФ, должны разделить замороженные ПИФ на ликвидную и обособленную части. Соответственно, ПИФ будут разделены на две части:

- специальные закрытые ПИФ, в которые будут выделены замороженные зарубежные ценные бумаги (ими невозможно в настоящее время распорядиться);
- ликвидную часть – активы, к которым есть доступ.

В результате реализации этой меры управляющие компании смогут частично возобновить работу с инвестиционными паями. По сути управляющие компании в отношении ПИФ, в которых доля замороженных активов превышает 10%, смогут перевести фонд в разряд закрытых ПИФ, а в тех фондах, где доля замороженных активов меньше - смогут выделить активы замороженного фонда в дополнительный фонд.

При этом в случае, если управляющие компании смогут реализовать замороженные активы, то пайщикам каждый квартал будет выплачиваться не менее 90% от суммы вырученных от продажи средств [19].

Таким образом, в настоящее время возможности управляющей компании по управлению средствами нескольких фондов ограничены. В связи с этим при анализе некоторых показателей работы фондов давать оценку фондам, активы которых заблокированы, становится невозможно.

В этой связи дальнейшая оценка фондов будет производиться без учета фондов: ОПИФ «Ингосстрах-валютные облигации»; ОПИФ «Ингосстрах – Международные рынки»; ОПИФ «Ингосстрах – передовые технологии»; ОПИФ «Ингосстрах – драгоценные металлы».

Для оценки эффективности управления средствами фондов, рассмотрим ряд показателей. Прежде всего, необходимо дать оценку рискованности портфелей фондов (табл. 4).

Таблица 4 – Оценка риска портфеля паевых инвестиционных фондов УК «Ингосстрах-Инвестиции»

Наименование фонда	Коэффициент Шарпа	Коэффициент Сортино	VaR, %	a	b
ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Моя пенсия»	0,154	0,14	15,41	-2,63	0,323
ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Мои облигации»	0,00	0,00	6,72	-3,53	0,14
ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Моё будущее»	0,15	0,14	27,35	-1,54	0,59
ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Мой сейф»	0,28	0,26	3,79	-3,59	0,07
ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Мои акции»	0,15	0,13	32,99	0,33	1,03

Данные таблицы показывают, что наибольшее значение коэффициент Шарпа имеет по фонду «Мой сейф», что характеризует его как наиболее эффективный по доходности фонд. При этом следует помнить, что оценка с помощью данного критерия часто подвергается критике, поскольку в качестве основания используется стандартное отклонение. Дисперсия измеряет отклонения в ряде данных как вверх, так и вниз относительно среднего значения, что с экономической точки зрения является не совсем правильным, поскольку оценка риска предполагает вероятность получения отрицательного дохода, а дисперсия при получении доходности выше средней будет учитывать и ее, хотя она риском не является [9].

Данную проблему отчасти снимает расчет коэффициента Сортино, при расчете которого в качестве основания принимается не стандартное отклонение, а волатильность по доходу вниз. Значение коэффициента Сортино выше 2 единиц может говорить о высокой результативности управления фондом управляющей компанией. Значения от 0 до 2 – показывают нам о достаточно высоких рисках при управлении фондом. В нашем случае коэффициент Сортино по всем фондам находится ниже границы коэффициента 2, что говорит о наличии рисков управления фондами.

Коэффициент α (коэффициент Дженсена) показывает прирост стоимости пая по отношению к значению индекса или определенного бенчмарка. Данный коэффициент для всех фондов, кроме фонда «Мои акции» составляет отрицательное значение, что говорит о неэффективной работе управляющих, поскольку доходность фондов отстает от бенчмарка. Некоторые исследования, между тем, свидетельствуют о том, что коэффициент α часто принимает отрицательное значение, а средний выживший фонд зарабатывает ровно столько, сколько требуется пайщику, чтобы покрыть его комиссионные расходы в этом фонде [20]. В такой ситуации более осмысленным для управляющих становится пересмотр портфеля и выбор более пассивных стратегий, которые позволят двигаться в рамках рынка.

VaR (Value at risk) демонстрирует максимальный убыток, который может быть

получен по данному портфелю с определенной вероятностью. УК «Ингосстрах-Инвестиции» устанавливает уровень доверия к прогнозу 95% [21]. На основе расчетов можно заключить, что наиболее высокий уровень риска характерен для трех фондов – «Моя пенсия», «Мое будущее» и «Мои акции». Такая картина риска связана со структурой активов фондов. Уровень риска по коэффициенту VAR тем выше, чем большую долю в структуре фонда составляют акции.

Последний коэффициент - β показывает волатильность инвестиционного актива, относительно волатильности всего рынка. В роли бенчмарка обычно выступает индекс фондового рынка. В связи с этим становится понятным значение бета коэффициента по ОПИФ «Мои акции» в 1,03, что свидетельствует о практически полном соответствии движения доходности фонда движению индекса Мосбиржи (привязка к индексу Мосбиржи установлена правилами доверительного управления данным ОПИФ [22]). Значение бета-коэффициента остальных фондов $0 < \beta < 1$, что говорит о том, что активы, входящие в портфель фондов, двигаются в том же направлении, что и рынок, но с меньшей интенсивностью. На основе анализа рисков можно заключить, что наиболее рискованными для инвесторов являются фонды, имеющие значительную долю акций, поэтому требуют активного управления. Для оценки качества управления активами также можно использовать метод ранжирования. Для присвоения ранга нами были отобраны несколько показателей, характеризующих эффективность работы фонда, а также присвоен вес значимости каждому показателю. В числе показателей были отобраны размер вознаграждения за управление, VAR, число пайщиков, доходность и др. Для формирования ранга диапазон минимальных и максимальных значений был разделен на пять групп, доля каждой из которых составила: 1 группа – 10%, 2 группа – 22,5%, 3 группа – 35%, 4 группа 22,5% и 5 группа 10%. В зависимости от того, стремится качественный показатель к максимуму или минимуму, каждому показателю присваивался балл от 1 до 5. В результате были получены следующие значения ранга (рис. 2).

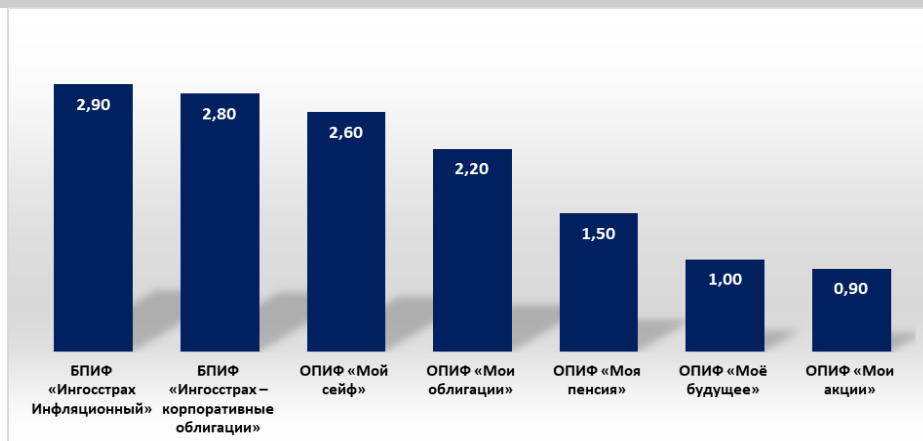


Рис. 2 – Итоговая рейтинговая оценка ПИФ по качеству управления

На основе ранжирования определено, что самый высокий ранг получили фонды БПИФ «Инфляционный» (1 место), БПИФ «Корпоративные облигации» (2 место), а также ОПИФ «Мой сейф» (3 место).

Все перечисленные проблемы управляющей компании «Ингосстрах – Инвестиции» приводят к пониманию необходимости пересмотра как организационных вопросов деятельности, таких как кадровая политика и управление затратами, так и вопросов эффективности управления средствами ПИФ, а также расширением линейки продуктов компании.

Для решения возникающих проблем предлагаем следующее.

1. В отношении существующих портфелей ПИФ, управляющей компании стоит рассмотреть возможность выбора более пассивных стратегий, которые позволят хотя бы двигаться в рамках рынка и соответствовать бенчмарку. Кроме того, имеет смысл вернуться к рассмотрению вариантов закрытых ПИФ для неквалифицированных инвесторов, ориентированных на рынок недвижимости. Необходимо рассмотреть возможность перехода инвесторов из одного ПИФ в другой в пределах компании без потери капитала с целью стимулирования выбора более эффективной стратегии без уплаты скидок и надбавок.

2. Система премирования и кадровой политики компании нуждается в существенном пересмотре. Бонусы управляющего должны напрямую вытекать из результатов управления ПИФ за исключением периодов, когда падение или рост рынка носят системный характер и на изменение стоимости чистых активов управляющий повлиять не в состоянии. Схожие проблемы и решения описывают в своем исследовании Дас С. И Сундарам Р., указывая на тот факт, что комиссии стимулирующего типа оказывают положительное влияние на доходность фондов для инвесторов [23]. Кроме того, можно рекомендовать компании определять кадровый состав исходя из объема привлеченных средств, а также числа новых пайщиков.

3. Компании необходимо завершить работу

над разработкой мобильного приложения, поскольку основная часть инвесторов сегодня ориентирована на быстрый и удобный доступ к своему портфелю, что практически невозможно, если компания не располагает необходимыми технологиями.

4. Одним из вариантов расширения линейки ПИФ для управляющей компании мы предлагаем создание фонда, основанного на нормах ислама. В России по разным оценкам проживает порядка 15-20 миллионов человек, исповедующих ислам. Значительная часть такого населения достаточно строго придерживается религии, что создает для них достаточно серьезные проблемы с точки зрения инвестирования капитала. Кроме того, Россия активно налаживает деловые связи с исламскими странами во многих сферах деятельности [24]. В этой связи актуальным становится развитие таких финансовых инструментов, которые могут привлечь средства мусульман на финансовые рынки.

Мы предлагаем создание такого фонда для УК «Ингосстрах – Инвестиции». При определении потенциальной структуры портфеля необходимо учитывать ряд требований, предъявляемых в исламе к финансовым активам, таким как запрет на проценты, наличие прозрачной финансовой отчетности компании, отсутствие процентного долга более 30% и др. На основе анализа информации, нами было принято решение о включении в состав портфеля преимущественно компаний, входящих в индекс исламских инвестиций Мосбиржи. Однако, с учетом возросших рисков инвестиций в квазироссийские компании, мы решили исключить из инвестиций акции компаний Яндекс, Фикспрайс, а также ОЗОН. Авторами принято решение о включении вместо них акций Фосагро, ПИК и Русгидро. Таким образом, структура портфеля состоит из акций компаний: Норникель, ЛУКОЙЛ, Татнефть, Северсталь, НЛМК, Магнит, Юнипро, Таттелеком, Фосагро, Русгидро, Алроса, ММК, Новатек, ПИК.

На основе расчета оптимального портфеля по Марковицу мы определили следующую структуру портфеля (рис. 3).

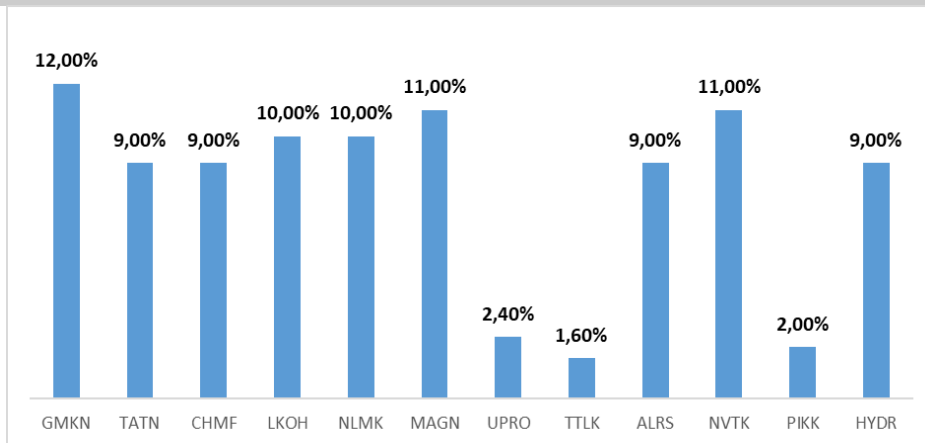


Рис. 3 – Структура предлагаемого портфеля исламских инвестиций

На основе данных котировок акций за предыдущие полтора года определены следующие параметры портфеля:

- ожидаемая доходность портфеля – 2%,
- коэффициент альфа портфеля – 8,7
- коэффициент бета портфеля – 0,423

В качестве бенчмарка определяется индекс исламских инвестиций, который, вместе с тем, на горизонте последних полутора лет, принятых в расчет, показал отрицательную доходность. В связи с этим можно констатировать, что включение в портфель бумаг, как

имеющих синхронное движение с рынком, так и менее связанное с индексом, позволяет сделать портфель более сбалансированным.

Для оценки потенциала роста портфеля методом трендового анализа средневзвешенной стоимости пая, рассчитанной на основе данных о стоимости акций, входящих в портфель и их веса в портфеле определен тренд, а также оценка потенциальной доходности. Результаты построения тренда представлены на рисунке 4.

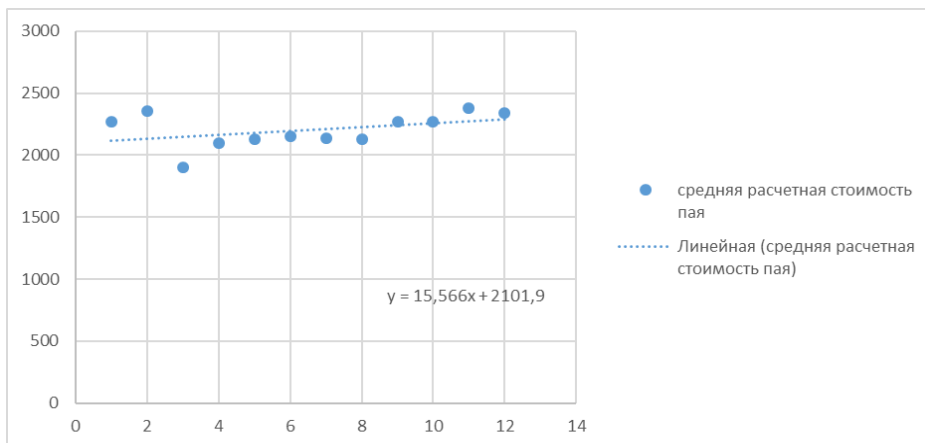


Рис. 4 – Трендовый анализ средней расчетной стоимости портфеля (пая)

Коэффициент корреляции между движением стоимости пая и движением индекса составляет 0,52, что соответствует расчетному значению бета коэффициента портфеля. Расчеты показывают, что портфель может обеспечивать инвесторам доходность на уровне 7-10% годовых, однако этот прогноз основан на исторических данных непростого для финансовых рынков 2022 года, поэтому структура портфеля и стратегия могут быть скорректированы с учетом новых данных.

На основе оценки уровня доходов населения (44 тыс. руб. по итогам 2022 года), а также уровня сбережений в расходах населения (4,7%), а также оценкам доли религиозного населения, соблюдающего предписания религии (порядка 5-8% [25]), мы оцениваем потенциальную емкость рынка в 9,9 млрд рублей.

даже в случае занятия ниши в 10% рынка, потенциальная стоимость активов фонда может составить порядка 990 млн рублей. Таким образом, в настоящее время спрос на исламские финансовые продукты практически не реализован. При этом реализовать новый продукт можно в двух вариантах – как классический открытый ПИФ, ориентированный на консервативных инвесторов, так и в виде инвестиционных токенов, ориентированных на более современных и активно осваивающих цифровые активы молодых инвесторов [26, 27].

По нашему мнению, предложенный комплекс мероприятий будет способствовать росту эффективности компании и привлечению нового сегмента клиентов, а также отчасти позволит решить финансовые проблемы, возникшие у управляющей компании в последние

несколько лет.

Выводы. В числе ключевых проблем, характеризующих работу управляющей компании по управлению средствами ПИФ, можно выделить следующие:

1) в 2022 году за счет сокращения практически всех активов, собственные средства компании сократились на треть;

2) компания переходит к более рискованным стратегиям, реализуя валютные и страновые риски;

3) неудовлетворительные финансовые результаты за последние два года, обусловленные колоссальным ростом затрат на оплату труда и общих и административных расходов;

4) несмотря на значительное число паевых фондов, управляющая компания практически не зарабатывает на управлении фондами. В структуре выручки на долю ПИФ приходится менее 3%;

5) снижение среднего размера счета пайщиков, связанное со снижением минимальных требований относительно порога входа, а также появлением в структуре активов биржевых ПИФ, ориентированных на розничных инвесторов;

6) в структуре активов, находящихся под управлением, в результате санкционного давления практически парализована работа одного биржевого и четырех открытых ПИФ;

7) ни один из фондов в управлении

УК нельзя назвать эффективным, поскольку они характеризуются значительным риском неполучения дохода инвесторами.

Перечисленные проблемы предложено решать следующими методами:

1. реализовать схему урегулирования замороженных активов путем перевода средств замороженных ПИФ в закрытый фонд;

2. компании стоит рассмотреть возможность выбора более пассивных стратегий, которые позволят хотя бы двигаться в рамках рынка и соответствовать бенчмарку;

3. бонусы управляющего должны напрямую вытекать из результатов управления ПИФ за исключением периодов, когда падение или рост рынка носят системный характер и на изменение стоимости чистых активов управляющий повлиять не в состоянии;

4. компании необходимо завершить работу над разработкой мобильного приложения;

5. разработать и сформировать открытый фонд исламских инвестиций, ориентированный на исламскую часть населения России и предприятия, ориентированные на производство халяльной продукции.

Сведения об источнике финансирования. Статья выполнена при стипендиальной поддержке ЧОУ ВО «Казанский инновационный университет им. В.Г. Тимирязева (ИУЭП)».

Литература

1. Обзор ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг [Электронный ресурс] // Центральный банк России. https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43826/review_secur_22-Q4.pdf (дата обращения 22.09.23)
2. EU income stabilization tool: potential impacts, financial sustainability and farmer's risk aversion / S. Severini, C. Zinnanti, V. Borsellino, E. Schimmenti // *Agricultural and Food Economics*. 2021. Vol. 9, No. 1. P. 1-21.
3. Яковлев, П. А. Первичный и вторичный рынок паев инвестиционных фондов в России / П. А. Яковлев // *Вектор экономики*. 2021. № 2(56). С. 36.
4. Абрамов, А. Эффективность паевых инвестиционных фондов: теоретические подходы и опыт России / А. Абрамов, К. Акшенцева, А. Радыгин // *Экономическая политика*. – 2015. – Т. 10, № 4. – С. 60-86.
5. Царева, П. А. Контрпродуктивные направления инвестирования / П. А. Царева, Л. В. Казанцев // *Global and Regional Research*. 2021. Т. 3, № 1. С. 80-88.
6. 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. Т. 14, № 4. С. 8-47.
7. Тенетник, О. С. Сбережения граждан как инструмент системного развития экономики / О. С. Тенетник // *Финансы: теория и практика*. 2018. Т. 22, № 3(105). С. 22-35.
8. Дементьев, Н. П. Паевые инвестиционные фонды в современной России: критический анализ / Н. П. Дементьев // *ЭКО*. 2020. № 11(557). С. 62-82.
9. Семушин, А. В. Обзор основных обобщенных моделей оценки инвестиционных навыков управляющих / А. В. Семушин, П. А. Паршаков // *Финансы и кредит*. 2012. № 3(483). С. 19-27.
10. Otero-González L., Durán-Santomil P. Is quantitative and qualitative information relevant for choosing mutual funds? // *Journal of Business Research*. 2021. Vol. 123. pp. 476-488
11. Grau-Carles P., Doncel L.M., Sainz J., Stability in mutual fund performance rankings // *A new proposal, International Review of Economics & Finance*. 2019. Vol. 61. pp. 337-346
12. Popescu I.S., Hitaj C., Benetto E. Measuring the sustainability of investment funds: A critical review of methods and frameworks in sustainable finance // *Journal of Cleaner Production*. 2021. Vol. 314.
13. Паршаков, П. А. Оценка навыков российских управляющих активами / П. А. Паршаков // *Прикладная эконометрика*. 2015. № 1(37). С. 57-66.
14. Безсмертная, Е. Р. Модификация трехфакторной модели Фамы-Френча и ее применение для оценки эффективности управления портфелями инвестиционных фондов России / Е. Р. Безсмертная, Е. А. Колганова // *Финансы: теория и практика*. 2023. Т. 27, № 2. С. 17-27.
15. 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.
16. Андрюшин, С. А. Экосистемные банки: формы, риски и методы регулирования / С. А. Андрюшин, Р. А. Григорьев // *Terra Economicus*. 2021. – Т. 19, № 4. С. 51-65.
17. Манушин, Д. В. Мировая санкционная экономика, санкции, контрсанкции и новая мировая валюта /

Д. В. Манушин // Russian Journal of Economics and Law. 2022. Т. 16, № 2. С. 345-369.

18. Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов в IV квартале 2022 года [Электронный ресурс] // Центральный банк России. http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43798/review_pif_aif_22Q4.pdf (дата обращения 06.05.23)

19. История и перспективы развития рынка замороженных ПИФ на рынке РФ // Investfuds. – URL: <https://investfunds.ru/news/162078/> (дата обращения 22.05.2023)

20. Иноземцев, Э. В. Закулисные игры управляющих компаний / Э. В. Иноземцев // Экономический журнал Высшей школы экономики. 2017. Т. 21, № 2. С. 283-311.

21. Порядок распределения по группе риска ПИФ под управлением АО УК «Ингосстрах – инвестиции» [Электронный ресурс] // Ингосстрах - Инвестиции. URL: <https://www.ingosinvest-am.ru/upload/uf/a29/frhldhtgklr5752fdsgd.pdf> (дата обращения 25.05.2023)

22. Правила доверительного управления открытым паевым инвестиционным фондом рыночных финансовых инструментов «мои акции» под управлением акционерного общества управляющая компания «Ингосстрах – инвестиции» [Электронный ресурс] // Ингосстрах - Инвестиции. URL: <https://www.ingosinvest-am.ru/upload/uf/d1f/d1fad134df6491e669be5a4c53d736eb.pdf> (дата обращения 25.05.2023)

23. Das, S. R. Fee Speech: Signaling, Risk-Sharing, and the Impact of Fee Structures on Investor Welfare / S. R. Das, R. K. Sundaram // Review of Financial Studies. 2002. Vol. 15, No. 5. P. 1465.

24. Гафурова, Г. Т. Уроки санкций для устойчивого экономического будущего России / Г. Т. Гафурова, И. Н. Бондаренко // Russian Journal of Economics and Law. – 2022. – Т. 16, № 3. – С. 503-524

25. Яхин И. Сколько в России мусульманских денег? [Электронный ресурс] // Общероссийское информационное агентство мусульман. – URL: http://www.info-islam.ru/publ/stati/khaljal/skolko_v_rossii_musulmanskikh_deneg/7-1-0-11212 (дата обращения 10.06.2023)

26. Мурадян, С. В. Цифровые активы: правовое регулирование и оценка рисков / С. В. Мурадян // Journal of Digital Technologies and Law. – 2023. – Т. 1, № 1. – С. 123-151.

27. Оценка государственной программы по развитию науки и образования в Республике Татарстан / А. Р. Валиев, Б. Г. Зиганшин, Г. С. Клычова [и др.] // Вестник Казанского государственного аграрного университета. – 2022. – Т. 17, № 3(67). – С. 130-137.

Сведения об авторах:

Гафурова Гульнара Талгатовна – кандидат экономических наук, доцент кафедры «Финансы и кредит», e-mail: gafurova@ieml.ru

Ковалева Эльвина Рустамовна – кандидат экономических наук, доцент кафедры «Финансы и кредит», e-mail: kovaleva@ieml.ru

Казанский инновационный университет им. В. Г. Тимирязова, г. Казань, Россия

Захарова Галина Петровна – кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики и информационных технологий, e-mail: chgunovagalva@mail.ru

Михайлова Лилия Валериковна – старший преподаватель кафедры организации сельскохозяйственного производства, e-mail: lilmikhajlova@yandex.ru

Казанский государственный аграрный университет, г. Казань, Россия.

ACTUAL PROBLEMS OF MANAGING THE FUNDS OF MUTUAL FUNDS IN UNSTABLE ECONOMIC CONDITIONS ON THE EXAMPLE OF JSC UK INGOSSTRAKH-INVESTMENTS

G. T. Gafurova, E. R. Kovaleva, G. P. Zakharova, L. V. Mikhaylova

Abstract. One of the key trends in the financial market, which actively manifested itself during the pandemic and then under sanctions pressure, was the active development of collective investments. At the same time, the new operating conditions for management companies, associated with the blocking of foreign assets, provoked significant difficulties in providing financial services to clients. In the current conditions, there is an increasing need to assess the practice of functioning of mutual investment funds and create mechanisms to reduce the negative consequences of the sanctions burden for individual financial market entities. Based on an analysis of the operating conditions of the management company and an assessment of the efficiency of managing the funds of mutual investment funds, it was determined that the key problems in the activities of the management company are the lack of significant financial results in the management of mutual funds, as well as the suspension of the work of five funds, which resulted in a deterioration in the financial performance of the company. In particular, there was a reduction in the company's assets by a third, an increase in country and currency risks, as well as a significant increase (by 350%) in labor costs. Based on the results of the analysis, the authors formulated measures to improve the efficiency of the company, including the creation of a personnel policy management system to improve the efficiency of the fund, the implementation of a scheme for the settlement of frozen assets by transferring funds from frozen mutual funds to a closed fund, as well as the transition to passive strategies for managing mutual funds. A project for a fund focused on Islamic investments has been developed, the portfolio of which includes shares of companies included in the Moscow Exchange Islamic Investment Index. An assessment of the fund's potential showed prospects for forming the value of the fund's net assets in the amount of 990 million rubles.

Key words: management company, mutual investment fund, mutual fund, Ingosstrakh-Investments, financial market, sanctions, Islamic investments.

References

1. Review of key indicators of professional participants in the securities market. [Internet]. Central Bank of Russia. [cited 2023, September 22]. Available from https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43826/review_secur_22-Q4.pdf

2. Severini S, Zinnanti C, Borsellino V, Schimmenti E. EU income stabilization tool: potential impacts, financial sustainability and farmer's risk aversion. Agricultural and Food Economics. 2021; Vol.9. 1. 1-21 p.

3. Yakovlev PA. [Primary and secondary market for shares of investment funds in Russia]. Vektor ekonomiki. 2021; 2 (56). 36 p.

4. Abramov A, Akshentseva K, Radygin A. [Efficiency of mutual investment funds: theoretical approaches and experience of Russia]. Ekonomicheskaya politika. 2015; Vol.10. 4. 60-86 p.

5. Tsareva PA, Kazantsev LV. [Counterproductive areas of investment]. Global and Regional Research. 2021; Vol.3. 1. 80-88 p.

6. Abramov AE, Radygin AD, Chernova MI. [Efficiency of portfolio management of mutual investment funds of shares and its assessment]. *Ekonomicheskaya politika*. 2019; Vol.14. 4. 8-47 p.
7. Tenetnik OS. [Savings of citizens as a tool for systemic development of the economy]. *Finansy: teoriya i praktika*. 2018; Vol.22. 3(105). 22-35 p.
8. Dement'ev NP. [Mutual investment funds in modern Russia: a critical analysis]. *EKO*. 2020; 11(557). 62-82 p.
9. Semushin AV, Parshakov PA. [Review of the main generalized models for assessing the investment skills of managers]. *Finansy i kredit*. 2012; 3(483). 19-27 p.
10. Otero-González L, Durán-Santomil P. Is quantitative and qualitative information relevant for choosing mutual funds? *Journal of Business Research*. 2021; Vol.123. 476-488 p.
11. Grau-Carles P, Doncel LM, Sainz J. Stability in mutual fund performance rankings. A new proposal, *International Review of Economics & Finance*. 2019; Vol.61. 337-346 p.
12. Popescu IS, Hitaj C, Benetto E. Measuring the sustainability of investment funds: A critical review of methods and frameworks in sustainable finance. *Journal of Cleaner Production*. 2021; Vol.314.
13. Parshakov PA. [Assessing the skills of Russian asset managers]. *Prikladnaya ekonometrika*. 2015; 1(37). 57-66 p.
14. Bezsmertnaya ER, Kolganova EA. [Modification of the three-factor Fama-French model and its application for assessing the effectiveness of portfolio management of investment funds in Russia]. *Finansy: teoriya i praktika*. 2023; Vol.27. 2. 17-27 p.
15. Teplova TV, Sokolova TV, Fazano A, Rodina VA. [Determinants of the profitability of Russian mutual funds of shares and bonds: active investment strategies and commissions]. *Voprosy ekonomiki*. 2020; 9. 40-60 p.
16. Andryushin SA, Grigor'ev RA. [Ecosystem banks: forms, risks and methods of regulation]. *Terra Economicus*. 2021; Vol.19. 4. 51-65 p.
17. Manushin DV. [Global sanctions economy, sanctions, counter-sanctions and the new world currency]. *Russian Journal of Economics and Law*. 2022; Vol.16. 2. 345-369 p.
18. Review of key indicators of mutual and joint-stock investment funds in the fourth quarter of 2022. [Internet]. Central Bank of Russia. [cited 2023, May 06]. Available from http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43798/review_pif_aif_22Q4.pdf
19. History and prospects for the development of the market for frozen mutual funds on the Russian market. [Internet]. Investfunds. [cited 2023, May 22]. Available from: <https://investfunds.ru/news/162078/>
20. Inozemtsev EV. [Behind-the-scenes games of management companies]. *Ekonomicheskii zhurnal Vyshey shkoly ekonomiki*. 2017; Vol.21. 2. 283-311 p.
21. The procedure for distribution by risk group of mutual funds managed by JSC Management Company "Ingosstrakh - Investments". [Internet]. Ingosstrakh – Investments. [cited 2023, May 25]. Available from: <https://www.ingosinvest-am.ru/upload/uf/a29/frhldhtgklrter5752fdsgdgd.pdf>
22. Rules for trust management of an open-end mutual investment fund of market financial instruments "my shares" under the management of the joint-stock company management company "Ingosstrakh - Investments". [Internet]. Ingosstrakh – Investments. [cited 2023, May 25]. Available from: <https://www.ingosinvest-am.ru/upload/uf/d1f/d1fad134df6491e669be5a4c53d736eb.pdf>
23. Das SR, Sundaram RK. Fee speech: signaling, risk-sharing, and the impact of fee structures on investor welfare. *Review of Financial Studies*. 2002; Vol.15. 5. 1465 p.
24. Gafurova GT, Bondarenko IN. [Lessons of sanctions for a sustainable economic future of Russia]. *Russian Journal of Economics and Law*. 2022; Vol.16. 3. 503-524 p.
25. Yakhin I. How much Muslim money is there in Russia? [Internet]. All-Russian Muslim Information Agency. [cited 2023, June 10]. Available from: http://www.info-islam.ru/publ/stati/khaljal/skolko_v_rossii_musulmanskikh_deneg/7-1-0-11212
26. Muradyan SV. [Digital assets: legal regulation and risk assessment]. *Journal of Digital Technologies and Law*. 2023; Vol.1. 1. 123-151 p.
27. Valiev AR, Žiganshin BG, Klychova GS. [Evaluation of the state program for the development of science and education in the Republic of Tatarstan]. *Vestnik Kazanskogo gosudarstvennogo agrarnogo universiteta*. 2022; Vol. 17. 3 (67). 130-137 p.

Authors:

Gafurova Gulnara Talgatovna - Ph.D. of Economic Sciences, Associate Professor of Finance and Credit Department, e-mail: gafurova@ieml.ru
 Kovaleva Elvina Rustamovna - Ph.D. of Economic Sciences, Associate Professor of Finance and Credit Department, e-mail: kovaleva@ieml.ru
 Kazan Innovation University named after. V.G. Timiryasova, Kazan, Russia
 Zakharova Galina Petrovna - Ph.D. of Economic Sciences, Associate Professor of Economics and Information Technologies Department, e-mail: chugunovagalya@mail.ru
 Mikhaylova Liliya Valerikovna - senior lecturer of Agricultural Production Organization Department, e-mail: lilmikhajlova@yandex.ru
 Kazan State Agrarian University, Kazan, Russia.