

Министерство образования и науки Российской Федерации  
Хабаровская государственная академия экономики и права

На правах рукописи  
УДК 336.767.017.2

**САДКОВА Жанна Александровна**

**ФИНАНСОВАЯ ОЦЕНКА КАЧЕСТВА  
ДОВЕРИТЕЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ  
ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ РОССИИ**

Специальность 08.00.10 — «Финансы, денежное обращение и кредит»

Диссертация на соискание учёной степени  
кандидата экономических наук

Научный руководитель  
кандидат экономических наук,  
доцент Ихсанова Т.П.

Хабаровск 2005

## СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	3
1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПО ДОВЕРИТЕЛЬНОМУ УПРАВЛЕНИЮ АКТИВАМИ ПОСРЕДСТВОМ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ	9
1.1 Доверительное управление на рынке ценных бумаг как эффективная форма привлечения инвестиций	9
1.2 Зарубежный опыт финансовой деятельности инвестиционных фондов	24
1.3 Специфика функционирования инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг России	34
2 ФОРМИРОВАНИЕ КОНЦЕПТУАЛЬНОГО ПОДХОДА И РАЗРАБОТКА МЕТОДИКИ ФИНАНСОВОЙ ОЦЕНКИ КАЧЕСТВА ДОВЕРИТЕЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ В РОССИИ	54
2.1 Формирование концептуального подхода к финансовой оценке качества доверительного управления активами отечественных паевых инвестиционных фондов	54
2.2 Методические аспекты анализа результатов и оценки эффективности деятельности паевых инвестиционных фондов России	80
3 ОЦЕНКА ОБОСНОВАННОСТИ ДОВЕРИЯ ПО УПРАВЛЕНИЮ АКТИВАМИ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ В РОССИИ И ОБОСНОВАНИЕ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО ПОВЫШЕНИЮ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИХ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ	94
3.1 Характеристика экономической эффективности деятельности паевых инвестиционных фондов акций	94
3.2 Оценка финансовой деятельности паевых инвестиционных фондов смешанных активов	110
3.3 Рекомендации по повышению финансовой результативности паевых инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг России	124
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	133
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	138
ПРИЛОЖЕНИЯ	147

## Введение

**Актуальность темы исследования.** Сегодня в России остро стоит проблема диверсификации инвестиционного обеспечения процесса развития экономики. Важным инвестиционным ресурсом являются сбережения, далеко не все из которых превращаются в инвестиции. Это имеет место, например, в случае, если избыточный доход вкладывается в наличную национальную или иностранную валюту. В этом случае они не поступают на рынок капитала, то есть имеет место изъятие денег из обращения, что может приводить к инвестиционному голоду, сокращению совокупного спроса и проявлению «парадокса бережливости», когда снижение склонности к потреблению приводит к снижению валового внутреннего продукта (ВВП). Следовательно, для финансового обеспечения успешного развития экономики необходим эффективно функционирующий механизм трансформации сбережений в инвестиции. Рынок ценных бумаг позволяет осуществлять непосредственное движение капитала между его собственниками и теми, кто в нём нуждается, без посредников в форме кредитных организаций. Однако работа на нём требует от инвестора определённого уровня компетенции и временных затрат на подготовку и принятие решений.

Сложность принятия инвестиционных решений на фондовом рынке, с одной стороны, и его потенциальная привлекательность для инвесторов, с другой стороны, создают предпосылки для делегирования полномочий по принятию инвестиционных решений профессионалам в рамках доверительного управления. Если инвестор владеет крупными средствами, он может заключить индивидуальный договор с управляющим инвестиционного фонда. Для привлечения на рынок массового инвестора создаются фонды коллективного инвестирования - паевые инвестиционные фонды (ПИФы).

Индустрия ПИФов в России имеет сравнительно недавнюю историю; существенное развитие этой отрасли наблюдается лишь в течение последнего десятилетия — особенно сильные изменения произошли в течение 2003 года. Дальнейшее развитие отрасли зависит от качества предоставляемых услуг по управлению активами пайщиков фондов. Это особенно актуально в условиях отечественного рынка ценных бумаг, который является развивающимся, с ограниченным количеством предлагаемых фондовых инструментов для инвесторов, вложения средств в акции зачастую не подкреплены стабильно выплачиваемыми дивидендами, корпоративные облигации эмитируются весьма редко, рынок не застрахован от падений в разы и десятки раз. При этом при компетентном управлении российский фондовый рынок — прежде всего, рынок акций, позволяет обеспечивать достаточно высокую доходность при ограниченном риске. Это обуславливает актуальность научного исследования состояния отрасли (в первую очередь — фондов акций и смешанных активов) прежде всего с точки зрения оценки качества управления активами.

При этом в литературе соответствующие исследования отсутствуют; более того — мы не встретили комплексного, готового методического либо концептуального подхода к оценке деятельности фондов, который учитывал бы в полной мере особенности отечественного развивающегося рынка ценных бумаг. На наш взгляд, это требует синтеза идей классиков инвестирования, таких, как Д. Марковиц и У. Шарп, и разработок авторов, известных своими публикациями в области работы с рисковыми активами — таких, как С.Б. Акелис, Ю.В. Жваколюк, Дж. Мэрфи, Э.Л. Найман, Р.Д. Нортон, Дж. Сорос, А.Б. Фельдман, Дж. Швагер, и др. В процессе исследования нами были рассмотрены работы, в которых отражена деятельность по коллективному инвестированию на фондовом рынке таких авторов, как А.Е. Абрамов, Т.Б. Бердникова, А.И. Вострокнутова, Д.А. Зайцев, М.Е. Капитан, В.Д. Миловидов, Я.М. Миркин, Е.В. Михайлова, Э.А. Мусаев, О.М. Рензин, Ю.В. Рожков, Б.Б. Рубцов, Л.А. Чалдаева и др.

**Цель исследования** заключается в финансовой оценке качества доверительного управления активами паевых инвестиционных фондов, а также в разработке практических рекомендаций по повышению финансовой результативности их деятельности.

Для достижения цели исследования были поставлены следующие **задачи**:

- рассмотреть и уточнить сущность доверительного управления на рынке ценных бумаг;
- исследовать теоретические основы деятельности инвестиционных фондов, исходя из их места в системе фондового рынка;
- систематизировать классификацию инвестиционных фондов по различным признакам;
- исследовать особенности функционирования инвестиционных фондов в зарубежных странах и определить специфику функционирования паевых инвестиционных фондов в России;
- выделить критерии оценки качества управления активами паевых инвестиционных фондов, позволяющие провести комплексное исследование эффективности деятельности ПИФов;
- разработать методику оценки результатов деятельности отечественных паевых инвестиционных фондов, учитывая особенности современного отечественного рынка ценных бумаг;
- проанализировать эффективность деятельности паевых инвестиционных фондов на российском рынке ценных бумаг с точки зрения качества управления активами фондов;
- оценить обоснованность доверия управляющим компаниям со стороны пайщиков паевых инвестиционных фондов в России;
- выработать и обосновать практические рекомендации по повышению эффективности функционирования паевых инвестиционных фондов в России.

**Объектом исследования** являются экономические отношения, которые возникают в процессе деятельности по доверительному управлению активами отечественных паевых инвестиционных фондов.

**Предметом исследования** является финансовая оценка качества доверительного управления активами паевых инвестиционных фондов в России для наиболее распространенных типов фондов — фондов акций и фондов смешанных активов.

**Теоретической и методологической основой исследования** послужили научно-практические работы зарубежных и отечественных специалистов в области принятия инвестиционных решений на фондовом рынке, а также в сфере коллективного инвестирования. В работе были использованы общенаучные методы анализа и синтеза, принципы системности и комплексности, методы математической статистики, программно-аналитические средства.

В качестве информационной базы исследования использованы статистические данные Госкомстата РФ, Национальной лиги управляющих, законодательные и нормативные акты по рынку ценных бумаг, материалы периодической печати, данные Федеральной службы по финансовым рынкам (Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг), управляющих паевых инвестиционных фондов в России, информация сети Интернет.

В результате проведённых исследований были разработаны теоретические положения и сформулированы рекомендации, совокупность которых определяет **научную новизну исследования:**

— выявлены сущностные характеристики доверительного управления, сформулировано понятие «рынок доверительных услуг», выделены принципы доверительного управления на фондовом рынке;

— рекомендовано введение в научный оборот понятия «компетентности (обоснованности) доверия»;

— определены преимущества паевых инвестиционных фондов по сравнению с другими финансовыми институтами, привлекающими сбережения населения исходя из специфики их деятельности, а также определено место ПИФов на рынке ценных бумаг России;

— уточнена классификация паевых инвестиционных фондов, добавлены классификационные признаки, связанные с оценкой качества управления активами фонда;

— разработана методика, позволяющая оценить качество управления активами паевых инвестиционных фондов, учитывающая как особенности отечественного фондового рынка, так и рекомендации классических подходов по принятию инвестиционных решений на фондовом рынке;

— проведена оценка деятельности по доверительному управлению активами отечественных паевых инвестиционных фондов и обоснованности доверия управляющим компаниям со стороны пайщиков фондов;

— выработан комплекс научно обоснованных рекомендаций по повышению эффективности функционирования паевых инвестиционных фондов в России.

**Практическая значимость исследования** заключается прежде всего в том, что в результате исследования были обоснованы практические рекомендации по повышению эффективности функционирования паевых инвестиционных фондов в России. Кроме того, положения разработанного в диссертации концептуального подхода к анализу деятельности по управлению активами паевых инвестиционных фондов предлагается использовать как инструмент для принятия более обоснованных решений пайщиками фондов.

**Апробация работы и внедрение результатов исследования.** Материалы исследования докладывались на межрегиональной научно–практической конференции молодых исследователей, аспирантов и соискателей «Экономика, управление, общество: история и современность»

(Дальневосточная академия государственной службы, Хабаровск, 2004 г.), международной научно–практической конференция студентов, аспирантов, молодых исследователей «Интеллектуальный потенциал вузов — на развитие Дальневосточного региона» (Владивостокский государственный университет экономики и сервиса, Владивосток, 2004 г.), международной научно–практической конференции «Интеграция экономики в систему мирохозяйственных связей» (Санкт–Петербургский государственный политехнический университет, Санкт–Петербург, 2004 г.), краевом конкурсе молодых ученых и аспирантов (Институт экономических исследований ДВО РАН, Хабаровск, 2005 г.).

Основные положения и научные результаты исследования были включены в работу, занявшую третье место во Всероссийской олимпиаде развития Народного хозяйства России, проводимой Молодёжным союзом экономистов и финансистов РФ, в номинации «Перспективы становления и развития фондового рынка в России» (2005 г.).

Внедрение результатов исследования осуществляется в ходе выполнения гранта Института экономических исследований Дальневосточного отделения Российской академии наук.

Результаты исследования используются в программе обучения по дисциплинам «Финансы и кредит», «Рынок ценных бумаг». Полученные научные результаты предложены для внедрения Федеральной службе по финансовым рынкам в части регулирования деятельности паевых инвестиционных фондов по раскрытию информации о качестве предоставляемых услуг доверительного управления.

**Структура диссертации.** Работа изложена на 155 страницах и состоит из введения, трёх глав, заключения, библиографического списка из 145 наименований, 31 таблицы, 39 рисунков, 7 приложений.

**Публикации.** Основные положения диссертации отражены в десяти работах общим объёмом 3,5 п.л.

# **Глава 1. Теоретические аспекты деятельности по доверительному управлению активами посредством инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг**

## ***1.1 Доверительное управление на рынке ценных бумаг как эффективная форма привлечения инвестиций***

Развитие современной экономики невозможно без соответствующего обеспечения инвестициями. Наличие достаточного объёма инвестиционных ресурсов в экономическом обороте позволяет получить к ним доступ тем, кто в них нуждается для реализации своей предпринимательской деятельности на удобных для целей осуществления конкретного проекта условиях — оформить кредит, выпустить облигации, провести эмиссию акций и т.д. Такие важные стоящие перед страной задачи, как возрождение экономического потенциала, коммерциализация богатых интеллектуальных ресурсов для их эффективного использования и развития, диверсификация и снижение специализации экономики по сырьевым товарам, вряд ли могут быть решены без эффективного обеспечения инвестициями.

Важным инвестиционным ресурсом могут быть сбережения (накопления), однако сбережения и инвестиции суть разные понятия. Дж. Кейнс определял сбережения как «совокупное превышение дохода над потреблением» [64, С. 184]. При этом, как следует из анализа литературы, субъектами сбережений обычно рассматриваются не только домашние хозяйства, но и корпоративный, государственный и — отдельно — иностранный сектора [20, С.22-23; 39, С.10; 48, С.260].

Население является важнейшим субъектом сбережений в развитых странах. Так, рассмотрение структуры финансовых активов США за 90-е гг. показывает, что доля финансовых активов, приходящихся на население, составляла порядка 40% [83, С.36]. Таким образом, население является важнейшим источником сбережений, что вполне соответствует

распространённому мнению о роли средств населения как опоры современной системы воспроизводства.

Однако сбережения не обязательно превращаются в инвестиции. Слово «инвестиции» имеет иностранное происхождение — от латинского «investio» — «украшать, облачать» [93, С.495]. Дж. Розенберг определяет инвестиции как «использование денег для получения больших денег, для извлечения дохода или достижения прироста капитала, либо для того и другого» [98, С.173]. Лауреат Нобелевской премии по экономике, У.Ф. Шарп с соавторами определяет термин «инвестиция» как «отказ от определённой ценности в настоящий момент...с целью получения ... ценности в будущем» [117, С. 979]. Указанные авторы также отмечают, что процесс инвестирования связан с откладыванием потребления инвестируемых ресурсов и риском: «Отдавать деньги приходится сейчас и в определенном количестве. Вознаграждение поступает позже, если поступает вообще, и его величина заранее неизвестна» [117, С. 1].

Согласно ст. 1 Закона № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» инвестициями являются денежные средства, ценные бумаги, имущество, а также имущественные и другие права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения полезного эффекта [4, Ст.1].

Проведённый нами анализ ряда публикаций позволяет прийти к выводу о том, что когда речь идёт об операциях на фондовом рынке, под инвестированием обычно понимается достаточно длительное вложение средств [см. напр. 74, С.74-75; 124, С.43-45]; при этом краткосрочные спекулятивные операции, совершаемые во временном масштабе от нескольких секунд до нескольких недель, цель которых — получение прибыли за счёт изменения конъюнктуры рынка, обычно называют «торговлей» или «трейдингом» («trading») [см. напр. 79, С.34; 126, С. 48-51; 121, С.90]. Более устоявшимся синонимом в русском языке является выражение «игра на бирже» [75, С. 7].

Инвестирование предполагает получение прироста ценности (в форме дохода, увеличения стоимости объекта, получения полезного эффекта и т.д.) за счёт отказа от использования имеющихся ресурсов в настоящее время. То есть, инвестирование — это увеличение полезности за счёт используемого принадлежащего инвестору (либо приобретённого на рынке) фактора производства — капитала.

Однако сбережения могут и не превращаться в инвестиции. Это имеет место, например, в случае, если избыточный доход вкладывается в наличные денежные средства — иностранную валюту. В этом случае они не поступают на рынок капитала; имеет место изъятие денег из обращения, что может приводить к инвестиционному голоду, сокращению совокупного спроса и проявлению «парадокса бережливости», когда снижение склонности к потреблению приводит к снижению ВВП.

Таким образом, для успешного развития экономики необходим эффективно функционирующий механизм трансформации сбережений в инвестиции. Эта проблема является достаточно актуальной в России на сегодняшний день. В табл. 1.1 представлены сведения по составу и использованию доходов населения РФ [52, С.48]. «Сберегательная квота» в табл. 1.1 определяется как отношение совокупных сбережений к общей величине доходов населения (в величину совокупных сбережений в табл. 1.1 включены непосредственно сбережения в рублях и расходы на покупку иностранной валюты). С переходом к рыночным отношениям сберегательная квота существенно выросла, достигнув в 1996 г. 23,53%. В 2002 г. её значение составило порядка 16%. Существенными остаются и средства, используемые на приобретение иностранной валюты: в 2002 г. на свободные денежные средства было приобретено около 12 млрд. долл. США (372,7 млрд. руб.). По оценкам Центрального банка РФ на руках у населения находится около 70 млрд. долл. США [37, с.48]. Это — неиспользованный инвестиционный ресурс.

Таблица 1.1 — Состав и использование денежных доходов населения в России, млрд. руб. (1995-1997 гг. — трлн. руб.)

Показатели	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Денежные доходы - всего	383,2	910,9	1 357,1	1 656,1	1 774,3	2 899,1	3 968,3	5 293,5	6 696,2
Изменение (%)	156,6	237,7	149,0	122,0	107,1	163,4	136,9	133,4	112,8
Денежные расходы - всего	364,0	877,8	1 338,8	1 629,1	1 744,9	2 845,8	3 858,2	5 189,5	5 499,6
Изменение (%)	149,7	241,2	152,5	121,7	107,1	163,1	135,6	134,5	105,9
Покупка товаров и оплата услуг	288,3	641,7	940,4	1 137,9	1 378,6	2 272,2	2 993,8	3 940,5	4876,1
Обязательные платежи и разнообразные взносы	46,8	50,9	79,1	104,5	108,9	192,4	309,8	473,0	623,5
Свободные денежные средства	48,1	218,3	337,6	413,7	286,8	434,5	664,7	880	1 196,6
Сбережения	28,9	50,1	67,1	39,3	43,8	154,3	301,0	475,2	704,7
Покупка иностранной валюты	-	135,1	252,2	347,4	213,6	226,9	253,6	300,8	372,7
в % к свободным средствам		61,89	74,70	83,97	74,48	52,22	38,15	34,18	31,15
Сберегательная квота. %	7,54	20,33	23,53	23,35	14,51	13,15	13,98	14,66	16,08
Прирост, уменьшение (-) денег на руках у населения	19,2	33,1	18,3	27,0	29,4	53,3	110,1	104,0	119,2

С другой стороны, важное значение в инвестиционной политике имеют и такие тенденции, как падение ставок банковских депозитов ниже уровня инфляции, укрепление реального курса рубля, падение курса доллара США относительно корзины мировых валют, что, очевидно, может отрицательно влиять на склонность к сбережению и сокращению сбережений как инвестиционного ресурса. Всё это делает актуальным задачу развития новых для России механизмов, которые обеспечивали бы эффективное преобразование сбережений в инвестиции.

В развитых странах фондовый рынок играет важную роль в развитии экономики. Так, в частности, некоторые авторы отмечают, что в развитых странах более половины частных реальных инвестиций финансируются за счёт использования средств, привлечённых на фондовом рынке [117, С.1], а в середине 1990-х годов соотношение между эмиссиями акций и валовыми инвестициями в ЮАР составляло порядка 50% [101, С.4]. Степень развития рынка ценных бумаг США в сочетании с мощностью экономики этой страны лишь подчёркивает его важность. Так, в США около 50% домохозяйств владеют акциями [65, С. 8], около 10 миллионов американцев совершают с ними операции через Интернет [116, С.32].

Между тем, деятельность на рынке ценных бумаг требует от инвестора определённого уровня компетенции и временных затрат на подготовку и принятие тщательных инвестиционных решений, что, как нам представляется, приводит к тому, что подавляющее большинство населения РФ даже не рассматривает вопрос о самостоятельном выходе на рынок ценных бумаг. Современная экономика характеризуется глубоким разделением труда; сложность принятия инвестиционных решений на фондовом рынке и его потенциальная привлекательность для инвесторов создают предпосылки для делегирования последними полномочий по принятию решений профессионалам в рамках *доверительного управления имуществом*.

В соответствии со ст. 1012 Гражданского кодекса РФ «по договору доверительного управления имуществом одна сторона (учредитель управления) передает другой стороне (доверительному управляющему) на определенный срок имущество в доверительное управление, а другая сторона обязуется осуществлять управление этим имуществом в интересах учредителя управления или указанного им лица (выгодоприобретателя). Передача имущества в доверительное управление не влечет перехода права собственности на него к доверительному управляющему» [1, Ст. 1012]. Согласно ст. 1013 ГК РФ в перечень имущества, которое может быть

объектом доверительного управления, включаются наряду с другими ценностями ценные бумаги и права, удостоверенные бездокументарными ценными бумагами. Доверительный управляющий действует от своего имени, однако при этом должен указывать, что действует как доверительный управляющий.

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» определяет трастовую деятельность (деятельность по управлению ценными бумагами) следующим образом: «под деятельностью по управлению ценными бумагами признается осуществление юридическим лицом от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительного управления переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц:

- ценными бумагами;
- денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги;
- денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными бумагами» [3, Ст.5].

Слово «доверие» происходит от английского trust («траст»). Термин «траст» в финансово-кредитном энциклопедическом словаре под редакцией А.Г. Грязновой может обозначать «1) имущество, переданное в управление на доверительных началах (доверительная собственность); 2) юридический документ, предоставляющий его владельцу право доверительного управления имуществом; 3) доверительное управление собственностью. Собственник имущества может передать его в доверительное управление другому лицу (доверительному управляющему)» [111, С. 981].

Траст определяется в большом экономическом словаре А.Н. Азриляна как «форма представительства на основе доверительного управления имуществом, ценными бумагами, предприятиями, фирмами и т. п.» [31, С.751].

Интернет-словарь инвестиционных терминов «investorwords.com» даёт следующее определение понятия «траст»: «...имеющее юридическую силу соглашение, по которому лицо (доверитель) передаёт попечительский контроль собственности частному лицу или организации ради выгоды бенефициара» [135].

Передача имущества в доверительное управление не влечет перехода права собственности к доверительному управляющему и оформляется трастовым договором (или договором доверительного управления имуществом). Наиболее популярна передача в доверительное управление денежных средств и фондовых ценностей. В индустрии коллективных инвестиций доверительная собственность нескольких собственников может быть представлена в виде общих фондов банковского управления либо паевых инвестиционных фондов.

Доверительное управление могут осуществлять по доверенности отдельное физическое или юридическое лицо, группа лиц, специализированные учреждения. Последние называются за рубежом траст-компаниями, действующими обычно в форме акционерных обществ. В этом случае в их уставном капитале разграничиваются средства, принадлежащие самому обществу (его акционерный капитал), и средства, принятые в доверительное управление (гарантированные фонды).

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по управлению ценными бумагами, именуется управляющим.

Порядок осуществления деятельности по управлению ценными бумагами, права и обязанности управляющего определяются законодательством Российской Федерации и договорами.

Управляющий при осуществлении своей деятельности обязан указывать, что он действует в качестве управляющего.

Исходя из сущностных характеристик доверительного управления, на наш взгляд можно выделить следующие *основные принципы доверительного управления на фондовом рынке*:

- относительная самостоятельность принятия решений управляющим;
- осуществление деятельности управляющего в пользу выгодоприобретателя;
- обеспечение максимально возможной выгоды для выгодоприобретателя;
- учет индивидуальных требований выгодоприобретателя при осуществлении доверительных услуг;
- отсутствие перехода права собственности при передаче имущества в доверительное управление;
- разграничение имущества учредителя управления от имущества управляющего;
- контроль деятельности управляющего со стороны уполномоченного государственного органа и/или саморегулируемых организаций.

Необходимо особенно отметить, что характеристики понятия доверительного управления, встречающиеся в литературе, не содержат столь важного аспекта, как обоснованность решения, принимаемого учредителем управления. На наш взгляд, это обуславливает необходимость введения в научный оборот понятия «компетентность (обоснованность) доверия».

*Под компетентностью (обоснованностью) доверия, по нашему мнению, следует понимать степень обоснованности решения учредителя управления о доверии управляющему.* Представляется, что если инвесторами решения принимаются на основании лишь показателей доходности и телевизионной рекламы без научно обоснованной оценки рисков, подобный траст можно назвать необоснованным — или некомпетентным. В частности, примером проявления некомпетентного (необоснованного) доверия можно назвать такие явления отечественной экономической истории, как вложение средств в «пирамиды» типа «МММ» и «Хопер-Инвест». Именно оценка обоснованности доверия пайщиков управляющим своих фондов и является одной из основных задач настоящего исследования.

Проведённое исследование сущности доверительного управления позволило нам сформулировать понятие «рынок доверительных услуг».

*Рынок доверительных услуг является подсистемой рынка ценных бумаг и представляет собой, на наш взгляд, совокупность экономических отношений учредителя управления и управляющего по оказанию последним услуг, направленных на сбережение и возрастание стоимости имущества (в форме денег и ценных бумаг), переданного в доверительное управление.*

Рынок доверительных услуг, с нашей точки зрения, можно разделить на два основных вида:

1. Рынок индивидуальных доверительных услуг, где индивидуально заключаются договоры между управляющим и собственником имущества. В России подобного рода услуги обычно предлагают банки и инвестиционные компании. Этот рынок не носит массовый характер из-за достаточно высокого уровня минимальных сумм, которые управляющие принимают в траст, так как только существенные вложения позволяют управляющему капиталом эффективно принимать решения по счёту каждого клиента.

2. Рынок коллективных доверительных услуг, где осуществляется коллективное инвестирование — объединение вкладов инвесторов под единым управлением, или создание инвестиционных фондов, деятельность которых в России подлежит рассмотрению в ходе настоящего исследования.

Схематично деятельность участника фондового рынка самостоятельно либо в рамках траста представлена на рисунке 1.1.

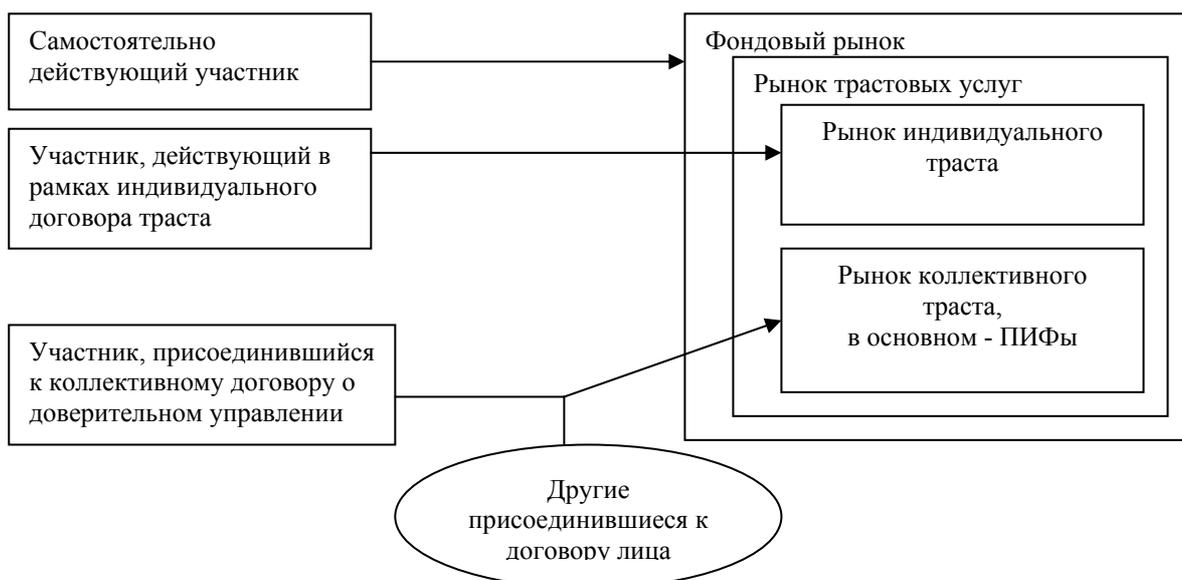


Рисунок 1.1 — Деятельность участника рынка ценных бумаг, действующего самостоятельно либо в рамках доверительного управления

Как уже упоминалось ранее, принятие решений на фондовом рынке требует определённой компетенции и временных затрат. Можно говорить о высоких транзакционных издержках со стороны мелких инвесторов. Это обуславливает возникновение предпосылок для формирования институтов коллективного инвестирования — *инвестиционных фондов* (по российскому законодательству) или *инвестиционных компаний* (по законодательству США). По определению лауреата Нобелевской премии, У.Ф. Шарпа, «инвестиционная компания [или инвестиционный фонд] — это тип финансового посредника. Они привлекают средства инвесторов и приобретают на них финансовые активы, такие, как акции и облигации. В свою очередь инвесторы получают определённые права в отношении приобретённых компанией финансовых активов и получаемой от них прибыли» [117, С. 740].

Названия указанных организаций и сторон, вступающих в отношения в связи с их деятельностью, варьируются в зависимости от конкретной страны и её законодательства, однако суть явления не меняется: инвесторы (пайщики, акционеры и т.д.) объединяют свои средства и делегируют полномочия по управлению ими на определённых условиях третьему лицу, обладающему необходимой компетенцией и правами, при этом управляющие фондом получают определённое вознаграждение.

Именно деятельность по доверительному управлению инвестициями, а конкретнее — оценка качества этой деятельности является главной задачей настоящего диссертационного исследования.

На наш взгляд, качеством управления можно считать оценку экономических субъектов с точки зрения квалификации управляющих, обоснованности и эффективности принимаемых ими решений. В рамках настоящего диссертационного исследования под качеством доверительного управления мы понимаем совокупность показателей работы управляющих компаний паевых инвестиционных фондов в России, обеспечивающих стабильный уровень доходности инвестиций.

Анализ ряда публикаций [24; 88, С.8-21; 117, С. 740-786; 120] позволяет нам привести следующую классификацию основных форм инвестиционных фондов, абстрагировавшись от особенностей законодательства отдельных стран.

По характеру управления активами фонды можно разделить на:

*1. Пассивно управляемые.* Пассивное управление капиталом предполагает, что инвестор не стремится при помощи методов финансового анализа получить более благоприятное соотношение доходности и риска, нежели среднерыночное. Пассивное управление капиталом, в отличие от активного, не предполагает поиска неверно оценённых рынком ценных бумаг [96, с.851]. Индексные фонды акций являются примером пассивно управляемых фондов. Структура активов индексного фонда акций либо соответствует методике определения индекса, либо подбирается таким образом, чтобы основные показатели — доходность и риск — соответствовали аналогичным показателям индекса.

*2. Активно управляемые фонды* предполагают активное управление инвестиционным портфелем, проведение экспертами фонда фундаментального анализа и анализа динамики котировок ценных бумаг («технического» анализа).

Как нам представляется, вторым наиболее важным признаком классификации является тип активов (инструментов), в которые фонд может производить инвестирование. По этому признаку можно выделить следующие основные группы фондов:

*1. Фонды акций.* Как следует из названия, основными инструментами размещения активов фондов данного типа являются акции компаний. Внутри этой группы можно выделить несколько подгрупп, в частности, по признакам:

1.1 отношения к предприятию-эмитенту (фонды прямого инвестирования, стремящиеся к получению контроля или участия в управлении

предприятием-эмитентом, и фонды, осуществляющие портфельное инвестирование);

1.2 методического подхода к управлению капиталом (индексные и прочие);

1.3 характеристик акций, их эмитентов и целей фонда, в частности:

1.3.1 глобальные фонды акций (вкладывают средства инвесторов в акции компаний по всему миру, диверсифицируя страновые и валютные риски);

1.3.2 региональные фонды акций (размещают активы в акции компаний определённых регионов мира);

1.3.3 фонды акций развивающихся рынков (вкладывают средства преимущественно на развивающихся рынках акций; развивающиеся рынки акций могут демонстрировать более интенсивный рост, нежели рынки развитых стран);

1.3.4 секторные фонды акций (размещают активы в акции, работающие в определённых секторах);

1.3.5 агрессивные фонды роста (размещают активы преимущественно в акции небольших компаний с высоким потенциалом развития и, соответственно, прироста инвестированного капитала);

1.3.6 фонды роста (размещают активы преимущественно в акции стабильных компаний с потенциалом роста);

1.3.7 фонды дохода (размещают активы преимущественно в акции компаний, стабильно выплачивающих дивиденды);

1.3.8 фонды роста и дохода (стремятся к сочетанию прироста капитала в долгосрочном периоде и стабильного потока дивидендов).

2. *Фонды облигаций* размещают активы в долговые ценные бумаги и могут классифицироваться по следующим основным признакам:

2.1 тип эмитента (государственные или корпоративные бумаги);

2.2 уровень доходности и риска;

2.3 характеристики эмитента (принадлежность к стране, отрасли и т.д.);

2.4 срок до истечения приобретаемых долговых ценных бумаг.

3. *Гибридные (смешанные) фонды* размещают активы в долевые и долговые ценные бумаги. Соответственно, сочетают классификационные признаки фондов акций и облигаций; дополнительным признаком классификации является соотношение долговых и долевого ценных бумаг в портфеле.

4. *Фонды фондов* инвестируют средства в бумаги других инвестиционных фондов, повышая степень диверсифицированности портфеля.

5. *Фонды денежного рынка* вкладывают денежные средства в краткосрочные (наиболее надёжные) инструменты.

6. *Фонды недвижимости* инвестируют средства не в финансовые активы, а в объекты недвижимости.

*По признаку срочности привлекаемых средств и обязательств выкупа фондом своих ценных бумаг* все фонды могут быть подразделены на открытые, закрытые и интервальные. По определению У. Шарпа, открытые фонды — это фонды, которые обязуются в любой момент выкупить у инвестора свои акции по цене, соответствующей стоимости чистых активов, либо близкой к ней; фонды, которые при этом также постоянно предлагают инвесторам свои акции, в США называются взаимными фондами [117, С.745]. Обычно открытые фонды работают с ликвидными активами.

Закрытые фонды, как следует из названия, не предполагают выкуп паев у участников фонда (в России — до наступления заранее оговоренной даты [139]), что обычно связано с тем, что такие фонды работают с малоликвидными или неликвидными активами (например, с недвижимостью).

*По признаку правовой формы* инвестиционные фонды подразделяются на корпоративные, контрактные и трастовые; возможность организации фонда той или иной формы зависит от законодательства конкретной страны. Корпоративные (акционерные) фонды по структуре аналогичны акционерным обществам; этот тип фондов является наиболее распространённым. Владельцами корпоративного фонда являются акционеры, управление от их имени осуществляют директора компании.

Трастовые фонды создаются в странах, где законодательно закреплена концепция траста, включающая три стороны: инвестора (бенефициара), управляющую компанию и попечителя. Основным принципом функционирования трастового фонда — разделение управляющей компании (управляет инвестиционным портфелем фонда) и попечителя (отвечает за сохранность активов фонда и за соответствие деятельности фонда заявленным целям).

Контрактные фонды создаются в странах, законодательство которых не предусматривает трасты; юридическим собственником активов фонда является либо управляющий, либо инвесторы коллективно. При этом инвесторы не являются акционерами — не имеют права голоса.

Наряду с перечисленными признаками классификации инвестиционных фондов, можно назвать ещё один, который мы не встретили в литературе: *признак компетентности (обоснованности) доверия*, соответствующий предложенному нами ранее понятию компетентности доверия. Классификация фондов по этому признаку на фонды, доверие которым обоснованно и фонды, доверие которым обоснованным назвать нельзя, потребует анализа их деятельности, профессионализма их управления.

Среди основных преимуществ инвестиционных фондов перед другими институтами, привлекающими средства частных инвесторов, следует выделить следующие:

*Профессиональное управление.* Инвестиционные средства, аккумулированные фондом, управляются профессиональными менеджерами, владеющими методиками и опытом принятия инвестиционных решений.

*Возможность диверсификации портфеля при небольшом объёме инвестиций.* Диверсификация портфеля позволяет снижать риски; при этом индивидуальный инвестор может оказаться не в состоянии вкладывать средства в такое число инструментов, с которыми может работать фонд.

*Наличие большого числа и разнообразия фондов.* Фонды предлагают различные стратегии инвестирования, работу с различными наборами инструментов. Фонды раскрывают информацию о результатах своей

деятельности. Инвестор имеет возможность анализа и обоснованного выбора фонда и управляющей компании в зависимости от их инвестиционных стратегий и полученных результатов.

*Повышение эффективности затрат на управление за счёт эффекта масштаба.* Концентрация инвестиционного капитала в фонде позволяет снизить удельные издержки на его управление, включая и временные затраты на выработку и реализацию инвестиционных стратегий.

Для паевых инвестиционных фондов России также присуще такое преимущество как *льготное налогообложение*. В отличие от других компаний, привлекающих средства частных инвесторов, ПИФы не платят налог на прибыль, поскольку не являются юридическим лицом, что дает возможность инвесторам получать заведомо больший доход на вложенный капитал.

Фондам свойственны и некоторые ограничения.

*Зависимость стоимости пая от рыночной стоимости активов фонда* фактически означает отсутствие гарантии доходности. При работе с рисковыми активами существует вероятность падения стоимости пая. Для фондов акций периоды снижения стоимости пая неизбежны.

*Стоимость услуг управляющей компании может превышать стоимость брокерского обслуживания.* Платежи инвестора управляющей компании (изъятия из имущества фонда плюс надбавки при покупке и скидки при выкупе ценной бумаги фонда — пая), скорее всего, будут превышать расходы инвестора на брокерское обслуживание. Это практически исключает возможность проведения краткосрочных операций с паем. ПИФы могут обычно рассматриваться лишь как средства долгосрочного вложения капитала.

Тем не менее, относительная простота работы с инвестиционными фондами, возможность реализации стратегии «купил и держи» при разумном уровне риска, делают услуги доверительного управления доступными массовому инвестору.

## *1.2 Зарубежный опыт финансовой деятельности инвестиционных фондов*

Отрасль инвестиционных фондов в мире является достаточно развитой. Говоря об истории индустрии инвестиционных фондов, необходимо отметить следующие ключевые даты. Первые инвестиционные фонды были основаны в 1822 г. в Бельгии, в 1849 г. в Швейцарии и в 1852 г. во Франции. Первый взаимный фонд в США был основан в Бостоне в 1924 г. В 1951 г. число взаимных фондов в Соединённых Штатах превысило 100, а число их акционеров — 1 млн. чел. Таким образом, о значительном развитии индустрии инвестиционных фондов можно говорить лишь после Второй мировой войны. В 1990 г. активы взаимных фондов в Соединённых Штатах превысили 1 трлн. долл. [125, С.2]

Основная часть активов инвестиционных фондов мира приходится на публично торгуемые открытые фонды (далее — открытые фонды). В США это преимущественно «взаимные фонды», в Европе — «UCITS». Данная аббревиатура означает «Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities» [136] и может быть переведена как «Соглашение о коллективном инвестировании в передаваемые ценные бумаги». Вследствие доминирования открытых фондов именно по ним доступна большая часть статистических данных, в частности, данные по объёмам деятельности фондов в мире обычно собираются именно по открытым фондам. Вследствие этого далее будут рассмотрены данные по мировой индустрии открытых фондов, а затем — охарактеризованы прочие фонды, действующие в США и Европе.

Основная доля активов открытых инвестиционных фондов приходится на США и Европу (рисунок 1.2).

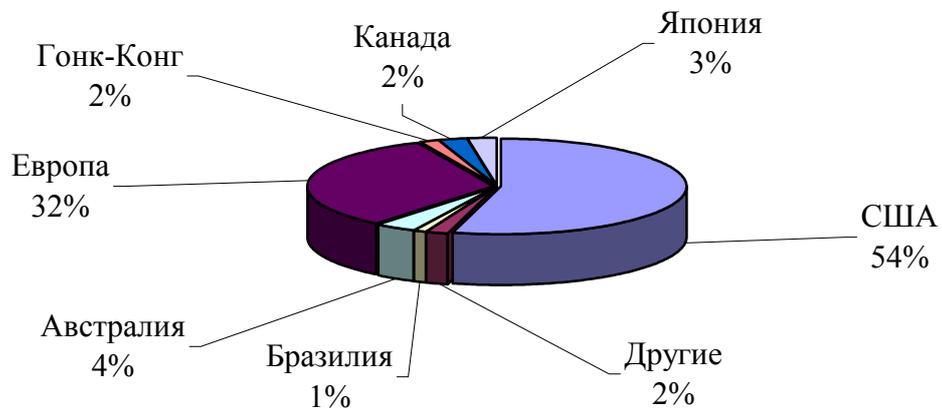


Рисунок 1.2 — Распределение активов открытых инвестиционных фондов по странам мира в 2003 году

Соотношение немного изменяется, если учесть прочие инвестиционные фонды: в этом случае доля США будет чуть ниже (49,5%), а доля Европы существенно увеличивается, достигая 38,3% по состоянию на конец 2003г. [140, С.5].

Следует отметить относительно невысокое развитие инвестиционных фондов в странах Азиатско-Тихоокеанского региона, где население не является столь активным участником инвестиционного процесса, как, например, в Соединённых Штатах.

Масштаб деятельности открытых фондов в мире можно охарактеризовать следующими основными показателями:

- Объём активов по состоянию на конец 2003г.: 12,83 трлн. долл.
- Общее число открытых фондов в мире: около 54 тыс. [132].

Из представленного распределения открытых фондов по типам (при классификации по типу активов) видно, что наибольшая часть приходится на фонды акций; кроме того, существенную долю занимают фонды облигаций и фонды денежного рынка (рисунок 1.3).

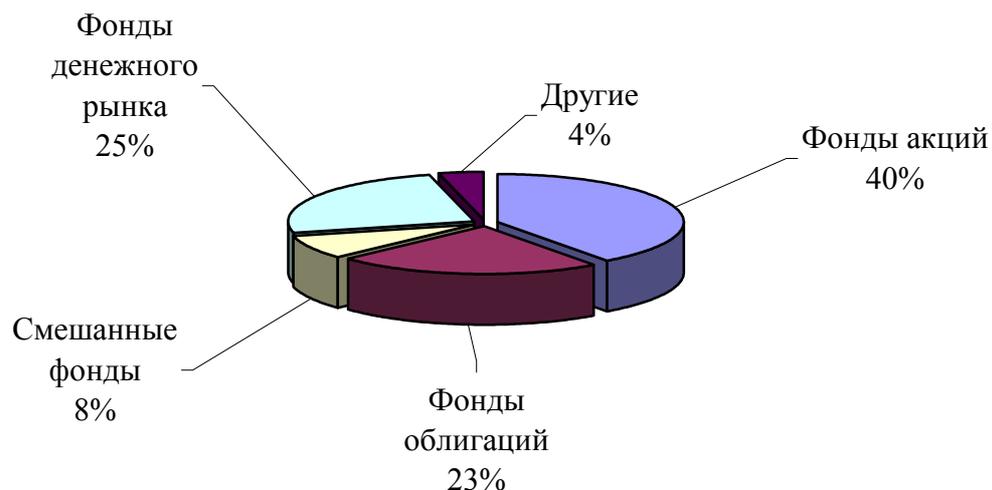


Рисунок 1.3 — Структура открытых фондов по типам фондов в 2003 году

При этом следует отметить, что доля активов фондов акций составляет лишь 40%, уступая суммарной доли фондов облигаций и фондов денежного рынка. На наш взгляд, этот аспект международной индустрии инвестиционных фондов является важным с точки зрения настоящего исследования, поскольку, как будет показано далее, данное распределение в корне отличается от аналогичного распределения для отечественного рынка фондов, что свидетельствует о важных особенностях последнего.

Целесообразным в целях настоящего диссертационного исследования является рассмотрение особенностей индустрии инвестиционных фондов в США. Наиболее значимыми из них являются следующие категории фондов:

**Взаимные фонды (mutual funds)** — это инвестиционные компании открытого типа, осуществляющие выкуп и выпуск акций по требованию инвесторов. Котировки акций рассчитываются ежедневно [120].

Особенностью **закрытых фондов (closed-end funds)** является то, что эти инвестиционные компании выпускают фиксированное число акций, которые торгуются на биржевых и внебиржевых рынках. Цены этих акций могут колебаться аналогично ценам любых других публично торгуемых ценных

бумаг в зависимости от соотношения спроса и предложения на рынке. Активы этих фондов профессионально управляются менеджерами фонда [123].

Инвестиционные компании, акции которых могут торговаться внутри дня (внутридневная торговля предполагает возможность совершения нескольких сделок в течение дня с целью использования краткосрочных движений рынка) по рыночным ценам именуется **«торгуемые на бирже фонды» (Exchange-Traded Funds)**. В настоящее время все фонды данного типа являются индексными. Инвесторы покупают и продают их акции при посредничестве брокера аналогично акциям любых других торгуемых на биржевом рынке компаний [143].

**Паевые инвестиционные трасты (Unit Investment Trusts)** — инвестиционные компании, которые покупают и держат обычно фиксированный портфель акций, облигаций либо других ценных бумаг. «Паи» (units) траста продаются инвесторам или «держателям паев» (unit holders), которые получают пропорциональную долю дивидендов или процентов от активов траста. В отличие от других инвестиционных компаний (инвестиционных фондов), паевые инвестиционные трасты имеют чётко определенную дату расформирования, которая зависит от характера активов портфеля. После расформирования инвесторы получают соответствующие доли чистых активов траста.

По состоянию на конец 2003 г. суммарные активы закрытых фондов в США составили около 214 млрд. долл., из которых на фонды акций приходилось порядка 52 млрд. долл., на фонды облигаций — 162 млрд. долл. [123].

Активы паевых инвестиционных трастов по состоянию на тот же период составили 1,2 млрд. долл. [143]. Активы «торгуемых на бирже фондов» составляли около 150 млрд. долл. [126]. При этом активы взаимных фондов составили 7413 млрд. долл. [140]. Эти данные наглядно представлены в таблице 1.2 (графическое представление распределения активов

инвестиционных фондов США в зависимости от организационной формы см. в Приложении А).

Таблица 1.2 — Распределение активов инвестиционных фондов в США в зависимости от организационной формы фонда в 2003 году

Тип фонда	Активы, млрд. долл.	в процентах
Взаимные фонды	7413	95,3
Закрытые фонды	214	2,75
«Торгуемые на бирже фонды»	150	1,93
Паевые инвестиционные трасты	1,2	0,02
ВСЕГО	7778,2	100

Отметим, что взаимные фонды доминируют в структуре инвестиционных фондов США (95,3% от активов всех фондов); на прочие фонды приходится лишь незначительная часть активов. Далее, говоря об индустрии инвестиционных фондов США, мы будем подразумевать именно взаимные фонды. Активы взаимных фондов с разбивкой по типам за 1990 — 2002 гг. представлены в таблице 1.3 [125, С. 107] (графическое представление активов взаимных фондов США см. в Приложении Б).

Таблица 1.3 — Активы взаимных фондов США с разбивкой по типам за 1990-2002 гг.

Год	Активы по типам фондов, млрд. долл.				
	Фонды акций	Смешанные фонды	Фонды облигаций	Фонды денежного рынка	Всего
1990	0,239	0,036	0,291	0,498	1,064
1991	0,405	0,052	0,394	0,542	1,393
1992	0,514	0,078	0,504	0,546	1,642
1993	0,741	0,145	0,619	0,565	2,07
1994	0,853	0,164	0,527	0,611	2,155
1995	1,249	0,21	0,599	0,753	2,811

Продолжение таблицы 1.3

1996	1,726	0,253	0,645	0,902	3,526
1997	2,368	0,317	0,724	1,059	4,468
1998	2,978	0,365	0,831	1,352	5,526
1999	4,042	0,379	0,812	1,613	6,846
2000	3,962	0,346	0,811	1,845	6,964
2001	3,418	0,346	0,925	2,285	6,974
2002	2,667	0,327	1,125	2,272	6,391

Проведенный анализ позволил нам сделать следующие выводы:

1. Активы смешанных фондов и фондов облигаций достаточно стабильны во времени и занимают относительно небольшие доли.
2. Активы фондов акций доминировали в структуре активов на рубеже тысячелетия, однако после последующего падения рынков произошло их падение, так что по состоянию на конец 2002 г. активы фондов акций и фондов денежного рынка практически уравнились.
3. За период с 1990 по 2000 гг. суммарные активы фондов в США выросли почти в семь раз, что в первую очередь обусловлено ростом активов фондов акций (этот период соответствует сильному росту американского рынка акций).

Анализируя рост числа взаимных фондов в США по годам, представленный в таблице 1.4 (графическое представление динамики взаимных фондов США см. в Приложении В), можно заметить, что наиболее быстрыми темпами число взаимных фондов в США увеличивалось в течение периода с 1990 по 1994 гг. [125, С. 39]. Далее сравнительно стабильные темпы роста наблюдались вплоть до 2000 г., после чего темпы прироста существенно снизились, а в 2002 г. даже наблюдался некоторый незначительный спад.

Таблица 1.4 — Рост числа взаимных фондов в США

Год	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1995	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Число фондов	3079	3403	3824	4534	5325	5725	6248	6684	7314	7791	8155	8307	8256

В Соединённых Штатах индустрия взаимных фондов в значительной степени обеспечивает вовлечённость широких слоёв населения в рынок ценных бумаг. На рисунке 1.4 представлена динамика доли домохозяйств в США, владеющих акциями взаимных фондов.

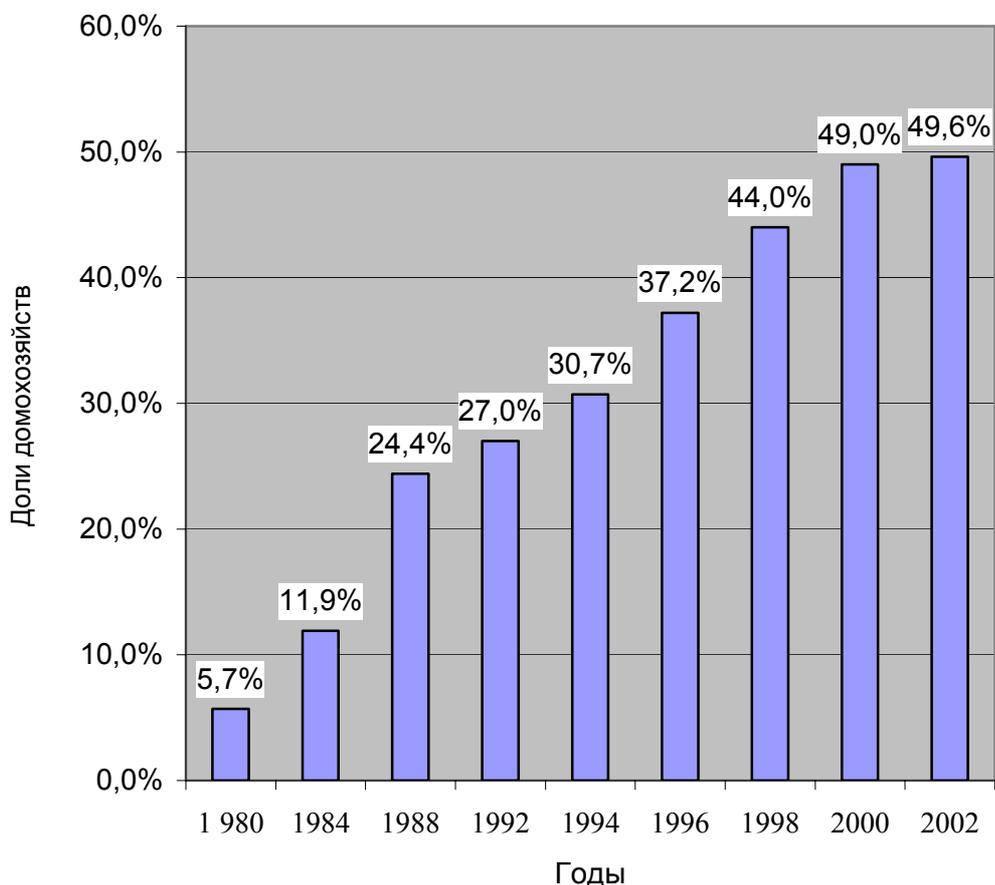


Рисунок 1.4 — Динамика долей домохозяйств в США, владеющих акциями взаимных фондов

На рисунке 1.4 наглядно демонстрируется рост популярности рынка взаимных фондов в Соединённых Штатах за последние 23 года. За этот период доля домохозяйств в США, владеющих акциями взаимных фондов, выросла почти в 10 раз — с незначительного показателя 5,7% в 1980 г. до практически половины домохозяйств в 2002 году [125, С. 42].

Особо следует отметить, что именно домохозяйства, в основном, владеют активами взаимных фондов в США. Так, их доля в активах фондов

на протяжении последнего десятилетия достаточно стабильна и составляет порядка 75%. При этом взаимным фондам принадлежит порядка 20% акций корпораций в Соединённых Штатах [125, С. 28].

На основе проведенного исследования мы определили, что инвестиционные фонды в США имеют существенное значение в процессе трансформации сбережений широких слоёв населения в инвестиции. Роль, которую играют инвестиционные фонды в этом процессе в США, столь высока, что их называют «второй банковской системой» [102, С. 124].

Специфика деятельности инвестиционных фондов в Европе обуславливается особенностями этого региона, состоящего из различных стран, вставших на путь интеграции. Поскольку каждое из государств имеет своё законодательство, в Евросоюзе Директивой Совета от 20.12.1985 (с рядом поправок, впоследствии внесённых Советом и Европарламентом) была введена концепция «UCITS» [140, С.1] («Соглашение о коллективном инвестировании в переводимые ценные бумаги»). Данный документ, в частности, предъявляет следующие требования к UCITS:

- инвестиционные ресурсы привлекаются публично;
- соблюдается принцип диверсификации риска;
- по требованию инвесторов производится выкуп бумаг фонда;
- правовая форма может быть как контрактной, так и трастовой или корпоративной.

Таким образом, по сути концепция UCITS близка к концепции взаимных фондов США. Указанная Директива сыграла существенную роль в интеграции индустрии инвестиционных фондов Европы, установив для них единые «правила игры» [143, С.9]. Вследствие этого FEFSI (Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement; Европейская федерация инвестиционных сообществ) предоставляет данные отдельно по UCITS и по «не- UCITS» («non-UCITS»). Распределение активов между этими группами европейских инвестиционных фондов представлено на рисунке 1.5.

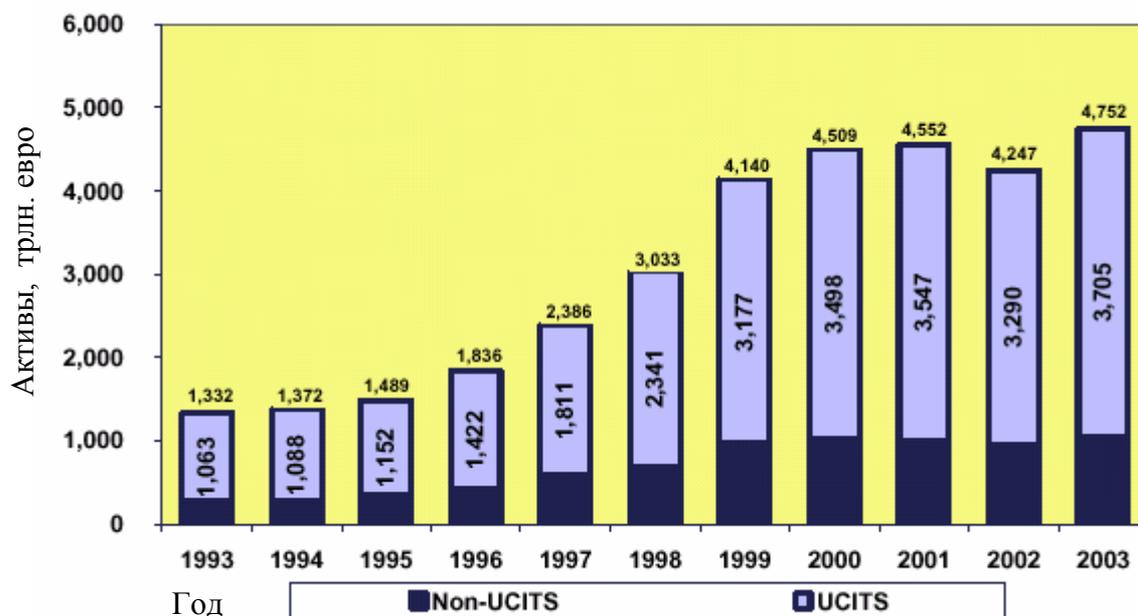


Рисунок 1.5 — Распределение активов между UCITS и non-UCITS

Заметно, что UCITS доминируют в структуре активов [126, С.2]. Следует отметить, что отрасль фондов в Европе не характеризуется столь интенсивным ростом, как в Соединённых Штатах — ситуацию, которая наблюдается в течение последних пяти лет можно в целом охарактеризовать как стабилизация (только в 2002 г. наблюдалось некоторое снижение).

Что касается фондов, не относящихся к категории UCITS, то их структура определяется следующими специфическими видами организаций:

- «специальные фонды» (Spezialfonds) в Германии, предназначенные исключительно для институциональных инвесторов;
- закрытые инвестиционные трасты в Великобритании;
- открытые сберегательные фонды рабочих во Франции.

В настоящее время в индустрии фондов Европы (с учётом как UCITS, так и non-UCITS) доминируют три страны: Франция, Люксембург и Германия, занимая 59% рынка [140, С.2]. Если сузить рассмотрение до UCITS, картина несколько меняется (таблица 1.5; Приложение В).

Таблица 1.5 — Чистые активы индустрии открытых фондов (UCITS) Европы, в процентах

Страна	Франция	Люксембург	Италия	Великобритания	Ирландия	Германия	Испания	Нидерланды	Бельгия	Прочие
Активы (%)	24,5	23,6	10,2	8,5	7,7	5,9	5,5	2,2	2,1	9,8

Наибольшие доли активов приходятся на фонды из Франции, Люксембурга и Италии [140, С.5]. Можно говорить о неравномерном распределении активов фондов по странам Европы.

На рис. 1.6 представлена динамика распределения активов UCITS по типам фондов [126, С.5], из которого видно, что активы фондов облигаций и фондов денежного рынка равномерно и монотонно растут из года в год, хотя суммарная стоимость активов фондов облигаций больше примерно в 2 раза. Изменение активов фондов акций по годам характеризуется существенными скачками как в сторону увеличения (с 1997-2000 гг.), так и резким падением за 2000-2002 гг. В настоящее время наблюдается тенденция к росту активов.

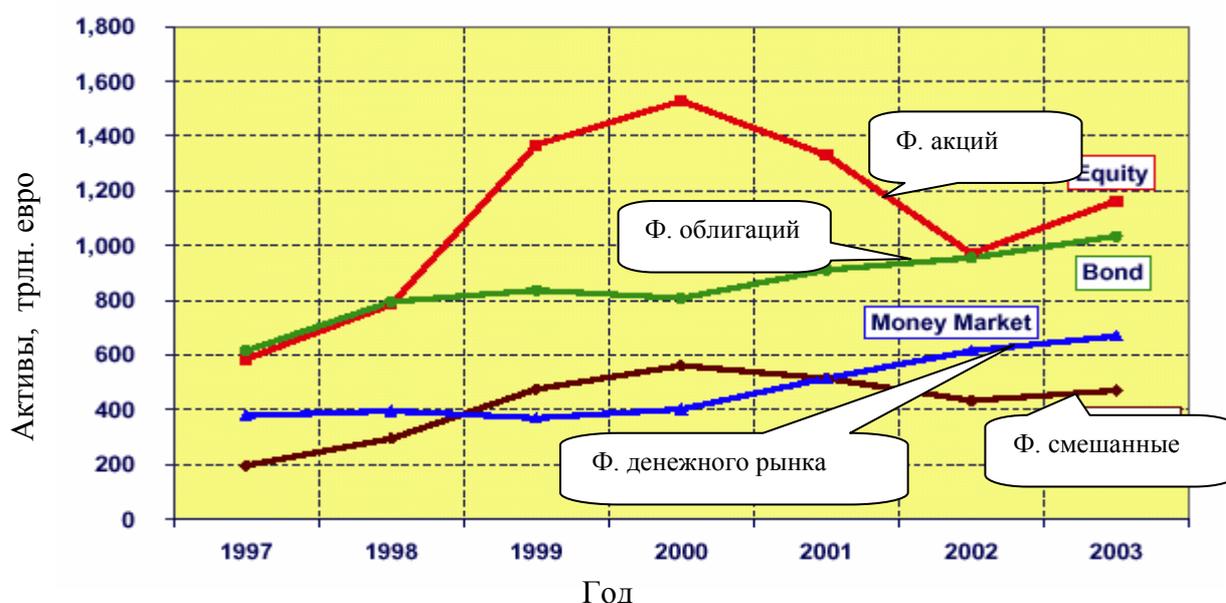


Рисунок 1.6 — Динамика распределения активов UCITS по типам фондов, трлн. евро

Заметим, что активы фондов акций сопоставимы с активами фондов облигаций. При этом суммарные активы фондов облигаций и фондов денежного рынка превышают активы фондов акций.

Таким образом, в настоящее время активы фондов только в США превышают 7 трлн. долл. Можно говорить об ускорении развития индустрии в последние 10-15 лет.

Результаты проведенных нами исследований позволяют сделать следующие выводы.

В мировой структуре инвестиционных фондов доминируют открытые фонды.

Масштабы глобальной индустрии инвестиционных фондов характеризуются объёмом активов по состоянию на конец 2003г. 12,83 трлн. долл. и общим числом открытых фондов в мире, составляющим около 54 тысяч.

Наибольшее развитие инвестиционные фонды получили в Соединённых Штатах. В несколько меньшей степени данная отрасль развита в Европе. В остальных регионах индустрия взаимных фондов развита слабо.

Таким образом, в настоящее время и в США, и в Европе суммарные активы фондов денежного рынка и фондов облигаций превышают активы фондов акций. В России в структуре активов доминируют фонды акций. Более подробно особенности организации отечественных инвестиционных фондов и их функционирования рассматриваются в разделе 1.3.

### ***1.3. Специфика функционирования инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг России***

В России деятельность инвестиционных фондов регулируется специальным законом «Об инвестиционных фондах» [2] (далее в данном параграфе — Закон). Закон регулирует отношения, связанные с привлечением денежных средств и иного имущества путем размещения акций или заключения договоров доверительного управления в целях их

объединения и последующего инвестирования в объекты, определяемые в соответствии с этим Законом, а также с доверительным управлением имуществом инвестиционных фондов, учетом, хранением имущества инвестиционных фондов и контролем за распоряжением указанным имуществом.

Закон определяет инвестиционный фонд как «...находящийся в собственности акционерного общества либо в общей долевой собственности физических и юридических лиц имущественный комплекс, пользование и распоряжение которым осуществляются управляющей компанией исключительно в интересах акционеров этого акционерного общества или учредителей доверительного управления» [2, Ст. 1].

Закон регулирует исключительно отношения, связанные с созданием в целях инвестиционной деятельности акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов.

Акционерный инвестиционный фонд — «открытое акционерное общество, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты, предусмотренные Федеральным законом, и фирменное наименование которого содержит слова «акционерный инвестиционный фонд» или «инвестиционный фонд» [2, Ст. 2]. Иные юридические лица не вправе использовать в своих наименованиях слова «акционерный инвестиционный фонд» или «инвестиционный фонд» в любых сочетаниях, за исключением случаев, предусмотренных Законом. Акционерные инвестиционные фонды не являются предметом настоящего исследования — они практически не получили распространения: по данным Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, по состоянию на 19.12.2003 было зарегистрировано всего 3 акционерных инвестиционных фонда [139] (видимо, это объясняется отсутствием у акционерных фондов тех налоговых преимуществ, которые дает форма паевого фонда).

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) — «обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией» [3, Ст. 2]. Паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом. Сразу отметим, что, по нашему мнению, именно это определение является наиболее примечательным элементом указанного закона: подобный подход избавляет ПИФ от корпоративного налогообложения, что снижает налоговую нагрузку на доход от использования имущества пайщиков до уровня налога на доходы физических лиц. В остальном, Закон большей частью посвящён защите интересов пайщиков, подробно регламентируя деятельность управляющей компании, специализированного депозитария и т.д.

ПИФы, как следует из определения, являются контрактными. В структуре инвестиционных фондов в РФ доминируют ПИФы, которых по состоянию на конец 2003 года насчитывалось 143 [139]. Закон предусматривает существование открытых, интервальных и закрытых ПИФов.

Ценной бумагой, удостоверяющей права пайщика, является инвестиционный пай. Инвестиционный пай является именной ценной бумагой, удостоверяющей долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления паевым инвестиционным фондом, право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом со всеми владельцами инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда (прекращении паевого инвестиционного фонда).



Рисунок 1.7 — Схема деятельности паевого инвестиционного фонда

Схема деятельности ПИФа [62, С. 6-7] и функции участников рынка ценных бумаг, имеющих отношение к этой деятельности, представлена на рисунке 1.7.

Рассмотрев организационно-юридические аспекты специфики деятельности инвестиционных фондов в России, проанализируем общее состояние отечественной отрасли ПИФов.

Каковы же тенденции, наблюдаемые на российском рынке услуг коллективного доверительного управления, каков масштаб его роли в экономике, каков его потенциал?

История рынка коллективного доверительного управления в России начинается в 1996 г.: «12 ноября 1996 г. началось первичное размещение инвестиционных паев первого открытого ПИФа — «Пионер Первый» под управлением ЗАО «Пионер Первый» Компания по управлению инвестиционными фондами». Чуть позже к нему присоединился фонд государственных ценных бумаг под управлением ЗАО «Паллада Эссет Менеджмент». 19 ноября того же года у паевых фондов появился первый пайщик (также в фонде «Пионер Первый»)» [103].

Далее рассмотрим динамику параметров, характеризующих развитие рынка доверительного управления в России: общую стоимость чистых активов (СЧА) паевых инвестиционных фондов, число зарегистрированных управляющих компаний и число ПИФов, число «рыночных» пайщиков («которые пришли со своими деньгами именно в ПИФы, приняв осознанное инвестиционное решение, без учета «реликтовых пайщиков» — наследия чековой приватизации») [70, С.22].

Стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов определяется как разница между стоимостью активов фонда (денежные средства, государственные и муниципальные ценные бумаги, акции и облигации российских акционерных обществ, ценные бумаги иностранных государств и международных организаций и т.д.) и величиной обязательств, подлежащих исполнению за счёт указанных активов.

По состоянию на на 31.12. 97 г. общая стоимость чистых активов (СЧА) ПИФов составляла 248,6 млн руб. (41,7 млн долл.) [103]; на 31.12. 98 г. — 593,3 млн. руб. (28,7 млн долл.), а на 31.12. 99 г. — 4880,7 млн руб. (180,8 млн долл.); по состоянию на конец 2000 г. общая СЧА ПИФов составляла около 5 млрд. руб [137]; по состоянию на 29 декабря 2001 г. — 9,05 млрд. руб.; по состоянию на 31 декабря 2002 — 12,7 млрд. руб., и на 31 декабря 2003 года — 76,2 млрд. руб [129]. Представленные данные отображены на рисунке 1.8.

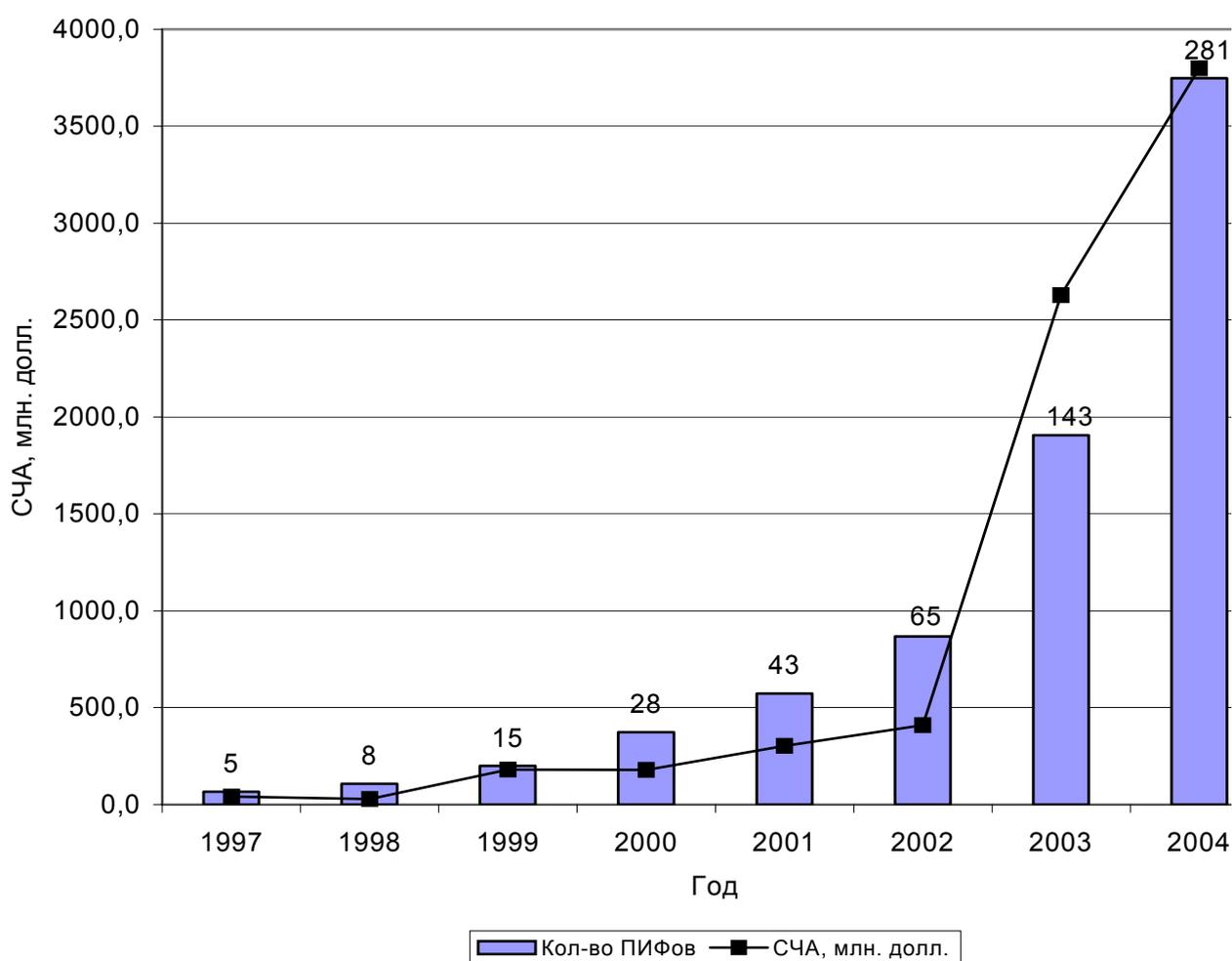


Рисунок 1.8 — Динамика стоимости чистых активов и числа отечественных ПИФов (по состоянию на конец года)

На рисунке 1.8 виден взрывной рост СЧА в течение 2003-2004 гг., который превысил отметку 3,5 млрд. долл. При этом лучшие фонды акций показали за 2003 г. доходность, составляющую около 80% годовых, в 2004 г. — порядка 50%. Более того, число самих паевых инвестиционных фондов в России неуклонно возрастает: за 2003 г. выросло с 62 до 154 — в 2,5 раза [129]. На 31.12.2004 количество ПИФов достигло 281, превысив аналогичный показатель 2003 года практически в 2 раза. Следовательно, можно говорить о беспрецедентном для страны интенсивном росте популярности услуг доверительного коллективного управления в 2003-2004 гг.

Из рисунка 1.8 также видно, что период развития рынка доверительного управления до 2000 г. не представляет существенного интереса. Сказанное подтверждает и статистика числа зарегистрированных управляющих компаний (таблица 1.6).

Таблица 1.6 — Рост числа управляющих компаний в 2000-2004 гг.

Год	Число вновь созданных УК
2000	3
2001	14
2002	40
2003	47
2004	51

Значительный рост числа управляющих компаний приходится на последние два года; при этом по состоянию на конец 2004 г. общее их число составило 180 [129]. Можно говорить о многократном росте числа управляющих компаний за последние несколько лет. 2003 год также характеризовался интенсивным приростом числа «рыночных» пайщиков ПИФов (таблица 1.7).

Таблица 1.7 — Динамика числа пайщиков в 2003 году

Дата	"Рыночные" пайщики (без учета бывших ЧИФов)	Изменение числа "рыночных" пайщиков	
		абсолютное	%
31.12.2002	11 958	1 630	15,78
31.03.2003	14 401	2 443	20,43
30.06.2003	17 462	3 061	21,26
30.09.2003	20 331	2 869	16,43
31.12.2003	29 200	8 900	43,62

Рост числа «рыночных» пайщиков за 2003 г. составил порядка 2,5 раза. Также следует отметить, что на протяжении большей части года эта тенденция усиливалась. Этот факт, в сочетании с продолжающимся ростом рынка акций, стабильностью макроэкономической ситуации в стране и устойчивым ростом ВВП позволяет ожидать продолжения данной тенденции и в обозримом будущем.

Анализ статистических данных позволяет сделать вывод о высокой интенсивности развития рынка услуг доверительного управления в стране. Возможно, в 2003 г. мы наблюдали формирование нового явления в отечественной экономике — начало выхода массовых инвесторов на фондовый рынок, хотя бы и с использованием услуг посредников в форме управляющих компаний.

Таким образом, можно сделать вывод о существенном росте популярности рынка доверительных услуг в России в 2003-2004 гг.; его емкость превысила 3,5 млрд. долл. Естественно, в абсолютном выражении этот показатель нельзя назвать существенным для экономики в целом — в настоящее время. Но относительно потенциала развития рынка коллективного доверительного управления на фондовом рынке страны напрашиваются совсем другие выводы: проведённый анализ позволяет говорить о качественных и важнейших изменениях: паевые инвестиционный фонды в России способствуют выходу на фондовый рынок массового

инвестора, что позволяет включать неиспользуемые сбережения населения в инвестиционный оборот.

При этом сохраняется высокая степень концентрации нескольких компаний в отрасли. В настоящее время (по состоянию за 2004 г.) крупнейшими управляющими компаниями на рынке паевых фондов являются «Менеджмент-Центр», «Менеджмент-Консалтинг», «НИКойл», «НИКойл Сбережения», «Тройка Диалог» [137]. Динамика доли пяти крупнейших управляющих компаний представлена в таблице 1.8. Заметно, что на протяжении последних 5 лет на долю этой пятёрки-лидеров приходится порядка 90% активов всех паевых фондов России.

Таблица 1.8 — Доля пяти крупнейших управляющих компаний, в процентах

Годы	1999	2000	2001	2002	2003
Доля (в %)	95,8	95,2	94,3	91,5	85,4

Распределение активов отечественных ПИФов на конец 2004 года по типам фондов представлено в таблице 1.9 [129] (графическое изображение активов ПИФов России см. в Приложении Г).

Таблица 1.9 — Распределение активов отечественных паевых инвестиционных фондов по типам фондов

Тип фонда	Активы, млрд. руб.	Активы, %
Фонды акций	82,903	76,04
Смешанные фонды	10,114	9,3
Фонды облигаций	3,281	3,01
Фонды денежного рынка	0,024	0,02
Индексные	0,191	0,17
Недвижимости	7,415	6,8
Венчурных инвестиций	5,063	4,64
Фонды фондов	0,025	0,02
<i>Всего</i>	<i>109,016</i>	<i>100</i>

Доминирующая часть активов в отрасли ПИФов России приходится на фонды акций (76,04% от суммы активов всех паевых инвестиционных фондов). Некоторую роль играют смешанные фонды (9,3%), доля фондов облигаций очень мала (3,01%). Совсем незначительная доля активов приходится на фонды денежного рынка, фонды фондов и индексные фонды. Это распределение существенно отличается от аналогичного распределения в Европе и США, где активы фондов облигаций и фондов денежного рынка превышают активы фондов акций.

Отечественная индустрия инвестиционных фондов также специфична с точки зрения распределения активов по типам фондов при классификации по признаку срочности привлекаемых активов («открытый — интервальный — закрытый»). Распределение активов фондов акций на конец 2004 г. при классификации по данному признаку представлено в таблице 1.10.

Таблица 1.10 — Распределение активов отечественных ПИФов акций

Классификация по типу активов	Активы, млрд. руб.	Активы, %
Открытые	5,86	7,07
Интервальные	17,391	20,98
Закрытые	59,652	71,95
<i>Всего</i>	<i>82,903</i>	<i>100</i>

В структуре активов фондов акций, и следовательно, всех отечественных ПИФов доминируют закрытые и интервальные фонды, что также отличает отечественную индустрию фондов от аналогичных отраслей в Европе и США. Столь существенный удельный вес закрытых и, особенно, интервальных фондов (последние, как будет показано, в большей степени ориентированы на «розничного» инвестора) влияет на становление трастового рынка.

Закрытым фондам акций, на которые приходится существенная часть активов ПИФов в России, свойственны следующие особенности:

1. весьма ограниченное количество зарегистрированных фондов (7 по состоянию на май 2004 г.);
2. непродолжительные сроки работы (немногим более года по состоянию на май 2004 г.);
3. высокие требования к начальным минимальным объёмам инвестирования (порядка десятков млн. руб.), что практически отсекает массового инвестора от участия в данных фондах.

Очень существенными для целей данного исследования представляются особенности среды (фондового рынка), в которой ПИФы осуществляют свою деятельность и характерные особенности индустрии отечественных ПИФов, являющиеся их следствием. Именно они будут определяющими для дальнейшего направления настоящего исследования. ПИФы являются подсистемой отечественного фондового рынка (см. рис. 1.1), и многие свойства этой подсистемы определяются свойствами её системы. Поэтому далее рассмотрим наиболее специфические особенности отечественного фондового рынка. Для отечественного рынка ценных бумаг характерен ряд особенностей. Степень его развития нельзя назвать высокой. На рынке активно обращаются акции менее 1% средних и крупных компаний, в существенной части регионов страны брокерская активность практически отсутствует, а годовой оборот отечественного рынка акций уступает даже обороту рынка акций Турции [91]. При этом на отечественном фондовом рынке удельный вес мелких и средних акционеров достаточно мал, преобладают крупные [69, С. 25]. В нашей стране сформировалась оптовая структура собственности, которая основана на доминировании крупных собственников в структуре рынка ценных бумаг, подобного, например, рынку акций в США [90, С. 14-15].

Это обуславливает недостаточно высокую ликвидность фондового рынка в целом (недостаточно высокий уровень проявляется в том, что лишь по

небольшому числу акций можно без труда и задержки совершить сделку по цене, близкой к цене последней сделки; низкая ликвидность означает возможные трудности с поиском контрагента для сделки). Понятно, что если ценная бумага не обращается на рынке активно (число покупателей и продавцов невелико), то при неблагоприятной экономической конъюнктуре легко может сложиться ситуация отсутствия покупателей и невозможности реализации данного актива по приемлемой цене. Это ограничивает реальный портфель активов, с которыми могут работать ПИФы. С другой стороны, наиболее ликвидные акции, активно обращающиеся на бирже, не подкреплены существенными и регулярно выплачиваемыми дивидендами. Так, например, в 2004 г. дивиденды по обыкновенным акциям РАО «ЕЭС России» составили всего 0,047 руб. на одну акцию [138] — около половины процента её текущей рыночной цены, что можно считать существенно малой величиной по сравнению с колебаниями курса.

Ещё одна существенная особенность отечественного рынка акций обусловлена характерными особенностями деятельности «хозяйствующих субъектов» в России: закрытость отечественных компаний. Предприятия просто не желают раскрывать информацию о себе и готовы даже платить штрафы, чтобы не допустить раскрытия информации [36, С.3]. С. Васильев и И. Илюхин отмечают в этой связи: «... менеджменту предприятия зачастую выгодно сокрытие той или иной информации, которая может поколебать их позиции. Сама Федеральная комиссия признаёт, что с целью сокрытия от акционеров истинного содержания финансово-хозяйственной деятельности эмитента создаются системы оффшорных компаний и аффилированных лиц, контролируемых менеджерами или отдельными акционерами» [37, С.43].

Все перечисленные факторы приводят к высокой волатильности (изменчивости) отечественного рынка акций — высокому недиверсифицируемому риску портфелей российских акций.

Нами в качестве эталонного показателя для дальнейшего исследования был выбран индекс одной из крупнейших фондовых бирж нашей страны — Российской торговой системы (РТС), применяемый многими аналитиками

фондового рынка для анализа и различных расчётов. Индекс вычисляется как отношение суммарной рыночной капитализации обыкновенных акций, включённых в котировальный лист РТС, к суммарной рыночной капитализации их компаний — эмитентов на базовую дату, в качестве которой принимается 1 сентября 1995 г. Полученная величина умножается на базовое значение индекса, равное 100. Чтобы оценить потенциал колебаний отечественного рынка, рассмотрим динамику индекса российской торговой системы (индекса РТС) за несколько лет. В таблице 1.11 представлена динамика по изменению индекса РТС за период с 1997 по 2004 года [38, С. 56; 138].

Таблица 1.11 — Изменение индекса РТС за период с 1997 по 2004 год, в процентах

Месяц/год	Изменение индекса РТС (%)							
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Январь	40,1	-27,0	-7,7	- 4,3	нет данных	4,0	-4,0	7,7
Февраль	16,4	7,8	33,4	5,4	нет данных	6,1	10,9	9,7
Март	-7,4	-0,6	7,1	25,4	нет данных	14,8	-5,5	13,3
Апрель	12,1	-2,1	30,5	0,5	нет данных	10,1	16,6	-16,9
Май	6,2	-45,5	-5,8	-14,4	нет данных	1,3	10,6	0,2
Июнь	19,2	-15,1	35,9	-9,4	1,2	-9,6	9,0	нет данных
Июль	20,4	-0,1	-11,9	13,6	-9,5	-7,3	-11,4	нет данных
Август	-11,2	-54,9	-11,1	18,4	4,5	1,5	17,7	нет данных
Сентябрь	11,2	-37,3	-17,9	-14,1	-11,8	5,7	11,9	нет данных
Октябрь	-12,5	41,8	15,1	-4,8	12,9	1,6	-14,8	нет данных
Ноябрь	-26,7	16,0	16,6	-27,0	11,3	1,0	4,6	нет данных
Декабрь	27,5	-11,9	57,8	1,1	22,2	-0,4	7,2	нет данных

Как следует из нашего анализа, наиболее показательным является 1998 год, который является наглядной моделью возможной динамики отечественного рынка в условиях неблагоприятного развития макроэкономической ситуации. Так, например, как видно из таблицы, в январе 1998 г. рынок упал на 27%, в мае — на 45,5%, хотя до суверенного дефолта оставалось ещё более двух месяцев. В целом, по итогам 1998 г. падение индекса составило 85%, даже с учётом роста более чем на 50% в октябре-ноябре [38, С. 54]. За последние 3 года нашего исследования месячное падение индекса не превышало 17%; наибольшие падения индекса наблюдались в апреле 2004 г. (-16,9%), в июле (-11,4%) и октябре (-14,8%) 2003 г. Наиболее благополучным (с небольшими падениями и положительной динамикой с января по май) оказался 2002 год.



Рисунок 1.9 — Динамика индекса РТС за 2002-2004 гг. (недельный график)

Склонность отечественного рынка акций демонстрировать сильные падения, как представляется, не уменьшилась даже после улучшения макроэкономической ситуации в стране. На рисунке 1.9 представлена динамика индекса РТС за 2002-2004 гг. Итак, даже в течение 2003 г.,

который характеризовался удачной внешнеэкономической и макроэкономической конъюнктурой и существенным ростом рынка по итогам года, имели место падения индекса на десятки процентов [138]. При этом падения носили резкий, «панический» характер. Мы можем с уверенностью утверждать, что столь сильные и резкие колебания отечественного рынка акций просто не могут быть объяснены изменениями фундаментальных факторов компаний-эмитентов: мы считаем, что эти колебания носят преимущественно конъюнктурный характер, а российский рынок акций в целом по состоянию на данный момент является в значительной степени спекулятивным.

Можно сделать вывод о том, что отечественный фондовый рынок остаётся в значительной степени спекулятивным и, в случае ухудшения макроэкономической ситуации, может продемонстрировать глубокие просадки (падения), аналогичные тем, которые можно было видеть в 1997-98 гг.

На наш взгляд, можно выделить следующий состав особенностей отечественного фондового рынка, которые, на наш взгляд, необходимо учитывать при оценке деятельности ПИФов и обоснованности доверия им:

— отечественный фондовый рынок является развивающимся, не застрахован от падений в разы и десятки раз;

— как показал проведённый нами анализ показателей 1997-2004 гг., отечественный фондовый рынок склонен демонстрировать сильные и резкие ценовые движения;

— ликвидной является лишь небольшая часть акций, что также способствует повышению риска вложений;

— возможности диверсификации риска вложений в акции отечественных эмитентов сильно ограничены, поскольку сильные и синхронные ценовые движения наблюдаются на рынке в целом, о чём свидетельствует динамика его индекса;

— на рынке пока не присутствует массовый инвестор (хотя, как нам представляется, ситуация начинает постепенно меняться) — это делает рынок акций подвластным усилиям крупных игроков;

— цены акций большого числа эмитентов не подкреплены стабильно выплачиваемыми дивидендами и поэтому акции являются высоко рисковыми активами;

— особенно важно, что отечественная нормативно-правовая база не требует жесткой фиксации правила «тик вверх» («uptick rule»), которое действует, например, на Нью-Йоркской фондовой бирже. Это правило запрещает продажу без покрытия в случае падения цен. Продажа без покрытия — это так называемая «короткая продажа», когда инвестор берёт акции в долг у брокера, чтобы «сыграть» на понижении курса — надеется продать взятые в долг акции «сейчас», а купить позже, после падения цен, вернуть брокеру ранее взятые у него в долг акции, а себе оставить прибыль. Механизм «короткой» продажи позволяет участнику рынка получить прибыль за счёт правильного прогноза не роста, а падения цен (сначала продать «дорого», а потом — купить «дешево»). Однако этот механизм, действующий практически на всех фондовых рынках мира (в том числе и на российском), даёт возможность скоординированной агрессивной игры на понижение. Правило «тика вверх» фактически запрещает это — если оно введено, то при падении цен акций (если последующая сделка прошла по цене не выше предыдущей), никто не имеет права совершать продажу без покрытия — «коротко» продавать можно будет лишь после того, как цена бумаги вырастет (последующая сделка пройдёт по цене выше предыдущей). На российском рынке такого правила нет. Это делает рынок акций уязвимым по отношению к так называемым «набегам медведей» («bear rides»), когда ряд крупных игроков по «сигналу», которым может являться, например, негативное фундаментальное событие, начинают агрессивную игру на понижение. Остальные участники-спекулянты распознают это, и также начинают продавать без покрытия. В результате рынок акций начинает

демонстрировать очень резкие падения (из рисунка 1.11. нетрудно увидеть, что падения отечественного рынка акций более резки, чем его восходящие движения). В случае неблагоприятного развития макроэкономической и политической ситуации в стране, которая до сих пор зависит от цен сырьевых товаров (которые также являются биржевыми), мы, как представляется, увидим столь же резкие падения цен — только намного более сильные.

Указанные особенности рынка являются принципиально важными для настоящего исследования, так как в значительной степени будут определять методику анализа деятельности ПИФов (см. главу 2).

Как уже упоминалось ранее, подавляющая часть активов ПИФов приходится на фонды акций. Представляется, что рост ПИФов в последний год напрямую связан с беспрецедентным ростом рынка акций. При этом подавляющая часть активов приходится на закрытые и интервальные фонды акций, которые не связаны обязательствами выкупа паев по требованию. Всё это делает инвесторов ПИФов потенциально уязвимыми по отношению к возможным падениям рынка.

В этих условиях возникает вопрос о перспективах благосостояния инвесторов фондов и отрасли в целом в случае сильного падения фондового рынка, об их защищённости от катастрофических убытков в случае неблагоприятного развития ситуации. Это требует исследования качества управления активами, в первую очередь, фондов акций.

Ранее (см. раздел 1.1) нами была обоснована необходимость введения в научный оборот понятия «компетентность (обоснованность) доверия», которая определяет степень обоснованности решения учредителя управления о доверии управляющему. Если инвесторами решения принимаются на основании лишь показателей доходности и телевизионной рекламы без научно обоснованной оценки рисков, подобное доверие можно назвать необоснованным — или некомпетентным.

Оценка эффективности управления активами ПИФов позволит оценить, можно ли доверительное управление в России считать обоснованным, либо рост индустрии ПИФов также носит «пирамидальный» характер. В последнем случае отрасль можно будет назвать крайне уязвимой, что ставит под угрозу наметившееся включение фондового рынка в процесс трансформации сбережений в инвестиции. Это потребует разработки состава мер, направленных на повышение компетентности доверия в России.

Сказанное потребует разработки методики анализа результатов деятельности ПИФов с использованием как классических положений теории управления портфелем, так и инструментария, используемого специалистами-практиками в области совершения кратко- и среднесрочных операций с долевыми ценными бумагами и их деривативами для оценки качества управления — в частности, анализ глубины просадок (падений) капитала, различные аналитические коэффициенты, характеризующие поступательность прироста управляемого капитала и дифференцирующие падения и приросты стоимости портфеля (в отличие, например, от коэффициента Шарпа, который «не различает» рост и падение капитала). Это позволит оценить степень защищённости инвесторов фондов от длительных нисходящих трендов на рынке акций, которые возможны, например, в случае сильных падений цен на нефть (предварительный обзор результатов управления капиталом некоторых фондов показывает, что сильное падение рынка акций может привести к существенным потерям инвесторов).

Проведённое исследование позволяет сделать следующие *выводы по главе*.

Для успешного развития экономики необходим эффективно функционирующий механизм трансформации сбережений в инвестиции. Финансовые рынки, в частности, рынок ценных бумаг, позволяют осуществлять непосредственное движение капитала между его собственниками и теми, кто в нём нуждается, без посредников в форме кредитных организаций. В развитых странах фондовый рынок играет важную роль в экономике. Сложность принятия инвестиционных решений на

фондовом рынке и его потенциальная привлекательность для инвесторов создают предпосылки для делегирования последними полномочий по принятию решений профессионалам в рамках *доверительного управления имуществом*.

Проведенное исследование позволяет нам выделить следующие основные принципы доверительного управления: осуществление деятельности управляющего в пользу выгодоприобретателя; обеспечение максимально возможной выгоды для выгодоприобретателя; относительная самостоятельность принятия решений управляющим; учет индивидуальных требований выгодоприобретателя при осуществлении доверительных услуг; отсутствие перехода права собственности при передаче имущества в доверительное управление; разграничение имущества учредителя управления от имущества управляющего.

При осуществлении управления коллективными инвестициями также обычно реализуется принцип контроля деятельности управляющего со стороны уполномоченного государственного органа и/или саморегулируемых организаций.

Поскольку принятие решений на фондовом рынке требует определённой компетенции и временных затрат, мы можем говорить о высоких транзакционных издержках со стороны мелких инвесторов. Это обуславливает возникновение предпосылок для формирования институтов коллективного инвестирования — *инвестиционных фондов* — объединений вкладов инвесторов под единым профессиональным управлением.

В России инвестиционные фонды могут существовать в форме акционерных или паевых; первые развития не получили (они не дают выгодного режима, такого как ПИФы, которые не являются юридическими лицами и, поэтому, избегают корпоративного налогообложения); на рынке паевых фондов в последнее время наблюдается сильный рост.

Отрасль инвестиционных фондов за рубежом развита в США и Европе. Там основная часть активов приходится на публично торгуемые открытые

фонды, а по признаку состава активов доминируют фонды облигаций и фонды денежного рынка — фонды акций уступают их объединенным активам.

В России отличительной особенностью отрасли фондов является лидерство фондов акций, среди которых большая часть активов приходится на закрытые фонды. При этом отечественный рынок ценных бумаг является развивающимся, склонен демонстрировать очень сильные падения, а риск портфелей отечественных акций является слабо диверсифицируемым. Возникает вопрос о перспективах благосостояния инвесторов фондов и отрасли в целом в случае сильного падения фондового рынка, об их защищённости от катастрофических убытков в случае неблагоприятного развития ситуации. Возникает и необходимость оценки стоимости услуг управляющих компаний и её обоснованности.

Также возникает необходимость оценки обоснованности решений, принимаемых учредителями управления. Это потребовало от нас введения в научный оборот понятия *компетентности (обоснованности) доверия*, что также позволило нам уточнить классификацию ПИФов — введя признак, соответствующий этой концепции.

Упомянутая выше задача разработки методики анализа результатов деятельности ПИФов потребует изучения и синтеза идей различных учёных и специалистов, учёта специфики отечественного рынка ценных бумаг.

## **2 Формирование концептуального подхода и разработка методики финансовой оценки качества доверительного управления активами паевых инвестиционных фондов в России**

### ***2.1 Формирование концептуального подхода к финансовой оценке качества доверительного управления активами отечественных паевых инвестиционных фондов***

Прежде, чем предложить какую-либо конкретную методику оценки результатов деятельности паевых инвестиционных фондов в России, нам необходимо сформировать концептуальный подход к анализу ПИФов, учитывающий:

1. трендовую природу рынка акций;
2. различные виды деятельности участников фондового рынка;
3. различные существующие подходы к оценке деятельности участников фондового рынка;
4. особенности отечественного фондового рынка, в частности – его спекулятивный характер и склонность демонстрировать сильные движения котировок, невозможность существенного избежания риска за счёт диверсификации;
5. особенности функционирования отечественных ПИФов, в частности — доминирующую роль ПИФов акций и низкую долю открытых ПИФов.

Это позволит нам сформировать методические основы анализа деятельности по доверительному управлению активами отечественных ПИФов, предложить конкретную методику их оценки. Последнее, в свою очередь, даст нам возможность в третьей главе провести научно обоснованную оценку не только деятельности российских паевых фондов, но и компетентности их доверителей – пайщиков (оценку компетентности (обоснованности) доверия).

Ранее нами отмечалось, что доминирующую роль в отечественной индустрии паевых фондов играют фонды акций. Однако как мы показали

выше, отечественному рынку ценных бумаг свойственен ряд особенностей, наиболее релевантными из которых с точки зрения формирования методики оценки деятельности ПИФов являются:

1. недостаточная ликвидность рынка;
2. склонность отечественного рынка ценных бумаг демонстрировать сильные и резкие ценовые движения, особенно – падения; отсутствие нормативно-правовых мер по противодействию сильным падениям рынка в краткосрочном периоде (отсутствие правила «тик вверх»<sup>1</sup>);
3. ограниченность возможности диверсификации риска вложений в ценные бумаги отечественных эмитентов;
4. цены акций большого числа эмитентов не подкреплены стабильно выплачиваемыми дивидендами и являются высоко рисковыми активами;
5. сильная зависимость от ситуации в стране и, следовательно, от биржевых цен на сырьевые товары.

Таким образом, рынок ценных бумаг в России на сегодняшний день является спекулятивным и высоко рисковым. С одной стороны, это даёт потенциальную возможность извлекать высокую доходность. С другой, при отсутствии действительно профессионального управления — управления, качество которого позволяет нивелировать недостатки развивающегося рынка и эффективно использовать его преимущества — участие в ПИФах может быть просто опасным для благосостояния пайщиков.

Но высоко рисковым является не только отечественный рынок ценных бумаг. Отдельные сегменты даже такого развитого и массового (с точки зрения участия населения в инвестировании) фондового рынка, каким является, например, фондовый рынок США, мы вполне можем назвать спекулятивными и высоко рисковыми. Особенно это справедливо для высокотехнологичного сегмента фондового рынка — NASDAQ. На рисунке 2.1 представлена динамика индекса NASDAQ примерно за 10 лет [65, С.12].

---

<sup>1</sup> Как упоминалось в главе 1, правило «тика вверх» («uptick rule»), действующее на некоторых площадках в США, не позволяет осуществлять продажу акции без покрытия, если цена последней сделки не превышает цену предыдущей. Это препятствует агрессивной игре на понижение.



Рисунок 2.1 — Динамика индекса NASDAQ

Из рисунка 2.1 видно, что на графике индекса присутствуют сильные тенденции различной продолжительности и силы, которые явно не могут объясняться исключительно изменением фундаментальных условий; по крайней мере, в определённые периоды времени на рынке NASDAQ именно спекулятивные силы играют доминирующую роль. Такая ситуация представляется справедливой и для многих товарных рынков. Таким образом, российский фондовый рынок не является исключением, и можно разумно полагать, что зарубежными учёными и специалистами-практиками накоплен богатый опыт работы на всех сегментах фондового рынка — в том числе и на спекулятивных рынках.

На основании изучения и синтеза позиций различных авторов мы предлагаем систему критериев оценки деятельности российских ПИФов в части осуществления ими доверительного управления имуществом, которые и послужат концептуальным основанием методики оценки их работы,

разработка которой является основной задачей, решаемой в данной главе нашего диссертационного исследования.

Для решения этой задачи рассмотрим некоторые концепции, связанные как с управлением активами при совершении операций на спекулятивных рынках, так и с классическими теориями инвестирования в финансовые активы. При этом необходимо отметить, что мы вовсе не придерживаемся мнения о том, что паевые фонды должны заниматься в основном краткосрочными спекулятивными операциями, но мы уверены, что особенности рынка, на котором они работают, в частности, его спекулятивный характер и склонность демонстрировать сильные и резкие падения, высокий недиверсифицируемый риск, должны находить отражение как в инвестиционной деятельности фондов, так и в принципах и методах, используемых при оценке этой деятельности.

Как было показано выше, фондовые рынки склонны демонстрировать тенденции движения цен различной длительности и силы. Теоретическое объяснение этого явления содержится в *теории рефлексивности* известного финансиста Дж. Сороса, которая изложена им в работе «Алхимия финансов» [104, С. 34-107]. Эта теория, как представляется, даёт полное объяснение подверженности движения цен акций различным тенденциям. Дж. Сорос обращает внимание на фундаментальное отличие естественных наук от социальных — социальные науки изучают явления, участники которых способны мыслить, то есть, воспринимать информацию и принимать решения уже на основе восприятия, которое несовершенно.

На основе несовершенного восприятия участников формируются их ожидания. Эти ожидания далее оказывают прямое воздействие на дальнейший ход событий через действия участников. Дальнейшее развитие событий, в свою очередь, вновь через процесс восприятия участников сформирует их ожидания. Взаимосвязь, которая в результате образуется, является двусторонней. Дж. Сорос представляет её в виде двух функций: «Я буду называть усилия участников по пониманию ситуации когнитивной или

пассивной функцией, а воздействие их умозаключений на ситуацию в реальном мире – воздействующей или активной функцией» [104, С. 50].

При этом каждая из этих функций является аргументом другой, результатом их взаимодействия является не достижение равновесной цены, а то постоянное движение цен, которое наблюдается, в частности, на рынках акций или фьючерсных контрактов. В результате на финансовых рынках возникает то, что Дж. Сорос называет «самоусиливающимся процессом»: рост цены сам по себе вызывает дальнейший рост, падение – дальнейшее падение. Когда процесс движения цен в какую-либо сторону заходит достаточно далеко, участниками начинают овладевать сомнения в его способности продолжаться, что приводит сначала к колебаниям котировок и коррекциям, которые ещё более подрывают ожидания, а затем — и к развороту тенденции, после чего процесс повторяется, только теперь уже — в обратную сторону.

Для целей нашего исследования необходимо понимать, что более спекулятивный рынок в большей степени подвержен возникновению подобных процессов с положительной обратной связью, особенно — если его нормативно-правовая база не предусматривает защиты от «медвежьих набегов» (агрессивной игры на понижение). Профессиональная стратегия управления капиталом должна учитывать это свойство рынка, и предусматривать соответствующие методы защиты от негативного развития событий.

Управление капиталом подразделяют на пассивное и активное. При пассивном управлении позиции открываются на длительный срок с редким их изменением; инвестирование проводится так, как если бы рынок был относительно эффективным, структура портфеля обычно соответствует какому-либо индексу, инвестор при этом получает нормальное соотношение доходности и риска; активное управление предполагает применение некоторых методик, направленных на выявление неверно оцененных ценных бумаг [117, С.851]. Мы считаем, что, учитывая перечисленные выше

особенности (недостатки) отечественного рынка акций, профессиональное управление капиталом должно носить активный характер, чтобы называться таковым.

Специалисты выделяют два основных подхода к активному управлению капиталом: *фундаментальный анализ* и так называемый *технический* или *графический* анализ [92, С. 14-15]. (Следует отметить, что в связи с отсутствием рынка акций в СССР в данной предметной области была практически полностью заимствована терминология из английского языка).

Фундаментальный анализ предполагает анализ фундаментальных, а не конъюнктурных (технических), факторов, оперируя такими понятиями, как «внутренняя» или «фундаментальная» стоимость ценной бумаги, а также понятиями «недооценка» и «переоценка» ценных бумаг; аналитик, использующий фундаментальный анализ, стремится найти ценные бумаги, «внутренняя» или «истинная» (по его мнению) стоимость которых недооценена по сравнению с рыночной ценой [67, С.201]. Данный вид анализа сложен и необходим для осуществления долгосрочных инвестиций. Он учитывает такие факторы, как деятельность предприятия-эмитента, состояние отрасли, общеэкономических факторов, предполагает использование различных эконометрических моделей и т.д. Этот вид анализа может использоваться для прогнозирования долгосрочной тенденции динамики курса какой-либо одной ценной бумаги или всего рынка либо его сектора [113, С. 68-70].

Технический анализ Ю.В. Жваколюк определяет как «исследование динамики рынка, чаще всего посредством графиков, с целью прогнозирования дальнейшего направления движения цен» [51, С.23]. В основе данного анализа — распространённый тезис о том, что «курс учитывает всё» [94, С. 35]. Э.Л. Найман так развивает эту мысль: «Суть этого утверждения заключается в том, что любой фактор, влияющий на цену — экономический, политический или психологический — уже учтен рынком и включен в цену. Поэтому изучение графика цены — это все, что требуется

для прогнозирования». Технические аналитики, таким образом, принимают решения в основном с использованием прошлой ценовой динамики, что приводит к возникновению «самоусиливающихся процессов» – в том числе, и опасных падений рынка.

С другой стороны, специалистами по техническому анализу накоплен богатый опыт оценки инвестиционных стратегий. При этом их взгляды и методические подходы сформировались в условиях практической деятельности, что делает этот опыт особенно ценным. В частности, очень интересными представляются некоторые их идеи относительно вопросов оценки риска деятельности управляющего. Далее эти идеи будут нами использованы.

Для нас также важно, что технический анализ предполагает использование котировок акций для их же прогнозирования. Те резкие «обвалы», которые мы видели на графике индекса РТС (рисунок 1.9), на наш взгляд однозначно свидетельствуют о том, что на отечественном рынке достаточно большое число участников используют именно технический анализ (поскольку фундаментальные факторы просто не могут изменяться с такой быстротой), причём число этих участников-спекулянтов вполне достаточно для того, чтобы устроить «медвежий набег» — обеспечить очень существенное падение рынка за очень короткий срок. Это ещё раз подтверждает высказанный нами ранее тезис о спекулятивном в значительной степени характере отечественного развивающегося фондового рынка.

Однако пайщики ПИФов обычно вкладывают средства на длительный срок, и фактически (из-за издержек и зачастую срочного характера инвестирования) не имеют возможности защищаться от «обвалов» рынка. При этом, они, видимо, сами не являются профессиональными управляющими активами, и в случае начала сильного падения рынка именно профессиональный менеджмент фонда должен защитить их благосостояние. Очевидно, сделать это он может двумя путями: либо выводя средства из

акций вообще (если это позволяют правила фонда), либо — размещая их в менее спекулятивные акции, например, те, котировки которых подкрепляются стабильной высокой прибылью компании. В случае же, если менеджеры фонда не в состоянии эффективно защитить интересы пайщиков от чрезмерного риска, мы можем говорить о том, что доверие не является компетентным (доверие управляющим со стороны пайщиков не является обоснованным).

Перефразируя высказанное ранее, можно сказать, что при работе на развивающемся рынке акций присутствует риск, защиту пайщика от которого и должен обеспечить профессиональный менеджер фонда — если он действительно является таковым. Однако понятие «риск» является неоднозначным – требуется анализ различных подходов к его определению.

Определим понятие риска и возможности его измерения. Одним из важнейших элементов управления портфелем активов, особенно спекулятивных, является управление капиталом и контроль риска [127, С. 35-49]. Понятие «риск» требует особого рассмотрения, поскольку именно оценка риска является существенным элементом любой методики оценки качества управления.

По мнению У. Шарпа, наиболее распространённой в академической литературе мерой риска является стандартное отклонение (дисперсия) распределения доходности портфеля: «Фактически все учебники по инвестированию... определяют инвестиционный риск портфеля как изменчивость доходности, которая измеряется стандартным отклонением (дисперсией) распределения доходности портфеля.»[117, С.179]. Таким образом, при использовании этого определения понятия «риск» и «изменчивость», фактически, отождествляются. Однако в какой степени такой подход является обоснованным?

Толково-словообразовательный словарь Т.Ф. Ефремовой даёт следующее определение понятия риск: «Возможная опасность... Возможный убыток или неудача в каком-либо деле» [50, С.214]. Интуитивно, риск для нас

отождествляется с чем-то нежелательным, но отнюдь не с изменчивостью ситуации – которая может предполагать как ухудшение, так и улучшение.

Так почему же такое определение риска получило столь широкое распространение и в каких случаях оно применимо? У.Ф. Шарп даёт на первый вопрос следующий ответ: «Стандартное отклонение является гораздо более простым в вычислении, чем любая альтернативная мера... Г. Марковиц изначально... предполагал, что мера риска включает в себя только негативные результаты. В дальнейшем он отказался от этого подхода в пользу стандартного отклонения, чтобы упростить вычисления» [117, С. 180].

Понятно, что самый существенный недостаток использования стандартного отклонения как меры риска — заниженная оценка управляющего, способного демонстрировать преимущественно положительные доходности.

Относительно условий применимости стандартного отклонения как меры риска мнения авторов разделились. У. Шарп указывает, что этим условием является нормальное распределение доходности, другие авторы в своих работах отмечают, что использование стандартного отклонения приемлемо даже при отсутствии нормальности распределения, но при условии, что вероятность получения очень высокой или очень низкой доходности мала [127, С.308-317]. Наш взгляд, ответ на данный вопрос можно представить в форме следующих нескольких тезисов:

— если распределение доходностей является симметричным, а вероятность получения больших отрицательных доходностей невелика<sup>2</sup>, достаточным условием является симметричность распределения. Ведь если вероятности получения одинаковых по модулю отклонений доходностей от средней в большую и меньшую стороны примерно равны, то большее стандартное

---

<sup>2</sup> Как будет показано далее, вероятность получения больших отрицательных доходностей сама по себе представляет существенную опасность даже при симметричном распределении доходностей, поэтому представляет собой ещё один существенный аспект инвестиционного риска.

отклонение будет означать возможность получения больших отрицательных доходностей даже в отсутствии нормальности распределения.

— если распределение доходностей демонстрирует существенную асимметрию, как и если существует вероятность получения больших отрицательных доходностей, использование стандартного отклонения в качестве меры риска будет явно недостаточно — необходимо использование инструментов, которые помогут компенсировать недостатки стандартного отклонения как меры риска. Более полное обоснование данного тезиса и описание инструментария, который, на наш взгляд, позволяет полностью оценить риск инвестирования, будет представлено ниже.

Стандартное отклонение вовсе не является единственной мерой риска, используемой на практике. Ранее уже упоминалось, что стандартное отклонение было предложено в качестве меры риска для целей упрощения расчётов. Опыт зарубежных и отечественных специалистов-практиков в области управления активами на фондовых – особенно, спекулятивных — рынках позволяет нам выделить другой подход к определению риска.

Так, в частности, в литературе подчёркивается, что для восстановления капитала после убытков необходимо увеличить его на большую относительную величину, чем та, которая была изначально потеряна (см. табл. 2.1.) [107, С.40].

Таблица 2.1 — Восстановление капитала после убытков

Процент убытка, %	Процент прибыли для достижения уровня безубыточности, %
10	11,1
20	25
30	42,9
40	66,7
50	100

60	150
70	233,3
80	400

Из анализа видно, что, при небольших убытках для восстановления благосостояния потребуется получить доходность примерно того же уровня. Например, чтобы компенсировать отрицательную доходность (убыток) в 10% необходимо в последствии обеспечить положительную доходность (прибыль) в 11,1%. Разность составляет 1,1 процентный пункт. Однако после получения убытка в 50% для восстановления прежнего уровня капитала потребуется обеспечить доходность в 100% — в два раза больше.

При этом, если распределение доходностей рынка акций (и результатов деятельности управляющего) можно считать симметричным, это означает, что вероятность получения большого убытка и большой прибыли примерно одинакова (по крайней мере, сопоставима). И если участник рынка получает отрицательную доходность в 50%, а затем — аналогичную положительную доходность, его капитал уменьшится на 25%. Аналогичным будет результат и в случае, если сначала будет получена положительная доходность, а потом — отрицательная.

Следовательно, *возможность получения больших отрицательных доходностей представляет собой существенную опасность*. Эта опасность проявляется тем больше, чем с большими *отрицательными* доходностями нам приходится сталкиваться. Чтобы понять всю опасность этого явления, следует рассмотреть предельный случай: если доходность инвестора составит (-100%), он будет попросту разорён и восстановить свой капитал уже не сможет. Этот важный аспект риска не всегда можно оценить по стандартному отклонению.

Также следует отметить, что вероятность того, что инвестор будет «ждать» потери всех доверенных управляющему средств, невелика. Как отмечает известный учёный и специалист-практик в области управления

активами на финансовых рынках Дж. Швагер, инвесторы начинают разочаровываться в компетенции управляющего и выводить свои средства в массовом порядке, получив убыток от 25% до 50% [118, С.734]. Мы не располагаем результатами аналогичных исследований относительно отечественных инвесторов, однако, как представляется, можно вполне разумно полагать, что если действия доверительного управляющего привели к потере трети или половины капитала, вопрос о его компетентности может быть решён инвестором достаточно радикально — особенно в том случае, если инвестор неудачно принял решение о «входе» — близко от максимальной точки стоимости пая ПИФа. Следует также помнить, что отрицательные доходности в десятки процентов за месяц, как было показано ранее, не могут рассматриваться как экстраординарные явления для отечественного рынка акций.

Таким образом, альтернативной мерой риска — особенно при работе на таком волатильном рынке ценных бумаг, как российский, следует рассматривать максимально возможный убыток, который может принести инвестиционная стратегия и тактика управляющего. Такая точка зрения близка к позиции многих известных отечественных и зарубежных специалистов-практиков в области инвестиционной деятельности и технического анализа на фондовом рынке — таких, как М. Королюк [75, С.7-11], Д. Мейерс [127, С.70-76], Т. Стридсман и др. [123, С.84-90; 140, С.74-80]. Также эту точку зрения можно считать «официальной» позицией авторитетного американского журнала «Active Trader», в редакционных статьях которого под «риском» подразумевается именно размер возможного убытка [121, С.85; 122, С.92].

Следовательно, если исходить из такого понятия риска, важнейшей обязанностью менеджеров фонда является обеспечение *контроля риска* — недопущение получения таких потерь, которые заставляли бы массового инвестора уходить с убытком.

Теперь мы можем оценить, в какой степени стандартное отклонение является достаточной мерой риска при оценке результатов деятельности управляющего, работающего на отечественном фондовом рынке. Ранее, в таблице 1.5, были представлены месячные доходности индекса РТС. Проверим их на нормальность и симметричность распределения, взяв данные за первые четыре года, используя программный продукт «STATISTICA 6.0» (рисунок 2.2).

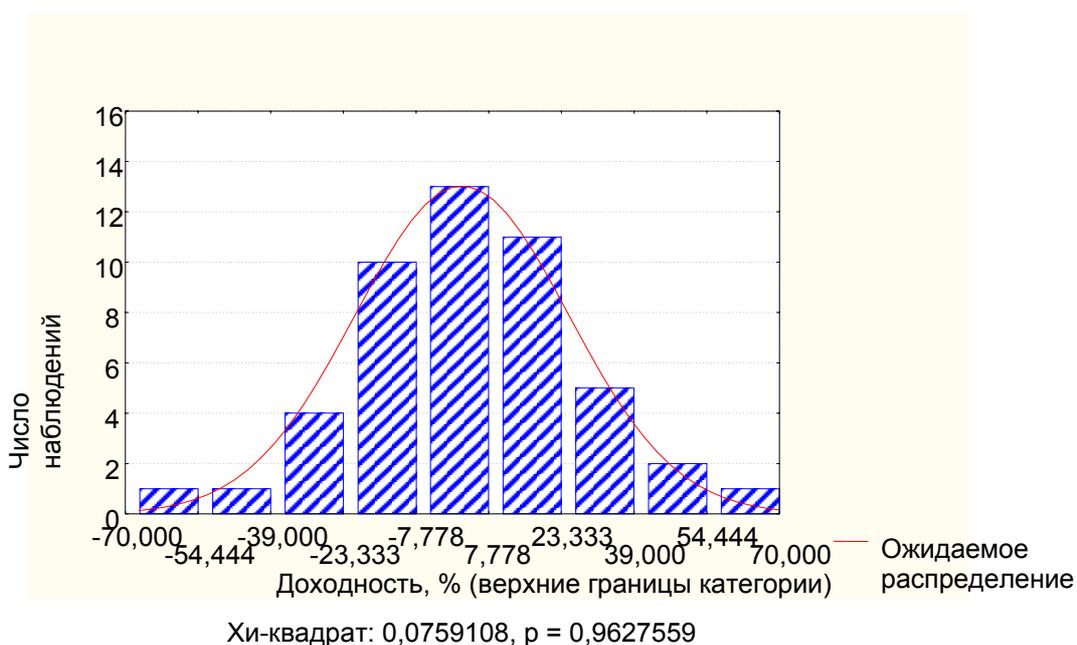


Рисунок 2.2 — Проверка нормальности доходностей индекса РТС

Как видно, при проверке по критерию «хи-квадрат» распределение месячных доходностей индекса РТС является нормальным с вероятностью порядка 96%. При изменении числа столбцов гистограммы либо варьировании временного интервала нормальность может нарушаться из-за небольшого числа точек данных. В любом случае, распределение является достаточно симметричным — вероятность получения одинаковых по модулю доходностей выше и ниже средней доходности если и не равна, то сопоставима.

Тем не менее, гистограмма показывает вероятность получения больших отрицательных доходностей. Следовательно, при пассивном управлении капиталом стандартное отклонение может быть использовано в качестве меры риска, однако не будет достаточным инструментом. Оценка вероятности получения больших убытков и степени защищённости пайщика от развития событий по такому сценарию должны оцениваться отдельно (описание необходимого для этого инструментария будет представлено ниже). В какой степени можно использовать стандартное отклонение для оценки риска управления капиталом отечественных ПИФов? Аналогичным образом нами была построена гистограмма месячных доходностей одного из работающих длительное время на рынке фондов — «Паллада Корпоративный» (рисунок 2.3).

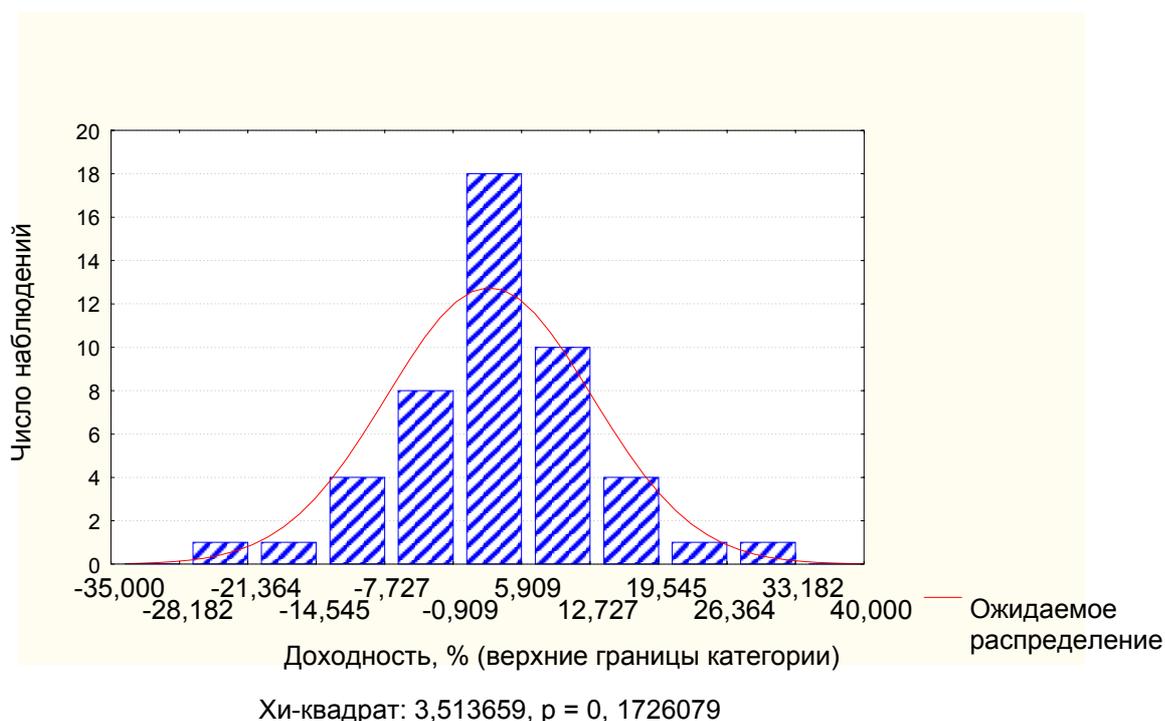


Рисунок 2.3 — Проверка нормальности доходностей ПИФа «Паллада Корпоративный»

Можно заметить, что хотя распределение доходностей и не является нормальным (в нём чрезмерно велика доля небольших доходностей), его вполне можно рассматривать как симметричное. При этом также сохраняется вероятность получения существенных отрицательных доходностей (следует

отметить, что рисунки 2.2 и 2.3 были построены по данным, соответствующим различным временным интервалам, в связи с чем напрямую их сопоставлять не следует).

Таким образом, стандартное отклонение, как представляется, может быть использовано как один из способов измерения риска, что делает применимым один из наиболее распространённых показателей оценки инвестиционной деятельности — коэффициент Шарпа (рассматривается далее).

Рассмотрим некоторые подходы к оценке результативности инвестиционной деятельности на фондовом рынке.

*Доходность за период* — общеизвестный показатель, характеризующий абсолютный (без учёта риска) результат инвестиционной деятельности за рассматриваемый период ( $r$ ). Доходность за период может быть рассчитана по следующей очевидной формуле (2.1):

$$r = \frac{A_1 - A_0}{A_0} * 100 \% , \quad (2.1)$$

где  $A_1$  — стоимость актива по состоянию на конец периода (начало следующего периода);

$A_0$  — стоимость актива по состоянию на начало периода (конец предыдущего периода).

Именно доходность отражает прирост благосостояния инвестора, то есть, эффект от использования его фактора производства. Именно доходность, как нам представляется, является тем показателем, который некоторые фонды пытаются навязать потенциальным пайщикам в качестве критерия принятия решений через телевизионную рекламу. Однако если речь идёт о фондовом рынке, прошлая доходность активов в большинстве случаев не является гарантией получения аналогичной доходности в будущем. Кроме того, доходность отражает лишь результат инвестирования, без учёта риска, на который пришлось пойти, чтобы получить этот результат.

*Коэффициент Шарпа (коэффициент «доходность-разброс»,  $RVAR$ , *reward-to-variability ratio*)* представляет собой соотношение сверхдоходности фонда (т. е. превышения его доходности над доходностью безрискового актива) и оценки его риска, под которым в данном случае подразумевается стандартное отклонение. Коэффициент Шарпа вычисляется по следующей формуле [117, С.899]:

$$RVAR = \frac{r - r_f}{\sigma}, \quad (2.2)$$

где  $r$  – средняя доходность портфеля;

$r_f$  – средняя доходность безрискового актива;

$\sigma$  - стандартное отклонение доходности за период.

При этом Дж. Швагер рекомендует использовать среднее геометрическое для вычисления средней доходности портфеля, поскольку «средняя геометрическая доходность, выраженная в процентах годовых в точности эквивалентна средней годовой доходности с учётом реинвестиций» [118, С.739]. Однако на наш взгляд, это невозможно в случае наличия отрицательных доходностей. Вследствие этого целесообразно использовать аналогичный с точки зрения методологии подход — эквивалентную ставку доходности, под которой мы будем понимать такую месячную ставку, которая дала бы за аналогичный период аналогичный прирост стоимости активов:

$$A_1 = A_0 (1 + r)^n \quad (2.3)$$

где  $A_0$  — стоимость пая по состоянию на начало периода анализа;

$A_1$  — стоимость пая по состоянию на конец периода анализа;

$n$  — число месяцев;

$r$  — эквивалентная месячная ставка.

В формуле (2.3) известными являются все величины, кроме искомой  $r$  – которая, следовательно, может быть легко вычислена.

Коэффициент Шарпа является очень распространённым, позволяет нормировать прибыль и сравнить результаты деятельности различных управляющих, однако ему также присущ ряд недостатков, в значительной степени вытекающих из-за использования стандартного отклонения в качестве меры риска, в частности:

— отсутствие различий между колебаниями стоимости активов вверх и вниз [117, С.739]. В случае, если благодаря эффективной стратегии инвестирования распределение доходностей управляющего не будет симметричным (если благодаря контролю риска получение больших отрицательных доходностей исключается), использование коэффициента уже не будет в полной мере оправдано из-за того, что стандартное отклонение перестанет быть адекватной мерой риска (рисунок 2.4);

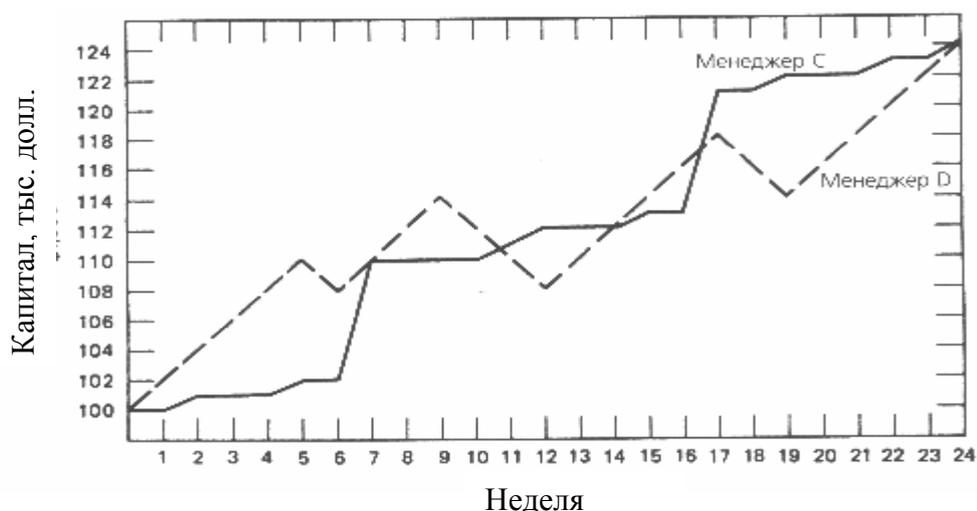


Рисунок 2.4 — Сравнение управляющего с высокой волатильностью, вызванной резким ростом активов при отсутствии падения стоимости активов (менеджер С), и управляющего с падениями стоимости активов (менеджер D)

— отсутствие различий между чередующимися и последовательными убытками [117, С.739]. Ранее нами уже было показано, что для компенсации отрицательной доходности необходима большая по модулю положительная

— и ситуация, при которой активы падали, например, в течение нескольких месяцев, является особенно опасной. Однако стандартное отклонение не зависит от последовательности выигрышных и убыточных периодов (рисунок 2.5);



Рисунок 2.5 — Сравнение двух управляющих с одинаковой доходностью и стандартным отклонением, но с различной последовательностью месячных прибылей и убытков (менеджер F получает несколько месячных убытков подряд, в отличие от менеджера E)

— трудность измерения безрисковой ставки [117, С.905-906]. Сама задача определения «безрисковой» ставки является достаточно проблематичной — особенно в условиях развивающегося фондового рынка.

Наиболее существенными из перечисленных недостатков коэффициента Шарпа, как нам представляется, являются первые два, вследствие чего он не позволяет составить представление о компетентности управляющего с точки зрения его способности контролировать риск (не допускать больших убытков).

Тем не менее, коэффициент Шарпа может оказаться в ряде случаев очень полезным — например, если необходимо провести сопоставление качества

управления менеджеров фонда акций и фонда смешанных активов, когда непосредственное сопоставление доходностей окажется неприемлемым.

Человек часто в состоянии лучше воспринимать информацию, представленную в графическом виде, нежели числовые данные. Поэтому в сфере инвестирования получил широкое распространение анализ различных графиков и диаграмм. Не стала исключением и сфера оценки результативности инвестирования, в которой интересными являются представленные ниже графические инструменты анализа.

*Распределение доходностей, представленное в форме гистограммы.* Гистограмма является традиционным способом оценки распределения случайной величины. В частности, можно сразу оценить симметричность её распределения — и вероятность получения больших отрицательных доходностей. Примеры использования этого инструмента были представлены выше (см. рисунки 2.2 и 2.3).

Следующий графический инструмент анализа — *кривая стоимости пая (КСП)*, дающая представление о качестве управления по графику стоимости активов, находящихся в управлении; для случая ПИФов — стоимости пая фонда (*не* стоимости чистых активов); для случая «индивидуальных», а не коллективных инвестиций — кривая капитала или стоимость активов. Дж. Швагер рекомендует строить подобного рода кривые следующим образом (мы адаптировали его рекомендации для случая ПИФа) [118, С.756-760]. Первоначальная стоимость пая (по состоянию на начало интервала анализа) принимается равной 1 ден. ед. Каждое последующее значение КСП вычисляется по формуле:

$$КСП_i = КСП_{i-1} * (1+r_i) \quad (2.4)$$

где  $КСП_i$  — стоимость пая на конец данного периода,

$КСП_{i-1}$  — стоимость пая на конец предыдущего периода,

$r_i$  — доходность, полученная ПИФом в течение данного периода.

Дж. Швагер также рекомендует рассчитывать подобные кривые с периодичностью 1 месяц [118, С.757].

Кривая стоимости пая должна демонстрировать тенденцию к росту во всём периоде тестирования. Тем не менее, поскольку паевые фонды не могут совершать продаж без покрытия, прирост стоимости пая возможен лишь в случае роста котировок соответствующих ценных бумаг. Следовательно, могут допускаться некоторые просадки (падения капитала) во время длительного отсутствия благоприятных движений рынка. Тем не менее, в свете сказанного выше, важным является поведение КСП на этапах «падающего» рынка — когда появляется возможность определить, насколько действительно стратегия управления имуществом фонда позволяет пайщикам не беспокоиться за своё благосостояние в случае неблагоприятного развития ситуации на рынке.

Для наглядной оценки падений стоимости пая, которые могут происходить из-за получения нескольких отрицательных периодических (например, месячных) доходностей подряд, целесообразно использовать так называемые *подводные кривые*. Дж. Швагер так описывает данный аналитический инструмент: «Подводная кривая изображает процентное снижение... (в данном случае — стоимости пая) на конец каждого месяца, измеренное от предыдущего максимума ... Другими словами, подразумевая начало месяца в качестве даты начала торговли, подводная кривая отражает наибольший процентный убыток, относя его на конец месяца и предполагая, что счет был открыт в наихудший из возможных предыдущих моментов начала торговли (на предыдущем максимуме стоимости активов)... Подводная кривая отражает максимально возможную переоценку активов в каждой точке...» [118, С. 756-757].

Указанные графические техники позволяют наглядно оценить качество управления в динамике, показать, в какой степени менеджеры ПИФа используют восходящие движения рынка, и в какой мере им удаётся защитить своих инвесторов от падений последнего. Кроме того, графические техники могут быть использованы на сравнительно небольших временных интервалах — что может быть особенно важно для оценки недавно

появившихся ПИФов (например, закрытых фондов акций) — история деятельности которых непродолжительна.

Пример построения кривой стоимости активов и подводной кривой для пассивной инвестиционной стратегии, заключающейся в приобретении индексного портфеля (по индексу РТС) представлен на рисунках 2.6 и 2.7. На рисунке 2.6 представлена кривая стоимости активов — результат использования указанной инвестиционной стратегии.

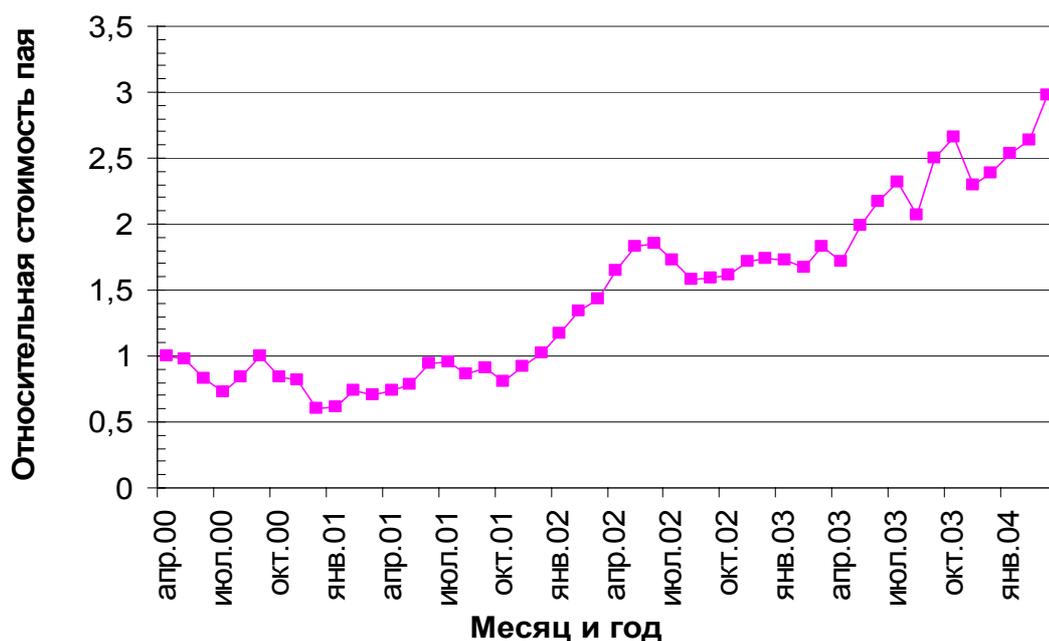


Рисунок 2.6 — Пример кривой стоимости активов (кривой стоимости пая) инвестиционной стратегии

Из рисунка видно, что по итогам управления инвестиционная стратегия позволила добиться существенного прироста стоимости управляемых активов. Данное представление результатов также позволяет наглядно оценить распределение этих результатов по времени — по итогам первого года инвестиционная стратегия положительных результатов практически не продемонстрировала.

При этом трудно оценить глубину падений («просадок») стоимости управляемых активов. Это позволяет сделать подводная кривая, соответствующая представленной выше кривой стоимости пая (рисунок 2.7).

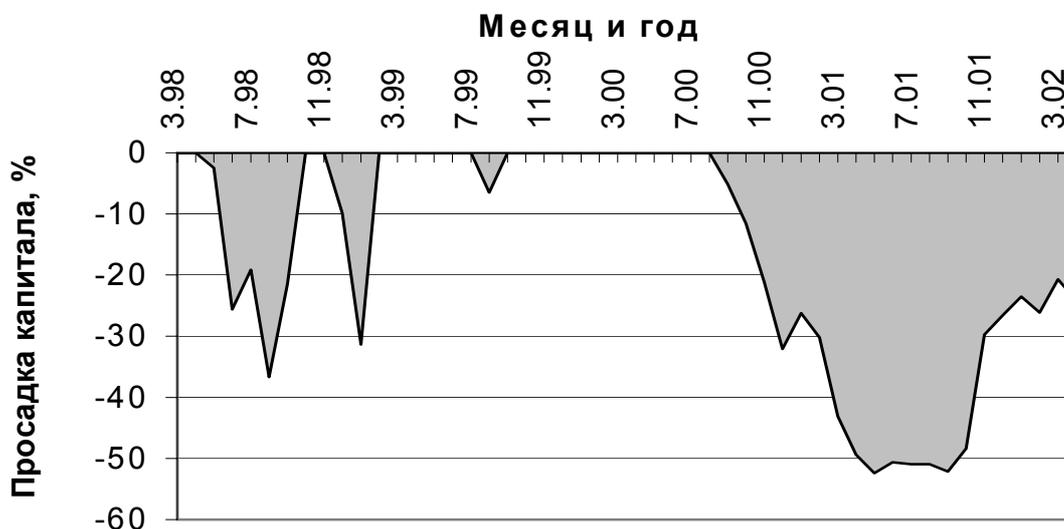


Рисунок 2.7 — Пример подводной кривой инвестиционной стратегии

Как видно из рисунка 2.7 инвестиционная стратегия демонстрировала очень глубокие просадки капитала: так, инвестор, принявший решение об использовании данной стратегии в августе 2000 г. (когда рынок уже прошёл минимальную точку падения, вызванного кризисом 1998 г.), всего через несколько месяцев увидел бы падение своего капитала на 40%. Вполне вероятно, что инвестор, принявший решение о «входе» в последнем полугодии 2000 г., вскоре был бы вынужден уйти с убытком.

Наряду с графическими техниками для отграничения результатов, полученных благодаря деятельности управляющего от результатов, полученных благодаря движениям рынка, во многих случаях может быть использован показатель «апостериорная альфа»: «Чтобы оценить собственный риск фонда и искусство управляющего, прирост стоимости пая

необходимо очистить от рыночного влияния. Этого можно добиться, сравнивая доходность фонда с доходностью рыночных индексов. Мерой такого сравнения является показатель под названием апостериорная альфа. Он показывает разницу между доходностью фонда и доходностью некоего абстрактного эталонного портфеля (benchmark portfolio). Чем больше апостериорная альфа, тем выше искусство менеджера в управлении портфелем. Если альфа ниже нуля, то это означает, что управляющий не может идти даже в ногу с рынком» [46, С.15].

Апостериорная альфа выводится из следующей простой регрессионной модели («рыночной модели») [117, С.207]:

$$r = \alpha + \beta R + \varepsilon , \quad (2.5)$$

где  $r$  — доходность портфеля;

$\alpha$  — альфа-коэффициент (смещение доходности портфеля относительно индекса);

$\beta$  — бета-коэффициент портфеля, отражающий чувствительность доходности бумаги или портфеля к доходности на рыночный индекс;

$R$  — доходность соответствующего индекса;

$\varepsilon$  — случайная погрешность (остаток).

Если нам известны наборы периодических доходностей портфеля и индекса, то задача определения коэффициентов сводится к задаче регрессионного анализа, которая легко решается посредством любого статистического программного пакета. Пример данной операции представлен на рисунке 2.8.

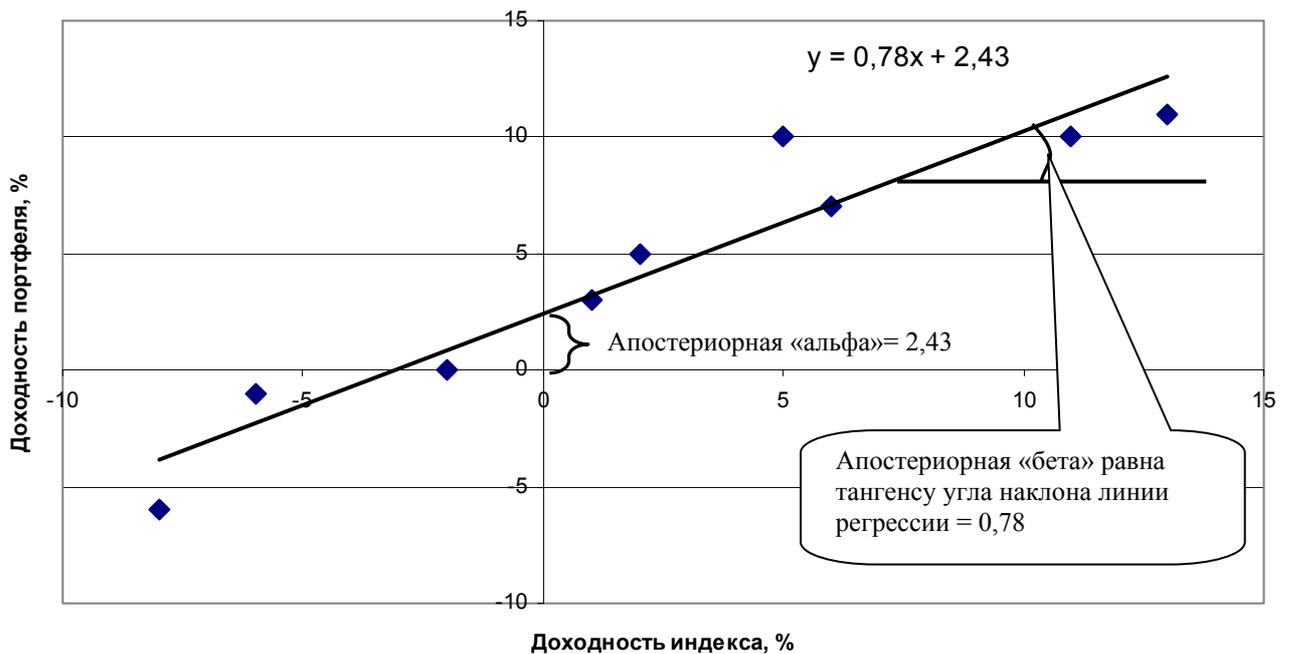


Рисунок 2.8 — Получение апостериорных коэффициентов «альфа» и «бета»

Из представленного нами на рисунке 2.8 условного примера видно, что периодическая (например, месячная) доходность инвестиционного портфеля в среднем за рассмотренный период была смещена относительно доходности индекса рынка на 2,43 процентных пункта вверх. При этом при изменении индекса на 1% стоимость активов портфеля в среднем отклонялась на 0,78% в ту же сторону. При вычислении коэффициентов «альфа» и «бета» также проверяется их статистическая значимость. Кроме них, рассчитывается ещё один важный параметр регрессионной модели – коэффициент детерминации  $R^2$ . Коэффициент детерминации показывает, какая доля вариации зависимой переменной (Y) «объясняется» независимой (X). В нашем случае зависимой переменной является доходность актива, независимой — доходность индекса.

Таким образом, в составе нашего инструментария имеются следующие аналитические показатели:

— *показатели доходности*, которые позволяют оценить абсолютный эффект управления активами за период, однако не учитывают риск, на который управляющий пошёл ради достижения этого эффекта.

— *коэффициент Шарпа* позволяет сопоставить результаты деятельности различных фондов с учётом риска инвестирования, под которым в данном случае понимается стандартное отклонение доходностей.

— *графические техники анализа* позволяют наглядно оценить, в какой степени управляющие фонда способны защитить инвестора (пайщика) в случае, если события на рынке будут развиваться по неблагоприятному сценарию. В частности, подводные кривые позволяют оценить просадки (падения) капитала, а гистограмма доходностей — вероятность получения больших отрицательных доходностей. Эти техники дают возможность оценить второе проявление риска, который здесь рассматривается не как стандартное отклонение доходности (изменчивость стоимости пая), а как возможность получения большого убытка.

— *апостериорная альфа* позволяет оценить, насколько менеджер в состоянии в среднем «переиграть» рынок.

Предложенный нами набор инструментов учитывает особенности отечественной отрасли паевых фондов и отечественного рынка акций в целом: графические техники анализа позволяют оценить вероятность и возможность получения больших убытков — что необходимо, если учесть спекулятивный характер отечественного рынка акций, его склонность демонстрировать сильные ценовые движения, а также — значительный удельный вес интервальных и закрытых фондов, пайщики которых в большинстве случаев не могут быстро реализовать свои активы. Выбранный состав показателей также отражает доминирование фондов акций и смешанных фондов на российском рынке — и незначительную долю прочих

ПИФов. В составе предложенных показателей отсутствуют показатели издержек управления, оплачиваемых за счёт имущества фонда — прежде всего потому, что напрямую они не являются свидетельством качества (эффективности) деятельности управляющей компании по доверительному управлению активами фонда, и поэтому не рассматриваются в данном разделе. Это также обусловлено их относительно малыми размерами по сравнению с абсолютными значениями доходностей отечественного фондового рынка, которые могут достигать десятков процентов в месяц. По нашему мнению, это делает оценку качества управления существенно более актуальной задачей по сравнению с оценкой издержек пайщиков того или иного конкретного фонда, связанными с оплатой услуг управления. Кроме того, как будет показано в следующей главе, издержки пайщиков различных ПИФов, связанные с участием в них, если не равны, то вполне сопоставимы. Поэтому мы проведём оценку общего уровня издержек пайщиков, характерного для отрасли в целом и, разрабатывая пошаговую методику оценки деятельности по доверительному управлению активами отечественных паевых фондов, предусмотрим сопоставление качества услуг управляющих компаний с их стоимостью для пайщиков.

Таким образом, предложенные нами в данном разделе аналитические инструменты дополняют друг друга, что далее позволит произвести комплексную оценку результатов деятельности ПИФов и достичь основную цель данного диссертационного исследования. Разработанный концептуальный подход позволяет далее разработать конкретную методику оценки качества доверительного управления активами отечественных паевых инвестиционных фондов.

## ***2.2 Методические аспекты анализа результатов и оценки эффективности деятельности паевых инвестиционных фондов России***

В предыдущем параграфе нами был обоснован концептуальный подход к анализу деятельности отечественных паевых инвестиционных фондов. Далее возникает необходимость уточнения отдельных методических вопросов анализа. Прежде всего, требуется уточнение объекта исследования, а также принятие решений по поводу временного масштаба анализа и исходных данных, которые будут для него использованы.

Ранее нами было отмечено, что большинство отечественных фондов начали свою деятельность в последние один-два года. С другой стороны, для статистической оценки качества управления активами и профессионализма менеджмента фонда анализ, как представляется, должен проводиться за достаточно длительный период.

Это означает, что большинство фондов, фактически, не могут являться объектами анализа из-за недостаточной длительности истории их деятельности. Состав факторов, которые, как представляется, должны влиять на принятие решения о перечне фондов, которые необходимо рассматривать как объект анализа, представлен ниже.

1. Недостаточность длительности истории многих ПИФов, что не позволяет адекватно оценить качество деятельности по доверительному управлению их активами.
2. Доминирование на отечественном рынке фондов акций; незначительный удельный вес фондов облигаций, денежного рынка, недвижимости и венчурных инвестиций.
3. Существенный удельный вес интервальных фондов, рассчитывающих стоимость своих паев раз в месяц.
4. Трудности с получением данных для анализа. Далеко не все управляющие компании предоставляют на своих интернет-сайтах в удобном для

последующего анализа (табличном виде) данные по стоимости своих паев за достаточно большой период времени.

5. Особенности функционирования открытых и интервальных фондов, их ориентация на мелкого, «розничного» инвестора, вследствие чего они представляют наибольший интерес для анализа (закрытые фонды акций не нацелены на мелкого инвестора: минимальные суммы вложений в них составляют порядка десятков млн. руб. [129], что делает данные инструменты фактически недоступными для большинства населения). С другой стороны, существенная доля закрытых фондов акций не позволяет полностью исключить их из рассмотрения. При этом ещё одним существенным фактором является недостаточная длительность работы закрытых паевых фондов на рынке.

Вследствие перечисленных факторов при разработке методики были выбраны следующие критерии.

Глубина анализа составила приблизительно три года до момента подготовки материалов настоящего диссертационного исследования (с марта 2001 г. по март 2004 г.). Это, с одной стороны, позволяет статистически оценить качество управления, поскольку оценка проводится за достаточно длительный период времени; с другой стороны, число фондов, проработавших всё это время на рынке (данные по которым имеются), также существенно и позволит делать выводы об отрасли в целом.

В качестве исходных были использованы данные, представленные на интернет-ресурсе [www.investfunds.ru](http://www.investfunds.ru) [137], где они предлагаются в свободном доступе и могут быть подвергнуты проверке. В качестве исходных по безрисковым ставкам были взяты значения доходности государственных краткосрочных облигаций (ГКО), представленные на сайте Банка России [128].

В качестве временного масштаба (периодичности, с которой будет проводиться расчёт доходностей и других характеристик управления) был выбран месячный. Данный выбор был обусловлен следующими соображениями:

— оценка паев ряда фондов (интервальных) производится раз в месяц. Использование месячного временного масштаба позволит обеспечить сопоставимость результатов анализа по различным фондам. Таким образом, использование более мелкого временного масштаба мы считаем нецелесообразным.

— использование более крупного масштаба (например, квартальных данных) приведёт к существенной потере информации, уменьшению числа точек данных, что неизбежно отрицательно скажется на качестве результатов анализа.

Таким образом, обследуемую совокупность в целом можно охарактеризовать как отечественные паевые инвестиционные фонды (открытые, интервальные и закрытые фонды акций и смешанных активов), имеющие опыт работы порядка трёх лет по состоянию на апрель 2004 г. В совокупность также были включены закрытые фонды акций и смешанных активов независимо от опыта их деятельности, поскольку число фондов данного типа крайне невелико. Как уже упоминалось ранее, фонды облигаций, недвижимости и т.д. не являются предметом подробного анализа в рамках настоящего исследования вследствие их крайне незначительного веса в индустрии отечественных инвестиционных фондов (кроме того, фонды облигаций могут держать в составе своих активов существенные портфели акций, что, по существу, делает их фондами смешанных активов).

Далее необходимо дать общую характеристику исследуемым фондам — их характеристики в последующем будут влиять на ход анализа и его результаты.

Общая картина фондов, вошедших в исследуемую совокупность, представлена в Приложении Д. В таблице 2.2 по данным Национальной лиги управляющих [129] представлены краткие сведения по фондам, вошедшим в обследуемую совокупность, с разбивкой по признаку срочности инвестирования.

Таблица 2.2 — Краткие сведения по открытым фондам, вошедшим в обследуемую совокупность

№ п/п	Тип фонда*	Наименование	Управляющая компания	Активы по сост. на 10.06.2004, млн. руб.	Сформирован	Минимальная сумма инвестиций тыс. руб.
1	ОА	Добрыня Никитич	ЗАО «Управляющая компания «Тройка Диалог»	1716	10.06.97	50
2	ОА	Ермак - фонд краткосрочных инвестиций	ЗАО «Ермак»	18	15.12.00	2
3	ОА	Паллада - фонд корпоративных ценных бумаг	ЗАО «Паллада Эссет Менеджмент»	97	12.03.97	5
4	ОА	Перспектива	ООО «Управляющая компания «Мономах»	130	29.12.99	50
5	ОА	Петр Столыпин	ЗАО «Объединённая Финансовая группа ИНВЕСТ»	619	28.05.97	3
6	ОА	Фонд Акции	ЗАО «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент»	724	28.02.97	1
7	ОА	Солид-Инвест	ЗАО «Солид Менеджмент»	115	19.04.00	1
8	ОС	Дружина	ЗАО «Управляющая компания "Тройка Диалог»	215	30.03.01	100
9	ОС	Капитал	ЗАО «Управляющая компания "Энергокапитал»	43	12.02.01	0,1
10	ОС	Капитальный	ОАО «Управляющая компания «Пифагор»	47	03.04.01	10
11	ОС	Партнерство	ЗАО «Управляющая компания Интерфин КАПИТАЛ»	44	29.01.98	0,5
12	ОС	Фонд Сбалансированный	ЗАО «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент»	291	22.12.97	1

\* ОА – открытый фонд акций; ОС – открытый фонд смешанных активов.

Можно заметить, что в исследуемую совокупность попали семь фондов акций и пять фондов смешанных активов. В большинстве открытых фондов

минимальная сумма инвестирования является несущественной (так, чтобы стать пайщиком ПИФа «Пётр Столыпин» потребуется не менее трёх тысяч рублей, для инвестирования в ПИФы «Солид-Инвест», «Фонд Сбалансированный», «Фонд Акции» будет достаточно одной тысячи, а обладая всего 100 рублями, можно стать реальным пайщиком фонда «Капитал»). Можно говорить о том, что открытые фонды потенциально могут выполнять функции по привлечению средств массового «розничного» пайщика в инвестиционный оборот. Более того, следует отметить, что в исследуемую совокупность попали фонды с сильно различающимися показателями стоимости активов и опыта работы. Также можно заключить, что массовому инвестору доступны как фонды акций, так и фонды смешанных активов.

В таблице 2.3 представлены краткие сведения по интервальным фондам, вошедшим в исследуемую совокупность.

Таблица 2.3 — Краткие сведения по интервальным фондам, вошедшим в обследуемую совокупность

№ п/п	Тип фонда*	Наименование	Управляющая компания	Активы по сост. на 10.06.2004, млн.руб.	Дата формирования	Минимальная сумма инвестиций, тыс.руб.
1	ИА	Высокие технологии	ЗАО «Управляющая компания «Менеджмент Центр»	348	31.07.01	6000
2	ИА	Энергия	ООО Управляющая компания «Мономах»	33	23.05.99	50
3	ИА	ЛУКОЙЛ Фонд Отраслевых инвестиций	ЗАО «Управляющая компания НИКойл»	2866	04.06.99	10
4	ИА	ЛУКОЙЛ Фонд Первый	ЗАО «Управляющая компания НИКойл»	7003	13.02.99	10
5	ИА	Поддержка	ЗАО «Паллада Эссет Менеджмент»	104	15.03.00	100

Продолжение таблицы 2.3

6	ИА	ЛУКОЙЛ Фонд Перспективных вложений	ЗАО «Управляющая компания НИКойл»	2042	21.09.99	10
7	ИА	Нефтяной Фонд Промышленной Реконструкции и Развития	ЗАО «Управляющая компания «Менеджмент Центр»	2036	07.10.97	не установлена
8	ИС	Солид Интервальный	ЗАО «Солид Менеджмент»	35	14.11.00	10
9	ИС	Алемар - первый сибирский	ОАО Управляющая компания Алемар	41	31.10.98	5
10	ИС	Петербургский Промышленный	ЗАО Санкт-Петербургская Центральная Управляющая	4	07.09.00	10
11	ИС	Альфа-Капитал	ООО «Управляющая компания «Альфа-Капитал»	1175	28.09.00	5

\* ИА – интервальный фонд акций; ИС – интервальный фонд смешанных активов.

Как видно из таблицы 2.3, число вошедших в исследуемую совокупность интервальных фондов примерно сопоставимо с числом открытых. Минимальные суммы инвестиций, хотя и несколько превышают аналогичные показатели фондов акций, всё же, на наш взгляд, могут в подавляющем большинстве случаев считаться доступными для массового инвестора. Этого нельзя сказать о большинстве закрытых фондов, краткие сведения по которым представлены в таблице 2.4.

Можно сделать вывод, что закрытые фонды характеризуются прежде всего очень большими минимальными суммами инвестиций, что делает их менее интересными для нашего исследования, поскольку важной функции по привлечению массового инвестора на фондовый рынок они выполнить не в состоянии. Кроме того, небольшое число этих фондов, недавняя история их функционирования, как и отсутствие информации об инвестиционных идеях, для реализации которых эти фонды были учреждены, позволят провести лишь общую оценку их деятельности.

Таблица 2.4 — Краткие сведения по закрытым фондам, вошедшим в обследуемую совокупность

№ п/п	Тип фонда*	Наименование	Управляющая компания	Активы по сост. на 10.06.2004, млн. руб.	Сформирован	Минимальная сумма инвестиций тыс. руб.
1	ЗА	Информационные технологии	ЗАО «Управляющая компания «Менеджмент Центр»	2412	14.11.02	10000
2	ЗА	Медиаинвест	ЗАО «Управляющая компания «Менеджмент Центр»	9260	05.11.02	10000
3	ЗА	Ресурс	ООО «Менеджмент-Консалтинг»	17166	21.07.03	700000
4	ЗС	Фонд Ямал Первый	ОАО «Компания по управлению инвестициями «Ямал»	422	03.06.03	25000
5	ЗС	Объединенный Сибирский	ЗАО Управляющая компания «Брокеркредитсервис»	23	08.09.03	1000

\* ЗА – закрытый фонд акций; ЗС – закрытый фонд смешанных активов.

Таким образом, нами для анализа были отобраны 28 фондов различных типов. Это, на наш взгляд, позволит делать выводы об отрасли ПИФов в целом.

Ранее нами уже упоминалось, что одна из основных целей нашего анализа заключается в оценке обоснованности доверия (компетентности траста) управляющим со стороны пайщиков фондов. Решение этой задачи потребует наряду с оценкой качества управления, предлагаемого управляющей компанией, и оценку издержек, которые пайщики фондов обычно вынуждены нести, чтобы это управление оплатить – мы сможем сопоставить качество услуг с их ценой, степень заботы управляющих компаний об интересах пайщиков со степенью их преследования собственных целей.

В целом, издержки по отрасли представляются нам достаточно высокими. В Приложении Е по данным Национальной лиги управляющих [129]

представлены сведения по некоторым затратам клиентов ПИФов, включённых в исследуемую совокупность, а также доходности фондов. Поскольку порядок значений остаётся достаточно стабильным по всей совокупности, в таблице 2.5 представлены сведения лишь по каждому второму фонду.

Таблица 2.5 — Сведения по периодическим статьям затрат пайщиков фондов

№ п/п	Тип фонда	Наименование фонда	Вознаграждение УК с учётом НДС, %	Вознаграждение спецдепозитария и др., %	Расходы, подлежащие возмещению за счет имущества, составляющего фонд, %
1	ОА	Добрыня Никитич	3	1,8	0,3
2	ОА	Паллада - фонд корпоративных ценных бумаг	2,5	2,2	1,1
3	ОА	Петр Столыпин	3,48	2	0,5
4	ОА	Солид-Инвест	4,32	3	1,5
5	ОС	Капитал	4,2	3,3	1,5
6	ОС	Партнерство	3,6	4,5	1,9
7	ИА	Высокие технологии	3	1,2	2
8	ИА	ЛУКОЙЛ Фонд Отраслевых инвестиций	3,6	0,996	0,528
9	ИА	Поддержка	1,2	1,7	1,7
10	ИА	Нефтяной Фонд Промышленной Реконструкции и Развития	1,8	1,2	2
11	ИС	Алемар - первый сибирский	3,5	3	2
12	ИС	Альфа-Капитал	3,6	2,27	1,23
13	ЗА	Медиаинвест	1,5	0,775	2,4
14	ЗС	Объединенный Сибирский	1,2	6,96	5

Как видно из таблицы 2.5, периодические издержки собственников фонда очень существенны. В большинстве случаев вознаграждение управляющей компании будет превышать 3% (в год), примерно такой же порядок обычно

имеет вознаграждение спецдепозитария. С учётом остальных издержек (включая потери при покупке и выкупе паев), можно предположить, что нормальные издержки «розничного» инвестора будут составлять приблизительно 5-10% годовых. В какой степени можно этот показатель считать существенным и какое внимание ему необходимо уделить при проведении анализа? Сопоставим его со стоимостью брокерского обслуживания на российском рынке (брокер исполняет поручения клиента — его деятельность отличается от деятельности ПИФа в основном тем, что брокер обычно не осуществляет управления активами — не принимает инвестиционных решений, если с ним не заключено соответствующее дополнительное соглашение). По нашему мнению, задача сопоставления стоимости услуг ПИФов и услуг брокерских компаний даже не требует какого-либо существенного исследования рынка услуг последних — достаточно привести лишь один пример: в достаточно известной на российском рынке крупной брокерской компании Веб-инвест по стандартному контракту на брокерское обслуживание комиссионные по сделке составляют 0,04% от суммы сделки, при этом дополнительная плата за депозитарное обслуживание не взимается [129]. Комиссионное вознаграждение также известной компании «Финам» составляет, к примеру, 0,084% [138]. Если предположить, что пайщики ПИФов — это инвесторы, заинтересованные в достаточно долгосрочном вложении средств, их издержки при обращении к услугам подобной брокерской компании вряд ли превысят 0,5-1% в год — если они в течение года пожелают несколько раз изменить торговые позиции. Выше нами уже было показано, что нормальные издержки «розничного» пайщика отечественного ПИФа будут составлять приблизительно 5-10% годовых. Таким образом, услуги паевого фонда обойдутся вплоть до 10 раз дороже услуг недорогой брокерской компании. Более того, максимальная граница стоимости услуг ПИФов (10%) уже сопоставима с действующими в стране в настоящее время процентными ставками.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что отечественные ПИФы — достаточно дорогой инвестиционный инструмент. Вознаграждение управляющей компании паевого фонда многократно превышает стоимость брокерского обслуживания в недорогой инвестиционной компании (даже с учётом депозитарного обслуживания в случае последней). При этом клиент фактически получает лишь одну дополнительную услугу — принятие за него инвестиционных решений. При этом следует отметить, что фактически эта функция требует использования трудовых ресурсов всего нескольких специалистов, а, как было показано выше, активы многих фондов превышают 1 млрд. руб. (вознаграждение управляющей компании, равное 3% при стоимости активов, равной 1 млрд. руб. фактически означает, что услуги по принятию решений несколькими специалистами обходятся пайщикам примерно в 30 млн. руб. в год). Результаты проведённого нами сопоставления стоимости брокерских услуг и участия в ПИФе на российском рынке необходимо учесть при оценке качества доверительного управления по критериям, выработанным ранее (см. п. 2.1) — необходимо определить, в какой степени высокая стоимость услуг управляющих компаний соответствует качеству их управления. Если этого соответствия обнаружено не будет, можно будет говорить о том, что высокие издержки являются фактором, сдерживающим развитием отрасли ПИФов в России — поскольку издержки пайщиков представляют собой ни что иное, как недополученную доходность, причём достаточно существенную.

Ещё одной важной задачей является выбор эталонного портфеля, который потребуется, в частности, для расчёта ряда показателей эффективности управления (коэффициент Шарпа, апостериорные альфа и бета), как и для графической оценки результативности управления портфелем. В качестве эталонного портфеля целесообразно выбрать один из индексов рынка акций.

Представим динамику доходности распространённых индексов акций отечественного рынка приблизительно за последние три года нарастающим итогом по данным интернет-портала [finam.ru](http://finam.ru) [138].

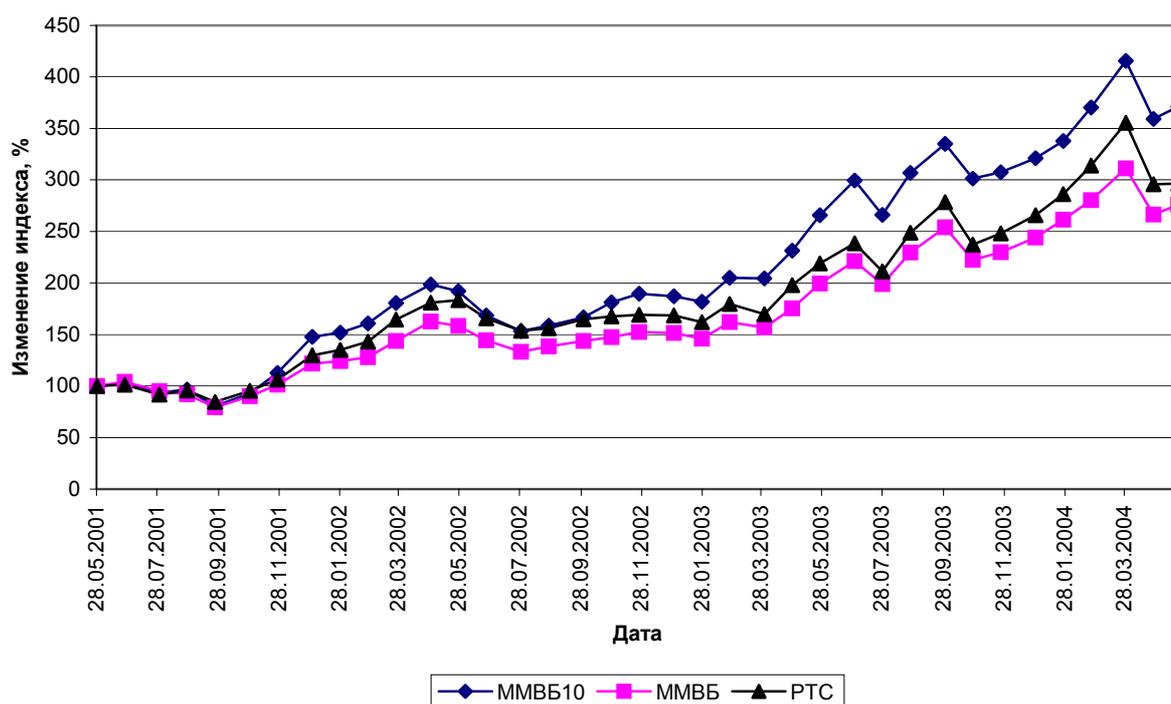


Рисунок 2.9 — Динамика доходности распространённых индексов акций отечественного рынка нарастающим итогом

Как видно из рисунка 2.9, индексы очень тесно коррелируют друг с другом, демонстрируя практически одинаковую динамику. При этом индекс MMVB10 в течение последних лет несколько опережает индексы MMVB и RTS. Для целей дальнейшего анализа выберем индекс RTS, который, на наш взгляд, является традиционным индикатором отечественного рынка акций (в частности, именно этот индекс в качестве эталона используется на интернет-портале Национальной лиги управляющих [129]).

Таким образом, в предыдущем параграфе диссертации нами с учётом характерных особенностей отечественного фондового рынка и отечественной индустрии паевых инвестиционных фондов был сформирован концептуальный подход к оценке качества доверительного управления активами фондов и компетентности доверителей. В данном разделе диссертационной работы мы уточнили отдельные методические аспекты анализа деятельности ПИФов. В частности, были приняты обоснованные

решения по глубине ретроспективного анализа и временному масштабу (периодичности расчёта показателей), по совокупности ПИФов, подлежащих обследованию. Также были подвергнуты оценке издержки пайщика «среднестатистического» российского ПИФа, было показано, что они очень существенны и на порядок превышают издержки на брокерское обслуживание при разумном выборе брокера. Это позволит нам в дальнейшем сопоставить качество услуг управляющих компаний с их стоимостью, предложить направления повышения эффективности деятельности паевых инвестиционных фондов.

На данном же этапе проведённая исследовательская работа позволила нам разработать конкретную методику анализа и оценки деятельности ПИФов, которая будет произведена в третьей главе. Данная методика представляет собой совокупность разработанных выше в разделе методических аспектов исследования и алгоритма проведения исследования, который представлен ниже. Основными направлениями оценки по алгоритму, на наш взгляд, могут быть следующие.

*1. Предварительная оценка эффективности управления фондов (по группам фондов).* На данном этапе планируется произвести расчёт количественных показателей эффективности управления активами фондов с разбивкой по группам. Будут рассчитаны периодические (в том числе, средние) доходности, коэффициент Шарпа, апостериорные альфа и бета. Это позволит составить общее представление об эффективности деятельности управляющих компаний.

*2. Детальная оценка эффективности управления отдельных фондов (по группам фондов).* На данном этапе анализа вдобавок к уже рассчитанным количественным показателям эффективности управления мы используем графические техники анализа: сопоставим кривые стоимости пая с кривыми стоимости эталонного портфеля (индекса РТС), построим «подводные» кривые. Это позволит учесть особенности отечественного фондового рынка (его в значительной степени спекулятивный характер и склонность демонстрировать резкие движения котировок — тенденции или так

называемые тренды); оценить, в какой степени инвесторы того или иного фонда (группы фондов) защищены от негативного развития событий на фондовом рынке. Результаты этого и предыдущего этапов позволят составить достаточно подробное представление об эффективности российской индустрии паевых фондов — как с точки зрения способности управляющих компаний демонстрировать более качественные результаты по сравнению с индексом рынка, так и с точки зрения их способности обеспечить безопасность своих инвесторов-пайщиков на развивающемся отечественном фондовом рынке.

*3. Обобщение полученных результатов, формирование выводов и обоснованных рекомендаций.* Проведённое исследование позволит сделать научно обоснованные выводы относительно эффективности управления отдельными фондами, их групп, отрасли ПИФов в целом. Мы также сможем провести корректное сопоставление качества управления и достаточно высокой цены, которую пайщикам предлагается платить за получаемые услуги по управлению своими активами. Это позволит рассмотреть наблюдающийся в последнее время феномен — «взрывной» рост популярности ПИФов — в свете научно обоснованной оценки их деятельности. Следовательно, мы сможем провести анализ факторов этого роста — в частности, станет ясно, в какой степени он объясняется просто высокой доходностью рынка акций в последние годы и присутствием «лишних» инвестиционных ресурсов в экономике, а в какой — действительно эффективным управлением активами фондов (в случае, если такое будет констатировано). Это, в свою очередь, позволит нам судить об уязвимости отрасли паевых фондов в России по отношению к неблагоприятному развитию событий на рынке — долгосрочному падению, которое может быть вызвано, например, падением цен на сырьевые товары либо обострением политической обстановки. Далее, в случае, если будет обнаружено, что отрасль является уязвимой, мы сможем предложить научно обоснованные рекомендации по повышению эффективности деятельности по доверительному управлению активами фондов.

Исходя из проведённого исследования по вопросам методологии и методики анализа эффективности управления отечественными паевыми инвестиционными фондами, можно сделать следующие выводы. Прежде всего, мы разработали комплексный подход к оценке деятельности по управлению активами ПИФов. Предложенный нами подход учитывает особенности отечественной отрасли паевых фондов и отечественного рынка акций в целом: графические техники анализа позволяют оценить вероятность и возможность получения больших убытков — что необходимо, если учесть спекулятивный характер отечественного рынка акций, его склонность демонстрировать сильные ценовые движения а также — значительный удельный вес интервальных и закрытых фондов, пайщики которых в большинстве случаев не могут быстро реализовать свои активы. Выбранный состав показателей также отражает доминирование фондов акций и смешанных фондов на российском рынке — и незначительную долю прочих ПИФов. Предложенный нами для использования состав аналитических инструментов сформирован таким образом, что они дополняют друг друга, взаимно компенсируя присущие им недостатки. Разработанный концептуальный подход позволил далее разработать конкретную методику анализа результатов деятельности отечественных паевых инвестиционных фондов. Всё это далее позволит произвести комплексную оценку результатов деятельности ПИФов, предложить научно обоснованные рекомендации по повышению эффективности деятельности управляющих компаний по доверительному управлению активами ПИФов.

### 3 Оценка обоснованности доверия по управлению активами паевых инвестиционных фондов в России и обоснование рекомендаций по повышению эффективности их деятельности

#### 3.1. Характеристика экономической эффективности деятельности паевых инвестиционных фондов акций

Открытые фонды акций преимущественно вкладывают активы в акции отечественных эмитентов, при этом должны обеспечивать высокую ликвидность своих активов, что, очевидно, несколько осложняет задачу управляющего. Рассмотрим далее показатели соотношения динамики паев открытых фондов акций с динамикой индекса РТС (т.е. показатели «альфа» и «бета» портфелей фондов).

Таблица 3.1 — Показатели соотношения динамики паев открытых фондов акций с динамикой индекса рынка

Наименование фонда	Альфа	Р-уровень альфа	Значимость альфа (p<0,1)	Бета	Р-уровень бета	Значимость бета (p<0,1)	R <sup>2</sup>
Петр Столыпин	0,48	0,31	Не значимо	0,78	0	Значимо	0,88
Второй сибирский открытый	0,17	0,81	Не значимо	0,5	0	Значимо	0,56
Солид-Инвест фонд акций	-0,53	0,46	Не значимо	0,7	0	Значимо	0,73
ПиоГлобал фонд акций	-0,16	0,73	Не значимо	0,9	0	Значимо	0,91
Перспектива	-0,55	0,45	Не значимо	0,61	0	Значимо	0,69
Паллада Корпоративный	0,55	0,5	Не значимо	0,74	0	Значимо	0,71
Ермак ФКИ	-0,64	0,3	Не значимо	0,49	0	Значимо	0,65
Добрыня Никитич	0,62	0,25	Не значимо	0,85	0	Значимо	0,87

Из проведенного анализа выяснилось, что ни один фонд не продемонстрировал статистически значимого (даже с достаточно низкой надежностью  $p < 0,1$ , которая была принята с учётом не очень большой совокупности) положительного альфа-коэффициента. Наилучший в этом плане результат был показан фондом «Добрыня Никитич»: 0,62 (процентов в месяц) с  $p$ -уровнем 0,25. Возможно, некоторые из представленных фондов и смогли бы продемонстрировать достоверно положительный альфа-коэффициент при меньшей периодичности расчёта (например, не по месячным, а по недельным доходностям), однако следует помнить, что анализ проводился по данным за несколько лет, и если бы какой-либо из фондов демонстрировал доходности стабильно лучше рынка, мы бы увидели эти зависимости. На наш взгляд, тот факт, что регрессионный анализ, проведённый по 40-47 точкам данных (именно столько месячных доходностей было в нашем распоряжении для различных фондов) не позволил выявить зависимости для свободного члена уравнения регрессии, говорит, по крайней мере, о том, что эта зависимость очень слаба. Это мнение обусловлено тем фактом, что регрессионный анализ проводился всего по одной независимой переменной (регрессия не является множественной).

*Таким образом, ни один из открытых фондов акций не смог продемонстрировать статистически значимого положительного смещения доходности своего пая относительно доходности рынка (при проведении анализа по месячным доходностям).*

Из таблицы 3.1 также видно, что все фонды показали высоко значимые бета-коэффициенты ( $p$ -уровень фактически равен нулю). Что касается величины коэффициента, наиболее интересными представляются фонды с низкой «бетой» (например, «Второй сибирский открытый» и «Ермак»), т.к. высокие значения бета-коэффициента при отсутствии статистической значимости альфа-коэффициента говорят о том, что фонд, фактически,

является индексным (это подтверждают и высокие значения коэффициента детерминации  $R^2$ ).

Ранее нами уже было показано, что отечественный рынок акций демонстрирует склонность к резким и сильным падениям. Важность контроля риска при работе на фондовом рынке нами также была показана в предыдущей главе; во второй главе диссертации также говорилось, что важное значение для оценки степени защищённости интересов инвесторов от нежелательного развития событий на рынке играет анализ так называемых *просадок* стоимости пая, или относительных падений от максимального уровня. Глубина просадки, равная 33% означает, что в момент времени, соответствующий этой просадке, стоимость пая инвестора, купившего его на пике стоимости пая, стала меньше на одну треть.

Данные по максимальным просадкам стоимости пая открытых ПИФов акций представлены в таблице 3.2 Для целей сравнения представлен аналогичный показатель для индекса РТС.

Таблица 3.2 — Глубины просадок паев открытых фондов акций и индекса рынка (РТС)

Наименование фонда или индекса рынка	Глубина максимальной просадки, %
Рублёвый индекс РТС	40,1
Петр Столыпин	32,2
Второй сибирский открытый	32,0
Солид-Инвест фонд акций	47,3
ПиоГлобал фонд акций	46,4
Перспектива	41,4
Паллада Корпоративный	40,3
Ермак ФКИ	17,0 (РТС – 15,9%)*
Добрыня Никитич	36,3

\* По ПИФ Ермак начало ряда данных не совпадает с рядами для других фондов. В скобках указана максимальная просадка индекса РТС за период, по которому имеются данные по этому фонду.

Итак, ни один из открытых ПИФов акций не смог справиться с задачей защиты благосостояния своих пайщиков от неблагоприятного развития событий на рынке: все фонды показали очень глубокие просадки; по фондам «Солид-Инвест фонд акций» и «ПиоГлобал фонд акций» их глубина превышала 45%. Можно обоснованно предположить, что инвестор, купивший пай такого фонда на максимуме стоимости пая или близко от него, по крайней мере, усомнился бы в компетентности своего доверия, увидев, как стоимость его активов упала практически вдвое под «профессиональным» (и, как уже было показано во второй главе, дорогим для инвестора) управлением менеджеров фонда. При этом следует помнить, что рассматриваемый нами период данных не захватывает кризис 1998 г. — можно лишь предполагать, насколько бы упала стоимость паев в этом случае. С другой стороны, как будет показано далее, низкое качество управления характерно далеко не для всех фондов.

Далее мы рассмотрели коэффициенты Шарпа, полученные фондами, и сравнили их с индексом РТС, который мы выбрали в качестве эталонного показателя (таблица 3.3).

Таблица 3.3 — Коэффициенты Шарпа открытых фондов акций и индекса рынка (РТС)

Наименование фонда или индекса рынка	Коэффициент Шарпа	Изменение
Рублёвый индекс РТС	0,15	–
Петр Столыпин	0,18	+ 0,03
Второй сибирский открытый	0,12	-0,03
Солид-Инвест фонд акций	0,05	-0,10
ПиоГлобал фонд акций	0,12	-0,03
Перспектива	0,01	-0,14
Паллада Корпоративный	0,15	0
Ермак ФКИ	0,13	-0,02
Добрыня Никитич	0,19	+0,04

Как видно из таблицы 3.3, по критерию коэффициента Шарпа индекс РТС оказался очень сильным соперником для открытых фондов акций. Только «Петр Столыпин» и «Добрыня Никитич» смогли «обогнать» индекс по этому критерию; некоторые из управляющих фондов показали крайне низкое качество управления даже по сравнению с динамикой индекса (ранее уже упоминалось, что с точки зрения защиты интересов пайщиков от больших потерь все фонды оказались несостоятельными).

Далее мы провели графический анализ деятельности рассмотренных выше управляющих компаний фондов. Из-за большого числа рядов данных данные представлены на двух графиках (рисунки 3.1 и 3.2).

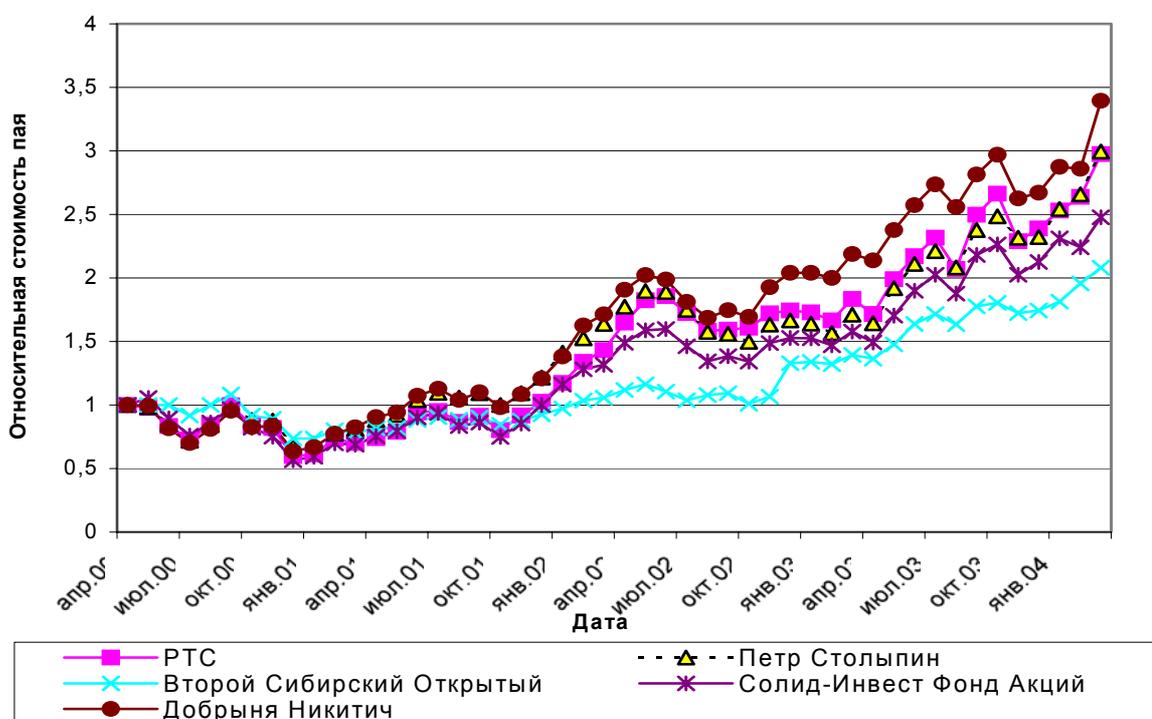


Рисунок 3.1 — Кривые стоимости пая открытых фондов акций (первая группа)

Как можно заметить, портфели всех фондов, кроме «Второго сибирского» ведут себя практически аналогично индексу, несмотря на то, что формально индексными не являются. Фактически, по признаку методического подхода к управлению активами (см. п.1.1.), мы можем классифицировать эти фонды

как пассивные. Из рисунка 3.1 также видно, что «Добрыня Никитич», который смог показать более высокие коэффициенты Шарпа, лишь немного опережает индекс рынка — его динамика не отличается существенно от динамики индекса РТС.

«Второй сибирский», как видно из графика, пытается проводить более активную политику, формируя отличный от индексного портфель после глубокой просадки апреля-декабря 2000 г. (об этом также говорит его достаточно низкое значение  $R^2$ , равное 0,56). Далее при проведении графического анализа мы построили подводную кривую для этого фонда, но прежде рассмотрим график для второй группы фондов.

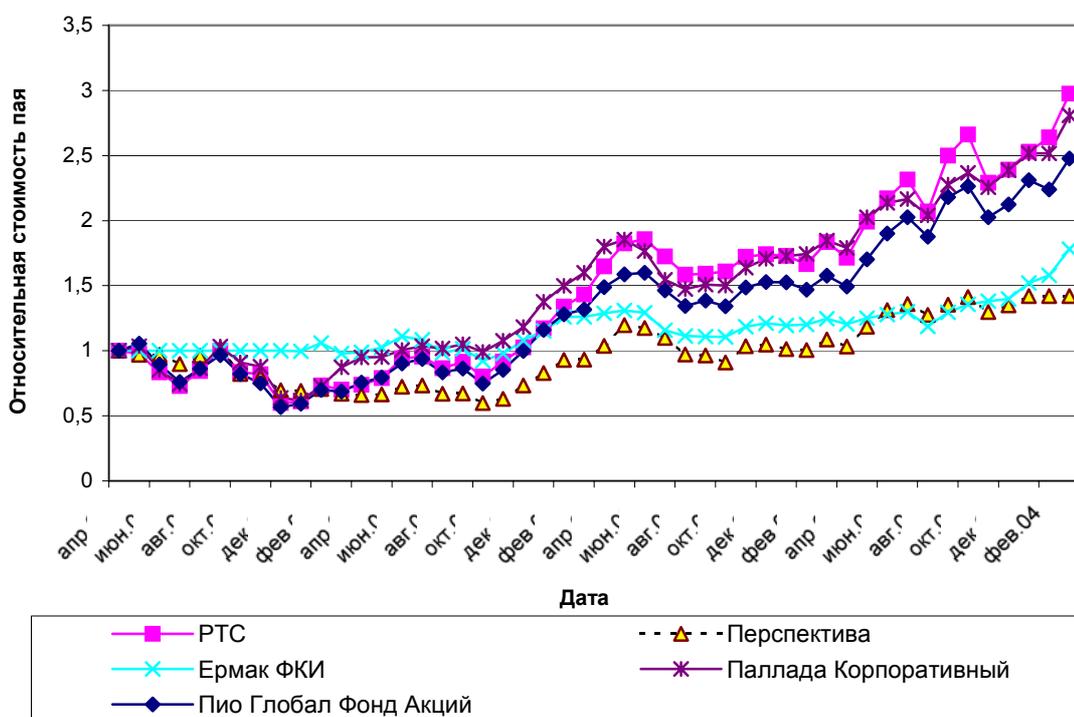


Рисунок 3.2 — Кривые стоимости пая открытых фондов акций (вторая группа)

Как видно из рисунка 3.2, лишь два фонда смогли показать управление не хуже индексного; «Ермак» и «Перспектива» показали на рассматриваемом участке очень плохое управление, что подтверждается в том числе и низкими

коэффициентами Шарпа. Из представленных на рисунке 3.2 фондов интересным представляется «Паллада корпоративный», который смог показать более высокие коэффициенты Шарпа, нежели индекс; кроме того, как видно из рисунка 3.2, в правой части графика «Паллада» демонстрирует несколько более сглаженную кривую стоимости пая, нежели индекс. Далее построим подводные кривые для фондов «Паллада корпоративный» и «Второй сибирский» (рисунок 3.3).

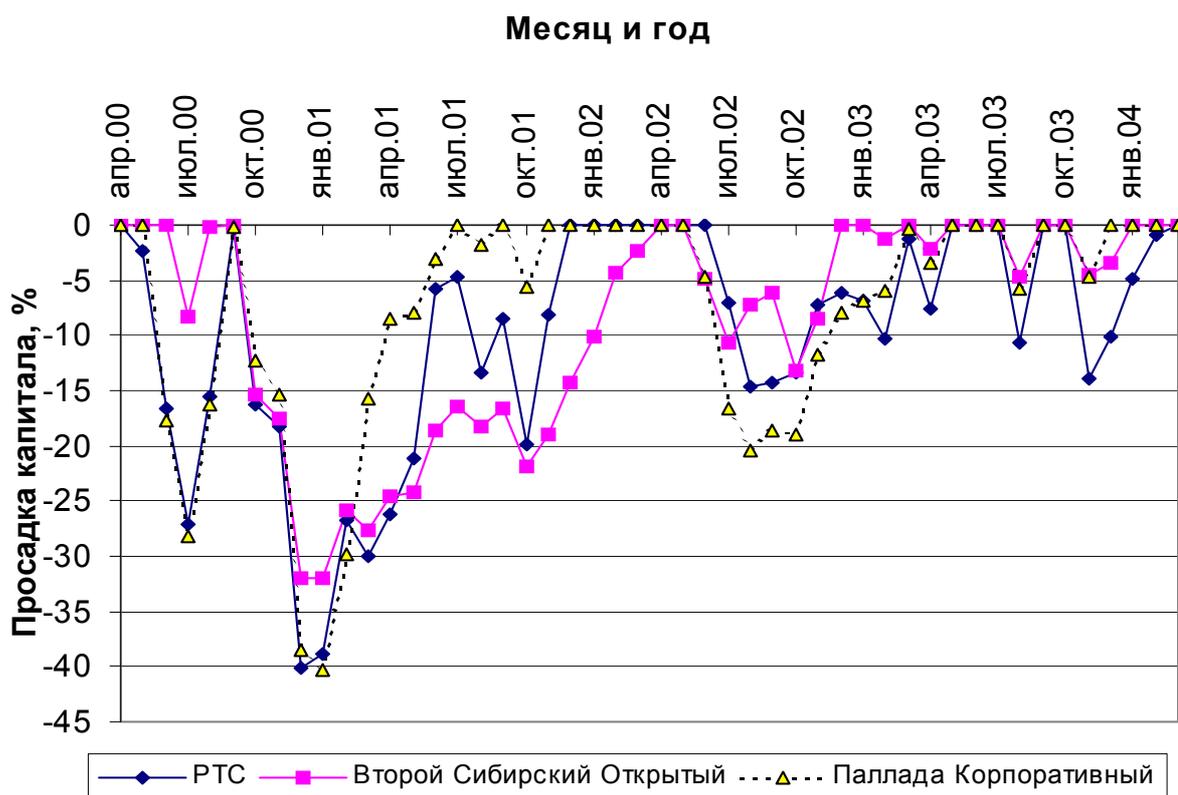


Рисунок 3.3 — Подводные кривые для фондов «Паллада Корпоративный» и «Второй Сибирский»

Как видно из рисунка 3.3, если в левой части графика оба фонда демонстрировали просадки капитала, сопоставимые с просадками индекса, то в течение последнего года их просадки были намного меньше просадок индекса РТС. Возможно, мы имеем дело с повышением качества управления. Однако достоверные выводы можно будет, как представляется, делать, лишь

после того, как эти фонды покажут более длительную историю качественного управления.

Таким образом, относительно обследованных открытых фондов акций мы можем сделать следующие выводы:

1. Большинство из обследованных фондов показали в целом низкое качество управления, которое мы, судя по результатам, вряд ли можем назвать действительно профессиональным.

2. Открытые фонды акций не позволяют инвестору защитить свой капитал от возможного неблагоприятного развития событий на рынке. Даже несмотря на то, что анализ проводился за достаточно благоприятный с точки зрения экономической ситуации в стране период, отдельные фонды показывали падения капитала почти вдвое.

3. В большинстве случаев кривые стоимости паев фондов отстают от индекса РТС. Также следует помнить, что мы выбрали индекс РТС в качестве эталонного портфеля для всех фондов, что является некоторым упрощением: если бы мы выбрали для открытых фондов индекс ММВБ10, который, как было показано во второй главе, несколько опережает РТС на рассматриваемом временном участке, отставание паев фондов от индекса было бы ещё более сильным. Следует отметить, что это упрощение не приводит к сильным искажениям из-за небольших разниц доходностей индексов, как и в связи с тем, что низкое качество управления по открытым фондам акций в целом и так очевидно.

4. Инвестор в большинстве случаев остался бы в выигрыше, выбрав близкий к индексному портфель — заключив договор на брокерское обслуживание и приобретя несколько наиболее ликвидных акций в свой пассивно управляемый (по принципу «купил и держи») портфель. В этом случае его портфель также сильно бы коррелировал с рынком, однако при этом из его имущества не изымалось бы по 5% и более в год на оплату труда «профессиональных» управляющих и другие издержки, покрываемые за счёт имущества фонда.

5. Для открытых фондов акций в целом характерно достаточно пассивное управление — динамика их портфелей следует за динамикой рынка. Если же фонд отходит от рыночного портфеля, он, по крайней мере, показывает существенно более низкие финансовые результаты. Некоторые из фондов, которые не использовали положительные динамики рынка, показали результаты, которые иначе как очень плохими назвать нельзя — сильный рост рынка 2001-2003 гг. остался в значительной степени неиспользованным.

6. Тем не менее, два из рассмотренных восьми фондов показали в течение 2003-начала 2004 г. результаты, существенно более качественные, нежели результаты индекса в целом. Особенно важно, на наш взгляд, что они стали демонстрировать некоторую способность защищать интересы своих пайщиков от сильных просадок рынка. Однако период, в течение которого их результаты можно назвать качественными, слишком непродолжителен, чтобы мы могли делать какие-либо однозначные выводы.

7. В целом доверие в случае отечественных паевых фондов акций можно назвать некомпетентным.

*Интервальные фонды акций* могут позволить себе более активное управление капиталом, инвестируя средства в не столь ликвидные, но более сильные с точки зрения фундаментальных условий акции. Смогли ли они добиться более высокого качества управления активами, нежели открытые?

Рассмотрим показатели соотношения динамики паев интервальных фондов акций с динамикой индекса РТС (т.е. показатели «альфа» и «бета» портфелей фондов).

Из таблицы 3.4 видно, что ни один фонд не продемонстрировал статистически значимого ( $p < 0,1$ ) положительного альфа-коэффициента, как и в случае с открытыми фондами. Из таблицы 3.4 также видно, что все фонды показали высоко значимые бета-коэффициенты (как и в случае с открытыми фондами,  $p$ -уровень фактически равен нулю). Что касается величины коэффициента, наиболее интересными представляются фонды с низкой «бетой» — «Нефтяной» и «Высокие технологии».

Таблица 3.4 — Показатели соотношения динамики паев интервальных фондов акций с динамикой индекса рынка

Наименование фонда	Альфа	P-уровень альфа	Значимость альфа (p<0,1)	Бета	P-уровень бета	Значимость бета (p<0,1)	R <sup>2</sup>
Энергия	-0,2	0,84	Не значимо	0,6	0	Значимо	0,51
Нефтяной фонд ПРиР	0,56	0,29	Не значимо	0,36	0	Значимо	0,57
ЛУКОЙЛ фонд отраслевых инвестиций	0,54	0,34	Не значимо	0,8	0	Значимо	0,85
ЛУКОЙЛ фонд I	0,6	0,36	Не значимо	0,78	0	Значимо	0,8
ЛУКОЙЛ фонд перспективных вложений	0,57	0,3	Не значимо	0,8	0	Значимо	0,86
Высокие технологии	-0,1	0,98	Не значимо	0,24	0	Значимо	0,56

Далее, как и в случае с открытыми фондами, рассмотрим способность интервальных ПИФов акций контролировать убытки (таблица 3.5).

Таблица 3.5 — Глубины просадок паев интервальных фондов акций и индекса рынка

Наименование фонда или индекса рынка	Глубина максимальной просадки, %
Рублёвый индекс РТС	40,1
Энергия	47
Нефтяной фонд ПРиР	13,2
ЛУКОЙЛ фонд отраслевых инвестиций	35,7
ЛУКОЙЛ фонд I	38,2
ЛУКОЙЛ фонд Перспективных вложений	36,4
Высокие технологии	6,5 (РТС – 14,7)*

\* По ПИФ «Высокие технологии» начало ряда данных не совпадает с рядами для других фондов. В скобках указана максимальная просадка индекса РТС за период, за который имеются данные по этому фонду.

Как видно из таблицы 3.5, большинство интервальных ПИФов акций, как и в случае с открытыми фондами, не смогли справиться с задачей защиты благосостояния своих пайщиков от неблагоприятного развития событий на рынке, показав очень глубокие просадки. Опять же, исключением стали фонды «Нефтяной» и «Высокие технологии», показав просадки существенно ниже рыночных — и вполне, на наш взгляд, приемлемые для отечественного в целом рискованного рынка акций.

Из рассматриваемых фондов три имеет смысл сразу исключить из дальнейшего анализа — это фонды «ЛУКОЙЛ Фонд Отраслевых инвестиций», «ЛУКОЙЛ Фонд I» и «ЛУКОЙЛ Фонд Перспективных вложений» (под управлением ЗАО «Управляющая компания НИКойл»). Они практически зеркально отражают индексы рынка (рисунок 3.4).

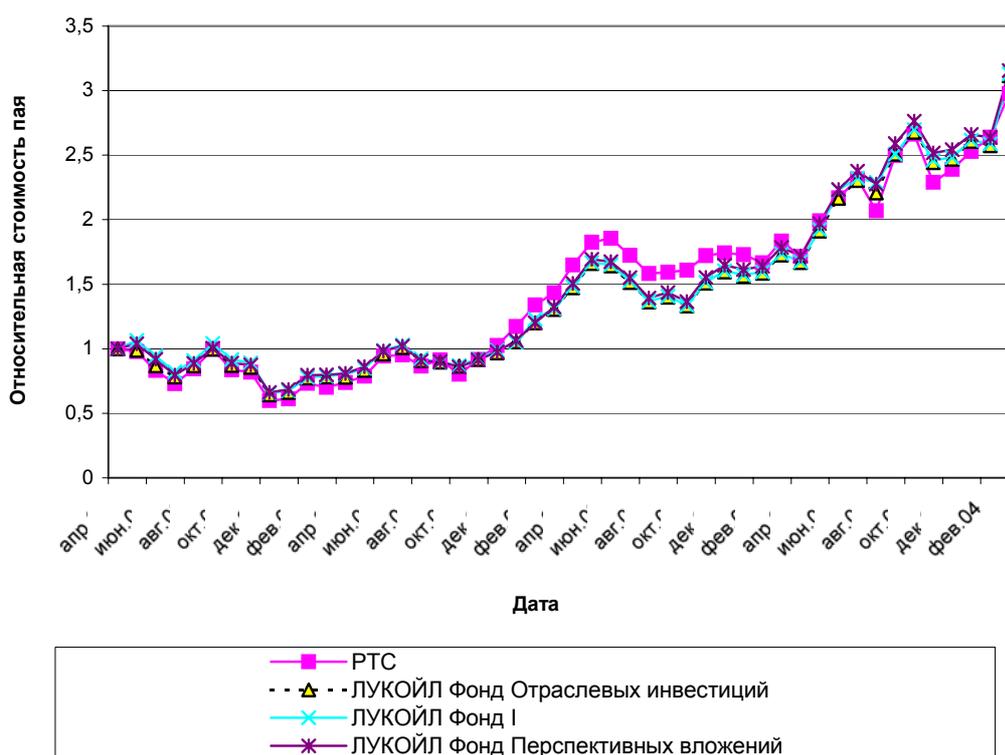


Рисунок 3.4 — Кривые стоимости пая интервальных фондов акций под управлением ЗАО «Управляющая компания НИКойл»

Как видно из рисунка 3.4, стоимости паев указанных фондов практически полностью повторяют динамику индекса РТС и, соответственно, на рассматриваемом периоде несколько отстают от динамики индекса ММВБ10.

ПИФ «Энергия» продемонстрировал динамику существенно хуже рынка, подобно некоторым из неуспешных открытых фондов, и далее его здесь также рассматривать не имеет смысла.

Наибольший интерес из интервальных фондов акций у нас вызывают «Нефтяной» и «Высокие технологии». Для более подробной их оценки проведём графический анализ. На рисунке 3.5 представлены ряды стоимости пая «Нефтяного» и индекса РТС.

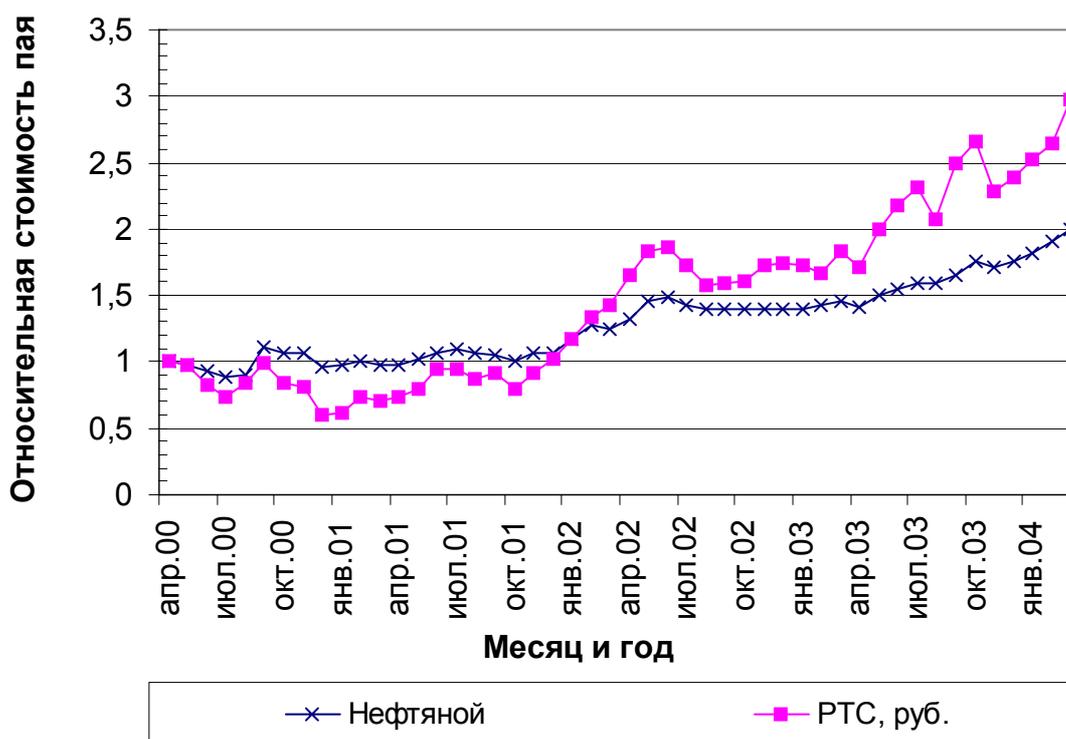


Рисунок 3.5 — Динамика пая ПИФ «Нефтяной Фонд Промышленной Реконструкции и Развития» и рублевого индекса РТС

Можно отметить, что кривая стоимости пая (КСП) «Нефтяного» существенно отличается от графика индекса — прежде всего, она намного более монотонно возрастает; мы видим, что в начале периода анализа, когда индекс РТС показал существенное падение, КСП «Нефтяного» за индексом не последовала. Далее «Нефтяной» достаточно эффективно использовал восходящие тенденции рынка, не «проваливаясь» на его падениях. То есть, на протяжении всего анализируемого участка (несколько лет) «Нефтяной» демонстрировал отличную от индекса и более качественную кривую стоимости пая, а его пайщики не наблюдали резких падений стоимости своих активов. Представляется, что это — хороший (и один из очень немногих) примеров, когда профессиональное управление фондом акций приводит к существенно меньшим просадкам капитала (рисунок 3.6).

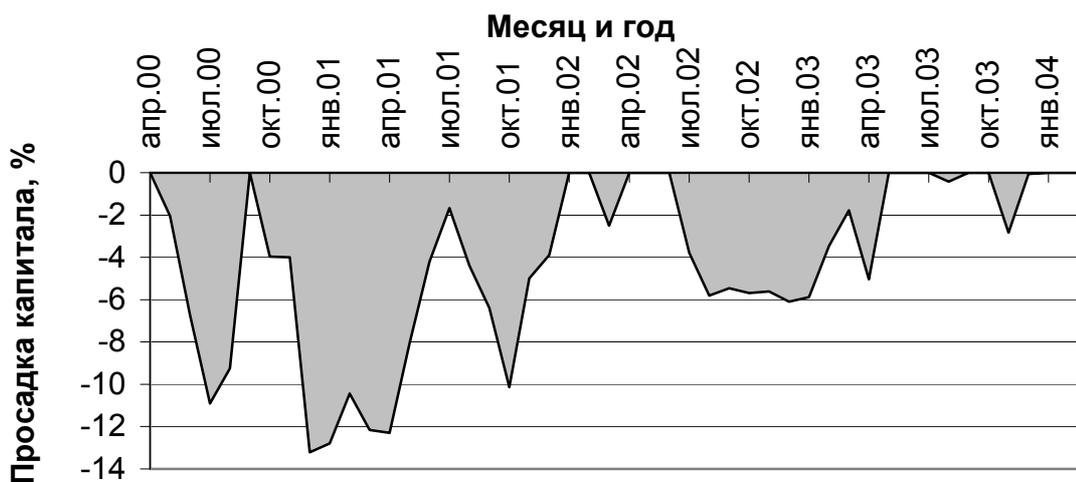


Рисунок 3.6 — Подводная кривая ПИФ «Нефтяной Фонд  
Промышленной Реконструкции и Развития»

Как видно из рисунка 3.6, «Нефтяной» показывает достаточно небольшие просадки — это становится очевидно, если сравнить их с просадками индекса (рисунок 3.7).

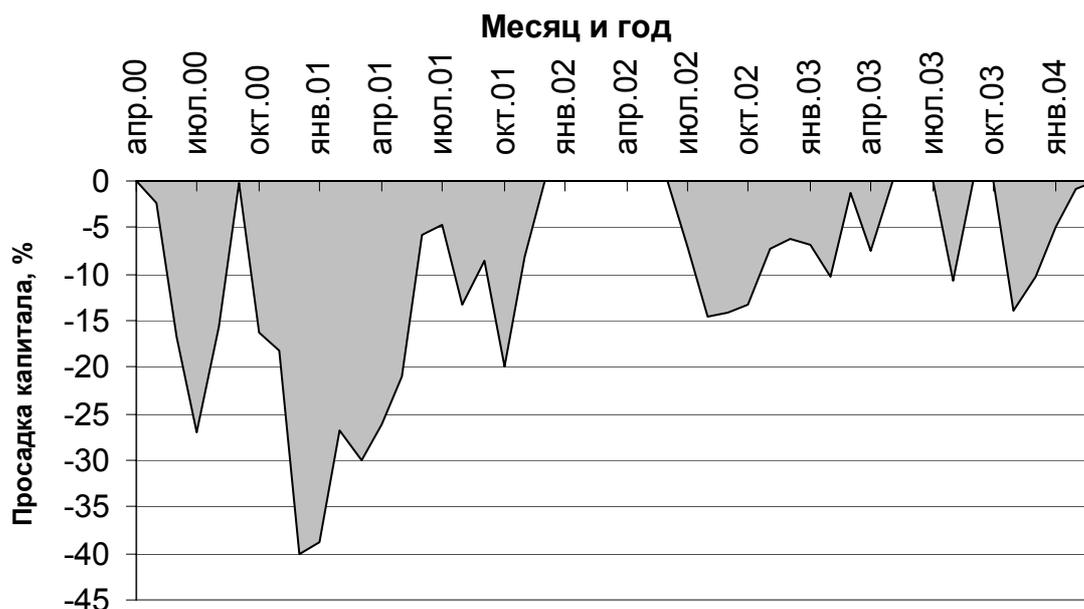


Рисунок 3.7 — Подводная кривая индекса РТС

Сопоставление рисунков 3.5, 3.6 и 3.7 показывает, что просадки «Нефтяного» в два и более раз менее глубоки, нежели просадки индекса. Однако из проведённого графического анализа также видно, что КСП «Нефтяного» несколько отстает от индекса. В какой степени это снижение доходности оправдано снижением риска? Оправдано: коэффициент Шарпа за весь период анализа для РТС составил около 0,2, в то время, как для «Нефтяного» — около 0,26. Таким образом, проведённый анализ позволяет однозначно утверждать, что доверие пайщиков менеджменту «Нефтяного» вполне оправдано — мы действительно имеем дело с профессиональным управлением.

Что касается паевого инвестиционного фонда «Высоких технологий» под управлением компании «Менеджмент Центр» (рисунок 3.8), то в данном случае низкие просадки капитала были получены за счёт очень сильного отставания доходности от индекса.

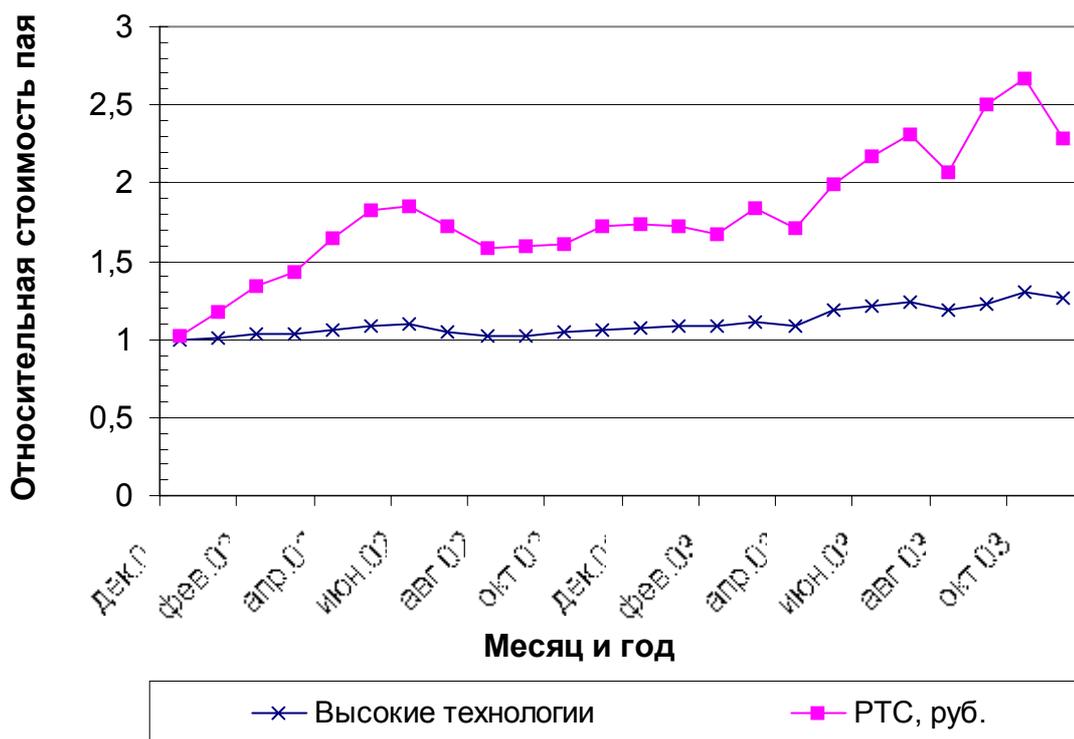


Рисунок 3.8 — Динамика пая ПИФ «Высокие технологии» и рублевого индекса RTS

В данном случае можно говорить о том, что фонд не использовал все возможности в плане получения высокой доходности, которые даёт рынок акций.

Проведя исследование, мы можем утверждать, что к интервальным фондам акций в значительной степени применимы те же заключения, которые были сделаны нами относительно открытых фондов: доверие в большинстве случаев является необоснованным. Мы встретили лишь одно исключение — ПИФ «Нефтяной Фонд Промышленной Реконструкции и Развития», управление которым можно действительно назвать профессиональным; большинство интервальных фондов не смогли эффективно использовать свое преимущество перед открытыми — возможность инвестирования в менее ликвидные активы.

*Закрытые фонды акций*, как уже упоминалось ранее, характеризуются очень высокими минимальными суммами инвестирования. Понятно, что если минимальная сумма участия составляет, например, 10 млн. руб. и более, доверие по определению будет компетентным — участие в фонде будет результатом тщательно подготовленного инвестиционного решения. В этой связи, как и учитывая непродолжительное время работы на рынке этих фондов, проведём лишь краткий их анализ. В таблице 3.6 представлены данные по приросту стоимости их паев по состоянию на 05.05.2004.

Таблица 3.6 — Данные по приросту стоимости паев закрытых фондов акций по состоянию на 05.05.2004

Наименование фонда	Прирост стоимости пая за период, %		
	3 мес.	6 мес.	1 год
Информационные технологии	6,3	42,1	262,5
Медиаинвест	5,1	164	806,4
Ресурс	22,5	25,9	-

Как видно из таблицы 3.6, закрытые фонды акций характеризуются активным управлением, и, видимо, создаются для реализации конкретных достаточно привлекательных инвестиционных идей. Также вероятно, что форма паевого фонда выбирается для целей оптимизации налогообложения (избежания налогообложения корпоративной прибыли холдинга).

Кроме того, если такой фонд обращает внимание на акции с низкой ликвидностью, стоимость последних может вырасти благодаря его собственным действиям.

### ***3.2 Оценка финансовой деятельности паевых инвестиционных фондов смешанных активов***

Проанализируем деятельность *открытых фондов смешанных активов*. С одной стороны, эти фонды должны ограничиваться использованием достаточно ликвидных активов; с другой — они могут использовать рынок долговых ценных бумаг, обладая существенно большей гибкостью, нежели фонды акций. Также можно предположить, что портфели многих смешанных фондов будут более существенно отличаться от индекса рынка, что потребует от нас более тщательного анализа.

Рассмотрим показатели соотношения динамики паев открытых фондов смешанных активов с динамикой индекса РТС (таблица 3.7).

Таблица 3.7 — Показатели соотношения динамики паев открытых фондов смешанных активов с динамикой индекса рынка

Наименование фонда	Альфа	P-уровень альфа	Значимость альфа ( $p < 0,1$ )	Бета	P-уровень бета	Значимость бета ( $p < 0,1$ )	R <sup>2</sup>
Партнерство	1,2	0,01	Значимо	0,38	0	Значимо	0,66
Капитал	1,25	0,08	Значимо	0,4	0	Значимо	0,5
Капитальный	0,68	0,09	Значимо	0,24	0	Значимо	0,49
ПиоГлобал Фонд сбалансированный	-0,78	0,1	Не значимо	0,84	0	Значимо	0,9
Дружина	1,23	0,005	Значимо	0,25	0	Значимо	0,53

Как видно из таблицы 3.7, все фонды, кроме «ПиоГлобал Фонд сбалансированный» показали значимые альфа-коэффициенты и достаточно низкие коэффициенты бета и R<sup>2</sup>. Это говорит о том, что большинство фондов уже не следуют за индексом. «ПиоГлобал Фонд сбалансированный», видимо, скорее и здесь придерживается стратегии индексного портфеля акций.

Далее, как и в случае с фондами акций, рассмотрим способность ПИФов смешанных активов контролировать убытки. В связи с тем, что начало временного ряда данных в данном случае различается для различных фондов,

для каждого фонда приводится максимальная просадка индекса РТС за соответствующий период времени (таблицы 3.8).

Таблица 3.8 — Глубины просадок паев открытых фондов смешанных активов и индекса рынка

Наименование фонда	Глубина максимальной просадки стоимости пая, %	Глубина максимальной просадки индекса РТС, %
Партнерство	14,7	40,1
Капитал	11,6	16
Капитальный	4,7	16
ПиоГлобал Фонд сбалансированный	47,5	40,1
Дружина	4,8	16

Таблицы 3.7 показывает, что пайщики открытых фондов смешанных активов уже не рискуют так, как пайщики большинства фондов акций. По всем фондам, кроме «ПиоГлобал» глубины максимальных просадок оказались существенно меньше аналогичного показателя для индекса рынка акций. Далее мы:

— исключим из дальнейшего анализа «ПиоГлобал Фонд сбалансированный», по отношению к которому, как представляется, справедливы все выводы, сделанные ранее в отношении открытых фондов акций;

— для остальных фондов проведём более подробный анализ – сначала посмотрим, чем их пайщикам пришлось пожертвовать ради меньшего риска, а затем — проведём графический анализ качества доверительного управления.

Последнее позволит нам установить, в какой степени руководство фондов способно «фиксировать рынок» — выводить средства из акций в долговые активы в случае неблагоприятного развития событий на рынке акций (понятно, что менеджмент фонда смешанных активов может просто

«разделить» портфель и далее осуществлять управление, близкое к пассивному, а может эффективно использовать восходящие тенденции рынка акций и избегать его падений, выводя средства в облигации).

В таблице 3.9 представлены данные по коэффициенту Шарпа и эквивалентной месячной доходности для фондов и индекса РТС. Напомним, что эквивалентная месячная доходность — это ежемесячная процентная ставка, которая даст эквивалентный прирост активов за рассматриваемый период (период, за который имеются данные для соответствующего фонда).

Таблица 3.9 — Коэффициенты Шарпа и эквивалентные месячные доходности для открытых фондов смешанных активов

Наименование фонда	Коэффициент Шарпа фонда	Коэффициент Шарпа индекса	Эквивалентная месячная доходность фонда, % в мес.	Эквивалентная месячная доходность индекса, % в мес.
Партнерство	0,27	0,15	2,14	2,34
Капитал	0,42	0,37	2,96	4,09
Капитальный	0,20	0,35	1,32	3,98
Дружина	0,49	0,35	2,29	3,98

Как уже упоминалось ранее, начала временных рядов фондов различаются, вследствие чего в таблице выше характеристики индекса рынка рассчитывались для каждого фонда индивидуально. Как видно из таблицы 3.9, три фонда из четырех продемонстрировали коэффициенты Шарпа, превышающие аналогичный показатель для индекса рынка. Далее, эквивалентные доходности, полученные этими тремя фондами, можно назвать высокими — «Капитал» и «Дружина» показывали прирост капитала в среднем по 4% в месяц при вполне разумном уровне риска.

Мы уже можем сделать следующие выводы:

1. три из четырёх фондов показали результаты лучше индекса РТС, если в качестве оценки риска использовать стандартное отклонение;

2. все фонды показали вполне приемлемые результаты, если в качестве оценки риска использовать максимальную просадку стоимости пая – как в абсолютном выражении, так и в сопоставлении с аналогичным показателем для индекса рынка.

Далее проведём графический анализ качества управления активами. На рисунке 3.9 представлена динамика стоимости пая ПИФ «Партнерство».

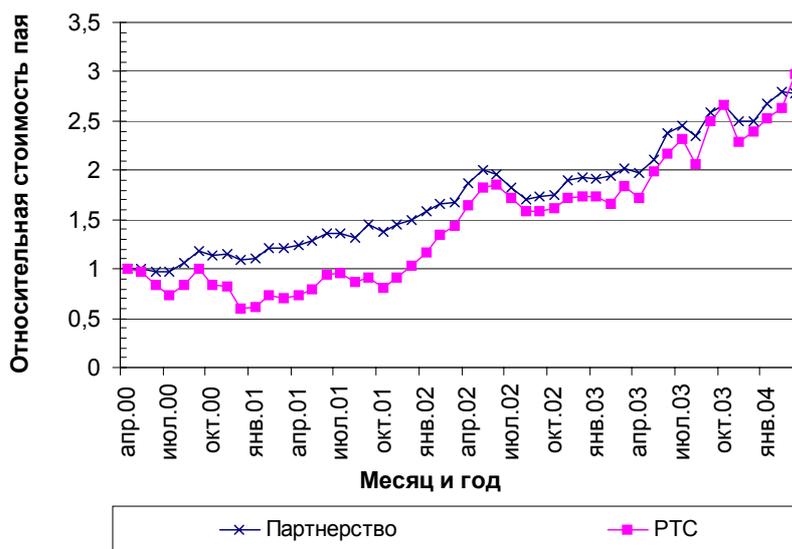


Рисунок 3.9 — Динамика стоимости пая ПИФ «Партнерство»

Как видно из рисунка 3.9, динамика стоимости пая фонда кардинально отличается от той, которую мы видели в случае фондов акций. Уже в самом начале периода анализа фонд смог избежать падений вслед за РТС (апрель-июль 2000; октябрь 2000-январь 2001). При этом периоды роста рынка акций были использованы очень эффективно (июль-октябрь 2000; январь-июль 2001). Далее, видимо, наблюдая сильный рост рынка акций, менеджмент фонда принял на вооружение более пассивную стратегию — в правой части графика КСП фонда уже более тесно следует за графиком изменения индекса. При этом (во второй половине 2003 г.) фонд по-прежнему демонстрирует более низкие просадки, нежели индекс. Можно с уверенностью утверждать, что на примере данного фонда мы видим действительно профессиональное управление — рост активов фонда

практически равен росту активов индекса акций, а просадки невелики. Судя по кривой стоимости пая, руководство фонда эффективно выводило активы в долговые бумаги при неблагоприятном развитии событий на рынке акций, и «возвращалось» обратно в акции при начале восходящей тенденции рынка.

На рисунке 3.10 представлена динамика стоимости пая ПИФ «Капитал».

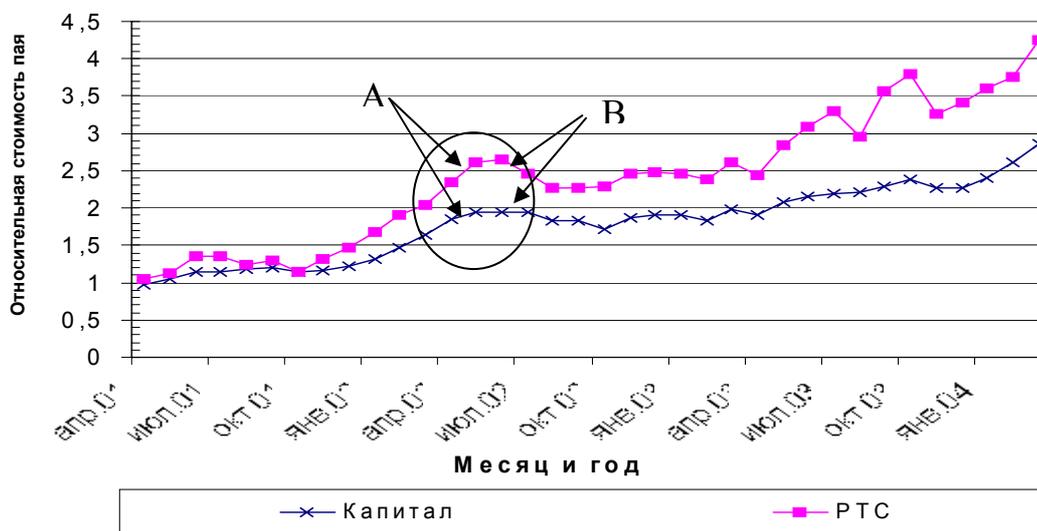


Рисунок 3.10 — Динамика стоимости пая ПИФ «Капитал»

Как видно из рисунка 3.10, динамика стоимости пая фонда, как и в предыдущем случае, отличается от той, которую мы видели у большинства фондов акций. Кривая стоимости активов несколько более отстаёт от роста РТС; тем не менее, как было показано выше, этот фонд также смог показать более качественные результаты, нежели индекс рынка. Овалом на рисунке отмечен участок, который, на наш взгляд, наглядно раскрывает методы профессионального и качественного управления портфелем, используемые менеджментом фонда. Вероятно, события развивались примерно следующим образом:

— январь-март 2000 г.: на рынке акций развивается сильный восходящий тренд. Менеджмент фонда эффективно использует его, КСП фонда лишь немного отстает от индекса. Очевидно, что портфель фонда состоит в этот период в основном из ликвидных акций.

— апрель 2000 г. (наиболее показательный момент, на рисунке отмечен литерой «А»): на рынке акций по-прежнему развивается сильный восходящий тренд. Тем не менее, руководство фонда (видимо, профессионально используя методы технического анализа рынка) предвидит скорое окончание восходящей тенденции и начинает снижать долю акций в портфеле в пользу долговых бумаг. Как видно из рисунка, за апрель 2000 г. стоимость пая фонда выросла существенно меньше индекса акций.

— июнь 2000 г. (литера «В»): превентивные действия менеджмента фонда привели к тому, что начавшееся резкое падение рынка акций в меньшей степени повлияло в этом и последующем месяцах на активы фонда. Если бы нисходящая тенденция на рынке акций продолжила свое развитие, пайщики фонда получили бы просадку капитала существенно менее глубокую, нежели просадка индекса.

Именно такие действия, на наш взгляд, являются правильным методологическим подходом при работе на рисковом рынке акций, каким является отечественный. Однако использование такого подхода требует от менеджеров фонда очень высокой квалификации в области принятия эффективных краткосрочных решений, так называемого «трейдинга».

На рисунке 3.11 представлена динамика стоимости пая ПИФ «Капитальный».

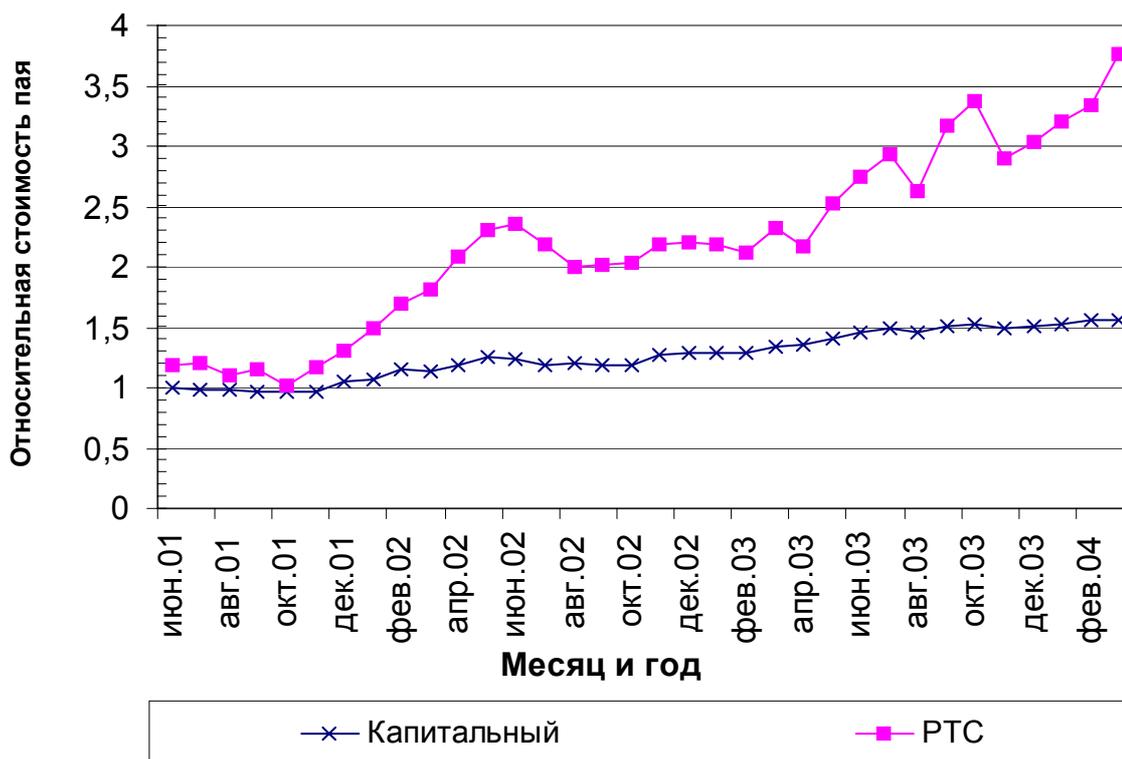
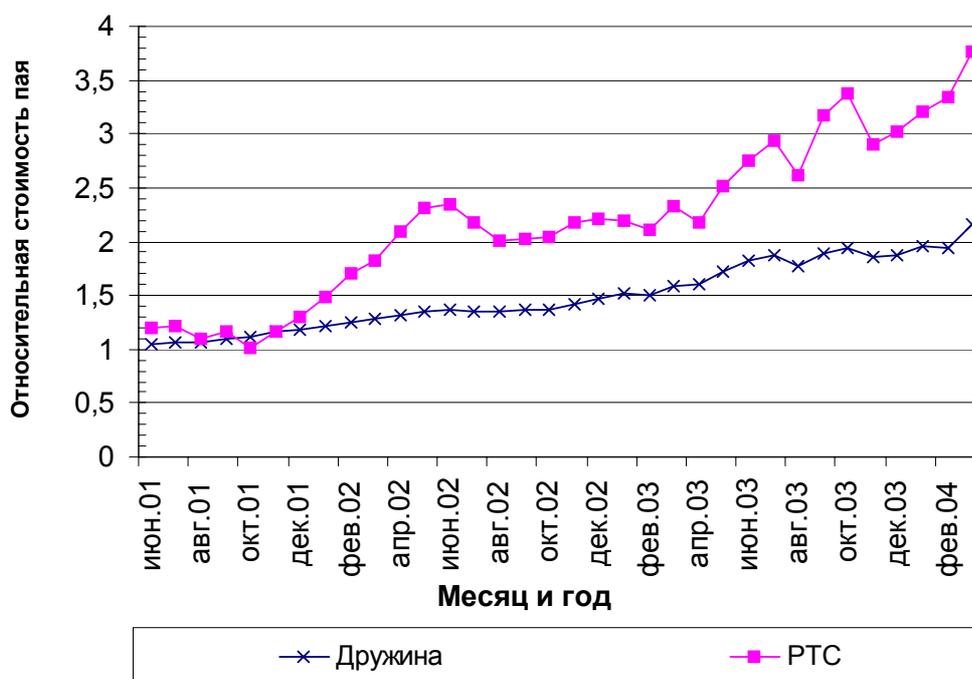


Рисунок 3.11 — Динамика стоимости пая ПИФ «Капитальный»

Как видно из рисунка 3.11, в данном случае менеджмент фонда предложил своим клиентам актив с невысоким риском и относительно невысокой доходностью. Руководство фонда смогло обеспечить очень монотонно возрастающую КСП, практически застраховав своих пайщиков от существенных потерь; тем не менее, это стоило им недополученной доходности, которую можно было бы обеспечить за счёт использования благоприятной конъюнктуры рынка акций — фонд «перестраховался», получив коэффициент Шарпа ниже индекса. Тем не менее, присутствие на рынке столь консервативных управляющих, видимо, оправдано, так как даёт пайщикам фондов возможность диверсификации по критерию «риск-доходность».

На рисунке 3.12 представлена динамика стоимости пая паевого инвестиционного фонда «Дружина» под управлением управляющей компании «Тройка Диалог».



Рисунке 3.12 — Динамика стоимости пая ПИФ «Дружина»

Заметно, что в данном случае мы также видим практически монотонно возрастающую кривую стоимости пая; пайщики данного фонда тоже, видимо, могут не опасаться больших потерь. Следует отметить, что здесь, как представляется, менеджмент фонда проводит более пассивную политику: в левой части диаграммы прямая линия на графике КСП свидетельствует о том, что средства фонда были инвестированы практически полностью в долговые бумаги. В 2002 г. на фоне падения доходностей долгового рынка и роста рынка акций последние были добавлены в портфель.

По результатам проведенного исследования можно сделать вывод о том, что открытые фонды смешанных активов — по крайней мере, большинство из обследованных — характеризуются намного более высоким качеством управления — мы действительно можем утверждать, что менеджмент многих фондов можно назвать профессиональным.

Далее рассмотрим деятельность *интервальных фондов смешанных активов*. Фонды этого типа не только могут перераспределять средства портфеля между долговыми и долевыми ценными бумагами — они при этом

не связаны обязательствами немедленного выкупа и выпуска паев, подобно открытым ПИФам.

Рассмотрим показатели соотношения динамики паев открытых фондов смешанных активов с динамикой индекса РТС (таблица 3.10).

Таблица 3.10 — Показатели соотношения динамики паев интервальных фондов смешанных активов с динамикой индекса рынка

Наименование фонда	Альфа	Р-уровень альфа	Значимость альфа ( $p < 0,1$ )	Бета	Р-уровень бета	Значимость бета ( $p < 0,1$ )	R2
Солид Интервальный	0,3	0,6	Не значимо	0,5	0	Значимо	0,68
Петербургский Промышленный	0,64	0,15	Не значимо	0,33	0	Значимо	0,64
Алемар - Первый Сибирский	0,13	0,79	Не значимо	0,43	0	Значимо	0,69
Альфа-Капитал	0,66	0,34	Не значимо	0,57	0	Значимо	0,68

Из таблицы 3.10 видно, что все фонды показали незначимые альфа-коэффициенты и сравнительно невысокие коэффициенты бета и  $R^2$ . Наибольшее приближение к значимой «альфе» смог продемонстрировать «Петербургский Промышленный», временной ряд которого примерно на пол года короче первоначально выбранного нами интервала. Вероятно, при анализе на большем временном интервале мы увидели бы статистическую значимость в этом случае.

В целом, эти фонды не следуют за индексом (невысокие бета-коэффициенты и  $R^2$ ), но и положительного смещения доходности относительно него они тоже продемонстрировать не смогли.

Рассмотрим способность управляющих фондов контролировать убытки (таблица 3.11).

Таблица 3.11 — Глубины просадок паев интервальных фондов смешанных активов и индекса рынка

Наименование фонда	Глубина максимальной просадки стоимости пая, %	Глубина максимальной просадки индекса РТС, %
Солид Интервальный	14,5	19,8
Петербургский Промышленный	10,4	39,7
Алемар - Первый Сибирский	29,5	40
Альфа-Капитал	23,8	24

В таблице 3.11 показано, что из состава представленных фондов опять выделяется «Петербургский Промышленный», пайщики остальных рискуют примерно также, как пайщики большинства фондов акций. Рассмотрим далее коэффициенты Шарпа и эквивалентные месячные доходности для интервальных фондов смешанных активов (таблица 3.12).

Таблица 3.12 — Коэффициенты Шарпа и эквивалентные месячные доходности для интервальных фондов смешанных активов

Наименование фонда	Коэффициент Шарпа фонда	Коэффициент Шарпа индекса	Эквивалентная месячная доходность фонда, % в мес.	Эквивалентная месячная доходность индекса, % в мес.
Солид Интервальный	0,18	0,27	1,75	3,33
Петербургский Промышленный	0,14	0,18	1,37	2,62
Алемар - Первый Сибирский	0,07	0,14	1,17	2,33
Альфа-Капитал	0,19	0,25	2,12	3,27

Как видно из таблицы 3.12, по критериям коэффициента Шарпа и эквивалентной процентной ставки все интервальные фонды смешанных активов не смогли составить конкуренции индексу рынка акций. При этом «Петербургский Промышленный», как мы помним, всё же смог показать существенно более низкую максимальную просадку капитала, нежели

индекс. Тем не менее, невысокие бета-коэффициенты и  $R^2$  говорят о (вероятно) достаточно активной политике в области управления капиталом, поэтому мы считаем необходимым далее провести графический анализ их деятельности.

На рисунке 3.13 представлена динамика стоимости пая паевого инвестиционного фонда «Солид Интервальный» созданный управляющей компанией «Солид Менеджмент».

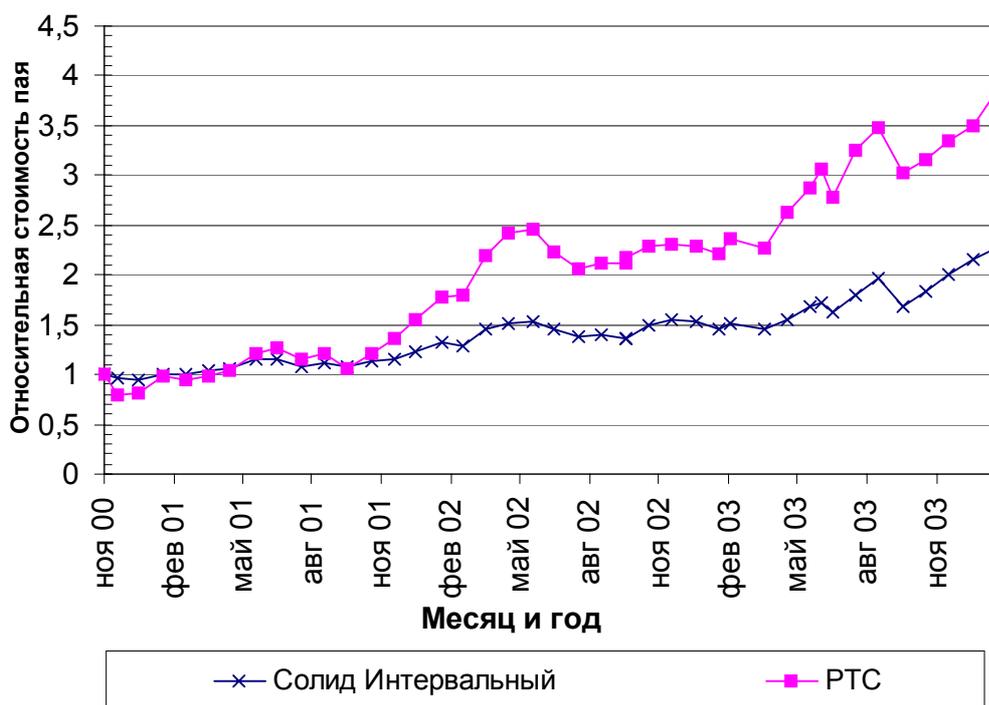


Рисунок 3.13 — Динамика стоимости пая ПИФ «Солид Интервальный»

Как видно из рисунка 3.13, в данном случае мы, вероятно, имеем дело с таким же формальным подходом к управлению активами фонда, который мы наблюдали на примере большинства фондов акций: КСП фонда отражает динамику индекса; создаётся впечатление, что портфель был просто разделён на две части, управление можно назвать достаточно пассивным.

На рисунке 3.14 представлена динамика стоимости пая интервального паевого фонда смешанных активов «Петербургский Промышленный» под управлением ЗАО «Санкт-Петербургская Центральная Управляющая».

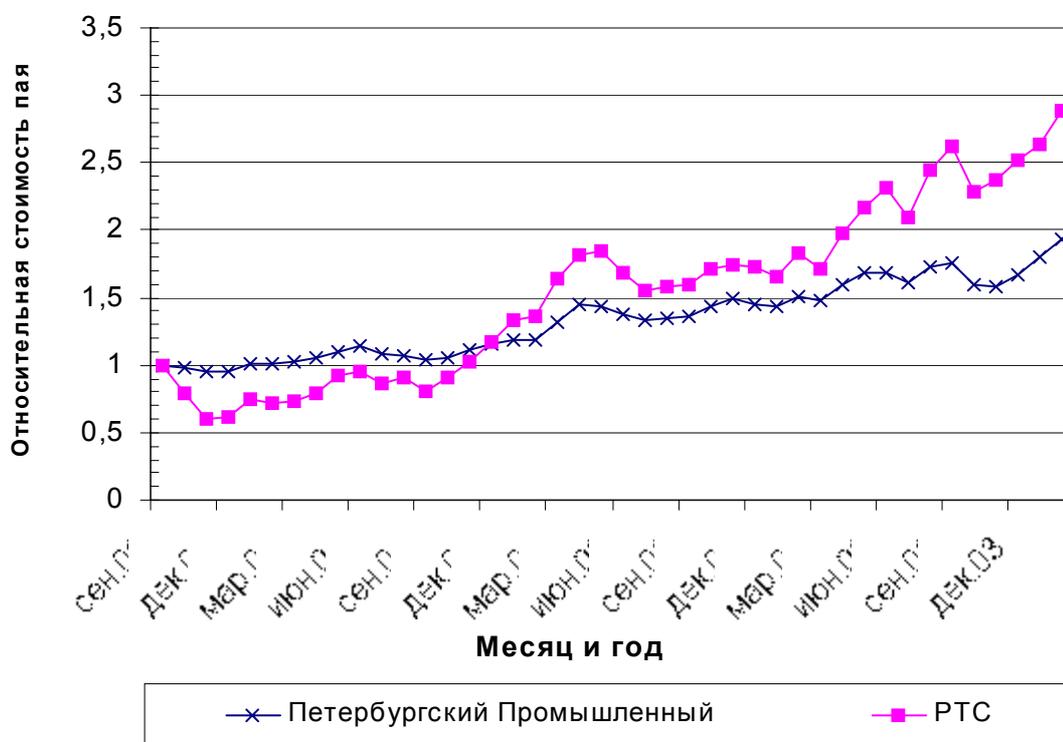


Рисунок 3.14 — Динамика стоимости пая ПИФ «Петербургский Промышленный»

«Петербургский Промышленный», как нам представляется, пытался проводить активное управление капиталом, которое приблизительно до лета 2002 г. можно было назвать удачным — фонду удалось избежать падения рынка акций, а затем — воспользоваться его ростом. Однако далее фонд уже не смог в полной мере использовать рост рынка акций весны-лета 2003 г., зато полностью «использовал» его падение сентября 2003 г. Таким образом, здесь управляющие фонда также показали себя не с лучшей стороны. Тем не менее, ответственное отношение менеджеров фонда к своим обязанностям защищает его пайщиков от сильных падений рынка акций.

На рисунке 3.15 представлена динамика стоимости пая ПИФ «Алемар — Первый Сибирский».

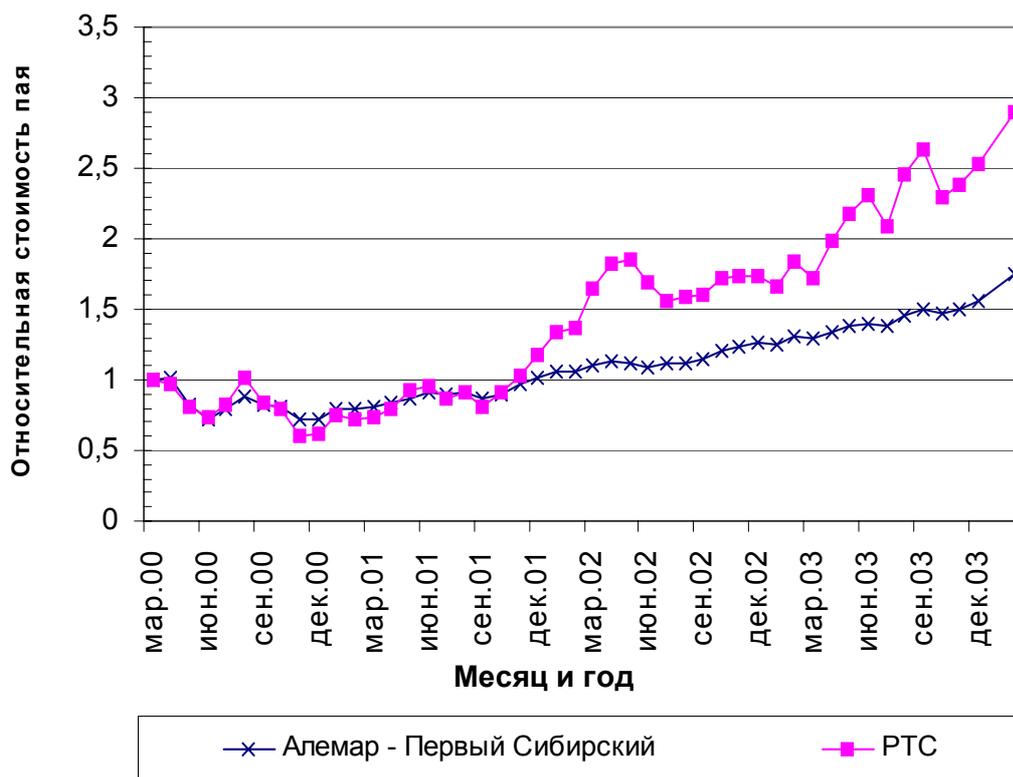


Рисунок 3.15 — Динамика стоимости пая ПИФ «Алемар - Первый Сибирский»

Можно заключить, что здесь мы имеем достаточно интересный пример смены политики менеджмента фонда: сначала его динамика следовала за индексом рынка акций, однако затем, получив большие убытки, управляющая компания сменила подход на более консервативный. Далее фонд пожертвовал высокой доходностью ради монотонно возрастающей КСП, что характеризует управление менеджерами этого фонда как пассивное и непрофессиональное.

На рисунке 3.16 представлена динамика стоимости пая ПИФ «Альфа-Капитал».

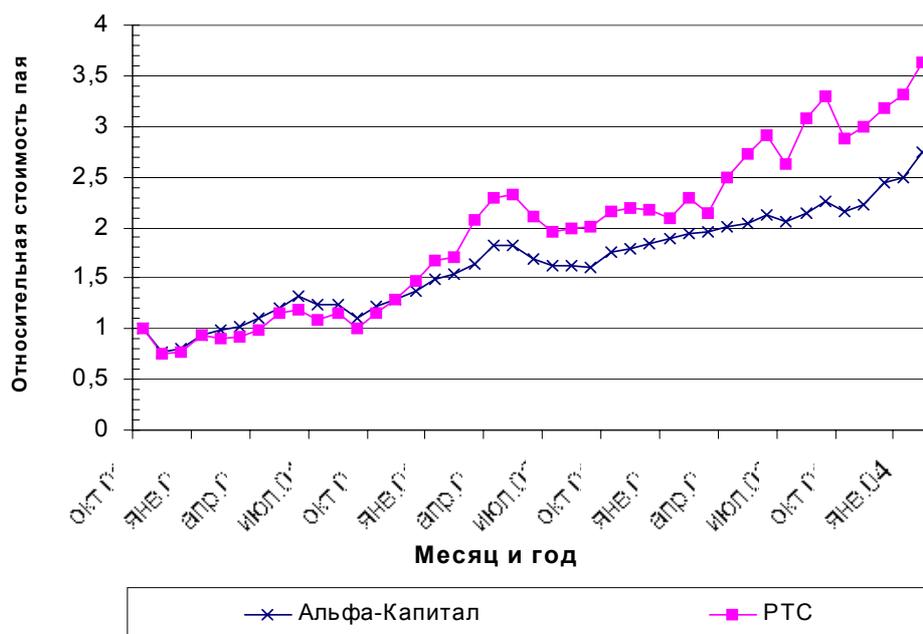


Рисунок 3.16 — Динамика стоимости пая ПИФ «Альфа-Капитал»

Здесь мы видим картину, напоминающую ситуацию с предыдущим фондом: сначала динамика КСП следовала за индексом рынка акций; затем управляющая компания сменила подход, и далее стала демонстрировать достаточно профессиональное, на наш взгляд, управление: КСП намного более монотонна, нежели динамика индекса; при этом рост стоимости пая ненамного отстает от РТС.

Таким образом, можно сделать вывод о принципиальных различиях в деятельности и качестве управления фондов акций и фондов смешанных активов (открытые и интервальные фонды). Во второй группе фондов мы видим в целом существенно более качественное и активное управление.

*Закрытые фонды смешанных активов* (которых на момент проведения исследования было зарегистрировано всего два) работают на рынке очень недолго — оба были зарегистрированы в 2003 г. Один из них, аналогично некоторым из рассмотренных выше закрытых фондов акций, «Объединенный Сибирский», продемонстрировал очень высокий прирост стоимости пая (несколько сот процентов) в течение первых нескольких месяцев своей работы. Представляется, что более подробная оценка работы закрытых фондов сможет быть произведена после того, как будет накоплена более длительная история их деятельности.

### ***3.3 Рекомендации по повышению финансовой результативности паевых инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг России***

Проведённое исследование позволяет нам провести оценку обоснованности доверия на рынке паевых инвестиционных фондов России. Прежде всего, необходимо напомнить, что, как было установлено во второй главе, услуги по профессиональному управлению капиталом обходятся пайщикам очень дорого — на порядок дороже простого брокерского обслуживания; в последнее время эти издержки в некоторых фондах стали сопоставимы с уровнем некоторых процентных ставок (в частности, могут превосходить доходности «коротких» ГКО). Что же в принципе могут получить, и что фактически получают пайщики в обмен на свои деньги?

На наш взгляд, результаты проведённого исследования позволяют уточнить представленную в первой главе классификацию паевых фондов применительно к отечественным условиям. Прежде всего, фонды могут быть классифицированы *по следующим признакам качества результатов управления на российском (развивающемся) фондовом рынке:*

1. По признаку общего соотношения результатов управления с динамикой индекса рынка акций (фонды, результаты которых хуже/лучше показателей индекса рынка акций; фонды, оценка качества результатов которых может зависеть от предпочтений инвестора).
2. По качеству кривой стоимости пая в целом в её соотношении с динамикой индекса рынка акций (визуальная оценка монотонности и темпов роста стоимости пая в сопоставлении с динамикой индекса).
3. По признаку способности ограничивать риск (при рассмотрении риска как максимального убытка) — по соотношению просадок индекса акций и стоимости пая; по величине максимальных просадок.
4. По признаку соотношения доходности и риска (при рассмотрении риска как стандартного отклонения) — по соотношению коэффициентов Шарпа фонда и индекса рынка.
5. По признаку соответствия качества услуг по доверительному управлению активами их стоимости.

Наконец, мы можем выделить следующие типы фондов акций и смешанных активов *по признаку подхода к оказанию услуг доверительного управления* (это расширяет признак «методологического подхода к управлению», который был выделен в классификации фондов, представленной в первой главе).

1. *Фонды, использующие преимущественно пассивный подход к управлению активами.*

1.1 *Де-факто индексные фонды акций* (в эту группу могут входить не только фонды, зарегистрированные как индексные фонды акций). Фонды этой группы характеризуются тем, что формируют портфели, следующие за индексом рынка (как уже было показано выше, индексы российского рынка акций очень сильно коррелируют друг с другом). При этом официально данные фонды индексными себя не объявляют. В данную группу входят преимущественно открытые фонды акций, хотя также аналогичную стратегию могут использовать интервальные фонды акций, как и фонды смешанных активов (примером последнего является «ПиоГлобал Фонд сбалансированный», несмотря на свое наименование). Отличительная особенность этих фондов — незначимый альфа-коэффициент, обычно приближающийся к 1 бета-коэффициент, высокий коэффициент детерминации ( $R^2$ ). При проведении графического анализа становится видно, что динамика стоимости пая фонда практически дублирует динамику индекса рынка. Величина максимальной просадки капитала примерно равна величине максимальной просадки индекса; коэффициент Шарпа обычно примерно соответствует аналогичному показателю индекса, либо несущественно отличается от него.

1.2 *Фонды смешанных активов с преимущественно пассивным управлением.*

Фонды, которые фактически делят портфель на две части и далее придерживаются пассивной стратегии управления; первая отражает динамику индекса акций, вторая является портфелем облигаций. Выявление таких фондов по количественным показателям затруднительно; с некоторой

степенью достоверности их можно выявить по сопоставлению динамики кривой стоимости пая с динамикой индекса акций.

2. *Фонды, осуществляющие активное управление капиталом.* В эту группу могут входить как фонды акций, так и фонды смешанных активов.

2.1 *Фонды акций* стремятся реализовать собственную стратегию управления капиталом (инвестиционную идею) на рынке акций. Кривая стоимости пая существенно отличается от динамики индекса.

2.2 *Фонды смешанных активов* действуют в целом аналогично предыдущей группе фондов, однако при этом используют возможности перераспределения активов между рынками акций и других активов.

Проведём оценку компетентности (обоснованности) доверия по выделенным группам. Доверие фондам, использующим преимущественно пассивный подход к управлению активами, на наш взгляд, можно назвать необоснованным (следует помнить, что речь идёт о фондах акций и смешанных активов), по следующим причинам:

1. Существует более дешёвый способ получения аналогичных услуг. На наш взгляд, для формирования портфеля, близкого к индексному, заинтересованный инвестор мог бы вполне воспользоваться услугами обычной брокерской компании — особенно в том случае, если он планирует долгосрочные инвестиции в ценные бумаги.

2. Качество услуг не соответствует их стоимости. Де-факто индексные фонды акций не дают инвестору более благоприятного соотношения «доходность-риск», нежели самостоятельное инвестирование в портфель, близкий к индексу акций. Услуги фонда смешанных активов с преимущественно пассивным управлением могут быть «заменены» на самостоятельное инвестирование части средств в портфель акций, близкий к индексному, а другой части — в паевой фонд облигаций.

3. Высокий риск получения катастрофических убытков. Под «катастрофическими» здесь следует понимать убытки, которые способны заставить инвестора принять решение о выходе из фонда из-за желания не допустить последующей потери средств. Как было показано ранее, многие

фонды, использующие преимущественно пассивный подход к управлению активами, продемонстрировали за исследуемый период просадки стоимости пая, приближающиеся к 50% — при этом за исследуемый период в России не было существенных экономических кризисов. В случае же развития в экономике событий по кризисному сценарию можно ожидать ещё более сильного падения стоимости паев таких фондов. Фактически, их руководство не прикладывает никаких усилий для защиты интересов своих пайщиков.

4. Более медленный рост стоимости пая по сравнению с индексом. Проведённый нами в предыдущем разделе анализ показал, что рост стоимости паев большинства де-факто индексных фондов акций отстает от индекса РТС и, следовательно, в ещё большей степени отстает от роста индекса ММВБ10. Как нам представляется, это в значительной степени обусловлено изъятиями из имущества фонда.

Всё сказанное выше позволяет обоснованно сделать вывод о том, что управляющие компании такого рода фондов при помощи методов маркетинга продают свои услуги по так называемому «профессиональному» управлению по цене, которая явно не соответствует качеству этих услуг. В данном случае можно говорить о «некомпетентности» доверия.

В случае фондов, осуществляющих активное управление капиталом, задача оценки качества управления несколько осложняется, требует индивидуального подхода к оценке качества управления и, возможно, обоснованности инвестиционной идеи, реализуемой фондом. В ходе проведённого анализа нами были выявлены фонды, инвестиционные стратегии которых оказались явно неудачными — хотя и предполагали инвестирование, отличное от индексного. Также были выявлены фонды (практически все они вошли в категорию фондов смешанных активов), осуществляющие действительно профессиональное управление, видимо, за счёт эффективного перераспределения капитала между рынками акций и облигаций. Некоторые из них продемонстрировали исключительные способности в плане ограничения риска инвестора (защиты его от возможных катастрофических убытков).

Представляется, что действительно эффективная работа управляющей компании, действительно профессиональное и эффективное управление затруднительно без периодического перераспределения капитала между рынками акций и облигаций: доходность рынка облигаций в последнее время снижается, а рынок акций по-прежнему остаётся достаточно рискованным. Следовательно, паевой фонд, работающий на фондовом рынке, не сможет получить высокой доходности, если его активы периодически не будут инвестироваться в акции при благоприятной конъюнктуре этого рынка. С другой стороны, пайщики фонда не будут защищены от катастрофических убытков в случае сильного падения рынка акций, если менеджмент фонда не будет иметь либо возможности вывода активов фонда в долговые инструменты, либо — соответствующих профессиональных навыков, позволяющих принимать эффективные решения о таком переводе. Это подтверждается проведённым нами анализом: открытые и интервальные фонды смешанных активов смогли продемонстрировать лучшие, на наш взгляд, результаты, нежели аналогичные фонды акций.

Какова же ситуация с компетентностью доверия в отечественной индустрии паевых инвестиционных фондов в целом (нас прежде всего интересуют фонды, ориентированные на мелкого, «розничного» пайщика — открытые и интервальные фонды).

Наше исследование показало достаточно низкое качество управления (либо его фактическое отсутствие) активами фондов акций по сравнению с фондами смешанных активов. Тем не менее, как было показано в первой главе, большая часть активов отечественных паевых фондов приходится на фонды акций; из них около половины на открытые и интервальные фонды — управляющие компании которых, как мы установили, в целом оказались не способны предоставить качественных услуг по управлению активами. Таким образом, на момент проведения исследования, активы открытых и интервальных фондов акций в несколько раз превышали активы всех фондов смешанных активов, несмотря на то, что последние показали более высокое качество управления.

По состоянию на 05.05.2004, по данным Национальной лиги управляющих, именно фонды акций занимали первые пять мест по объёмам активов, причём первые три места приходились на фонды «ЛУКойл» [129] — которые, как было показано выше, фактически показали себя как де-факто индексные, придерживающиеся практически идентичных пассивных стратегий — несмотря на тот факт, что их три.

Всё сказанное позволяет нам в целом назвать доверие в отечественной индустрии паевых фондов в значительной степени некомпетентным — доверие управляющим зачастую является необоснованным.

Каковы причины этого явления? В этой главе нами были проанализированы результаты некоторых фондов, находящихся под управлением компании ЗАО «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент»; было показано, что эти фонды также придерживаются фактически пассивных стратегий – мы не можем назвать доверие этим управляющим обоснованным. В статье Кокорева Р. и Капитана М., опубликованной в журнале «Рынок ценных бумаг» и подготовленных при участии специалистов указанной компании, раскрывается механизм, используемый ей для привлечения пайщиков: «Часто клиенты, приходя в офис, ещё не знают, чего конкретно они хотят. И тут вступает в действие ещё один подготовленный нами инструмент розничных продаж — персональные инвестиционные консультанты. Их знания, понимание нужд и потребностей инвестора вместе с рекомендациями профессиональных аналитиков позволяют сформировать индивидуальное инвестиционное предложение для каждого посетителя... Таким образом, ... увеличение количества участников системы продаж, консультирование потенциальных инвесторов, а также персональный подход... позволяют... говорить о фирменной системе розничных продаж...» [70, С.27]. Как нам представляется, «профессиональные аналитики» и «индивидуальные консультанты» не сообщают клиентам, что инвестирование является фактически индексным, и что аналогичные результаты можно получить с существенно меньшими затратами, обратившись в брокерскую компанию с просьбой сформировать

портфель, близкий к индексному. Также, очевидно, клиентам не сообщается, что существуют другие управляющие компании, которые обеспечивают существенно более качественную кривую стоимости пая. В результате из-за эффективных маркетинговых мероприятий некоторых управляющих компаний имеет место некомпетентность (необоснованность) доверия.

На наш взгляд, это обуславливает существенную угрозу для отрасли паевых инвестиционных фондов: в случае длительного неблагоприятного развития событий на рынке акций большие потери пайщиков могут сформировать в обществе негативное мнение по отношению к отрасли в целом. Это, в свою очередь, может препятствовать повышению эффективности фондового рынка как инструмента трансформации сбережений в инвестиции и потребует принятия мер по преодолению этой проблемы.

Проведённое нами исследование позволяет дать следующие рекомендации по повышению финансовой результативности функционирования паевых инвестиционных фондов в России.

Мы считаем, что, прежде всего, требуется обеспечить научно обоснованный процесс принятия решений потенциальными и существующими пайщиками. В этой связи мы рекомендуем предпринять мероприятия по следующим направлениям:

1. Повышение информированности пайщиков относительно критериев, по которым целесообразно оценивать деятельность управляющей компании. Здесь можно рекомендовать доведение в доступной форме до клиентов следующих теоретических и организационно-методических аспектов:

1.1 спекулятивная природа рынка ценных бумаг;

1.2 концепция инвестиционного риска в части стандартного отклонения доходности и в части максимальной глубины просадки стоимости пая;

1.3 понятие кривой стоимости пая и необходимость сопоставления её с динамикой индекса рынка акций;

1.4 возможность формирования портфеля, близкого к индексному, без использования услуг управляющей компании, а посредством лишь брокерского обслуживания;

1.5 примеры соотношений этих величин для индекса и пая фонда в случае квалифицированного управления;

1.6 применение коэффициента Шарпа.

2. Более полное раскрытие информации, характеризующей качество деятельности управляющей компании. В частности, управляющие компании необходимо обязать раскрывать в доступной форме сведения следующего характера:

2.1 динамика уровней доходности вложений за ряд лет;

2.2 максимальная глубина просадки стоимости пая инвестиционного фонда в процентах (например, в табличном виде) за несколько лет;

2.3 кривая стоимости пая инвестиционного фонда (в графической форме) в сопоставлении с динамикой индекса рынка (РТС);

2.4 величины коэффициента Шарпа пая фонда и индекса рынка за ряд лет.

Это позволит клиенту сформировать информационную базу для принятия обоснованных решений. Организовать реализацию предложенных мер можно посредством вменения в обязанность управляющей компании обязательного предоставления всей соответствующей информации как при первоначальном заключении договора (продаже пая), так и на периодической основе, например, посредством заказного письма. При этом информационные материалы по критериям, по которым целесообразно оценивать деятельность управляющей компании, могут подготавливаться централизованно уполномоченным государственным органом.

Представляется, что в случае введения подобных требований «профессиональным аналитикам» и «индивидуальным консультантам» будет труднее объяснить клиентам, почему, например, кривые стоимости пая всех фондов управляющей компании в точности совпадают с динамикой индекса, либо несколько хуже неё из-за изъятия имущества фонда на вознаграждение управляющей компании и другие (легальные) цели.

Это не только позволит пайщикам принимать более обоснованные решения, но и будет стимулировать управляющие компании повышать качество своей деятельности, что будет способствовать повышению эффективности работы отрасли в целом, росту доверия к ПИФам и к фондовому рынку в целом.

Таким образом, в данной главе диссертации мы провели исследование деятельности управляющих компаний по доверительному управлению активами отечественных открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов акций и смешанных активов в соответствии с разработанным ранее концептуальным подходом.

Проведённое исследование позволило прийти к выводу о том, что по критерию качества управления активами отечественные паевые фонды (управляющие компании) существенно различаются: с одной стороны, существуют фонды, управление которыми можно назвать действительно профессиональным и качественным; с другой стороны, некоторые управляющие (достаточно крупными фондами) компании либо не смогли продемонстрировать качественного управления активами, либо просто не предпринимали таких попыток, сформировав портфель, по своим характеристикам близкий к индексному. При этом стоимость услуг, взимаемая с пайщиков, высока и часто сопоставима с уровнем действующих процентных ставок. В целом доверие в отрасли является необоснованным.

Проведенный анализ позволил нам сделать вывод о том, что доверие в отечественной индустрии паевых фондов в целом является в значительной степени некомпетентным, что потребовало обоснования мер по повышению качества и научной обоснованности решений, принимаемых инвесторами. В этой связи в заключительной части главы мы предложили соответствующие меры, которые, в принципе, сводятся к доведению до пайщиков в доступной форме теоретических основ принятия инвестиционных решений при выборе фонда и к повышению требований по раскрытию управляющими компаниями информации о своей деятельности.

## Заключение

Основная цель настоящего диссертационного исследования состояла в оценке состояния отечественной индустрии паевых инвестиционных фондов (фондов акций и смешанных активов) с точки зрения качества управления активами и обоснованности доверия управляющим компаниям со стороны инвесторов. Обследуемая совокупность была ограничена фондами акций и смешанных активов в связи с тем, что на остальные группы фондов в России приходится незначительные доли активов, а рынок облигаций нельзя назвать полностью сформированным.

Прежде всего, мы *рассмотрели сущность доверительного управления инвестициями посредством инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг; провели исследование особенностей функционирования инвестиционных фондов в зарубежных странах и специфики функционирования паевых инвестиционных фондов в России.* В частности, была рассмотрена роль населения в инвестиционном обеспечении экономик развитых стран, показано существование значительных неиспользуемых инвестиционных ресурсов на руках у населения России; сформулировано понятие «рынок доверительных услуг» и показана специфика деятельности участника рынка ценных бумаг, действующего самостоятельно либо в рамках доверительного управления; представлена классификация инвестиционных фондов; рассмотрены основные преимущества и недостатки коллективного инвестирования на фондовом рынке.

Нами особо было отмечено, что определения понятия доверительного управления, встречающиеся в литературе, не содержат столь важного аспекта, как обоснованность решения, принимаемого учредителем управления. На наш взгляд представляется целесообразным введение в научный оборот понятия «компетентности (обоснованности) доверия». Под компетентностью доверия следует понимать степень обоснованности решения учредителя управления о доверии управляющему.

В работе было показано, что отрасль инвестиционных фондов является достаточно развитой в некоторых зарубежных странах, в основном — в США и Европе, а в мировой структуре инвестиционных фондов доминируют открытые фонды. В настоящее время и в США, и в Европе суммарные активы фондов денежного рынка и фондов облигаций превышают активы фондов акций. Одной из характерных особенностей деятельности инвестиционных фондов в России является доминирование в структуре активов фондов акций. Второй важной особенностью отечественной отрасли ПИФов является её недавняя история — ПИФы в стране существуют с конца 1996 года, наиболее активный рост был отмечен только в 2003 году.

С другой стороны, отечественные ПИФы работают преимущественно на отечественном рынке, в основном — на рынке акций. Нами были выявлены следующие особенности отечественного рынка акций, релевантные с точки зрения выработки подхода к анализу качества управления активами ПИФов: отечественный фондовый рынок является развивающимся, склонен демонстрировать резкие разнонаправленные движения; ликвидной является лишь небольшая часть акций; возможности диверсификации риска вложений в акции отечественных эмитентов сильно ограничены, поскольку сильные и синхронные ценовые движения наблюдаются на рынке в целом; цены акций большого числа эмитентов не подкреплены стабильно выплачивающимися дивидендами и являются высоко рисковыми активами; отечественная нормативно-правовая база не предусматривает необходимых мер (правила «тик вверх»), которые используются в некоторых странах для ограничения возможности игры на понижение, искусственного стимулирования падения рынка. Эти факторы, особенно последний, в сочетании с уязвимостью экономики страны в целом по отношению к внешним факторам, обуславливают высокий риск работы на отечественном рынке акций, как и возможность получения высокой доходности. Всё это делает инвесторов ПИФов потенциально уязвимыми по отношению к возможным падениям рынка. В этих условиях возникает вопрос о перспективах благосостояния

инвесторов фондов и отрасли в целом в случае сильного падения фондового рынка, об их защищённости от катастрофических убытков в случае неблагоприятного развития ситуации.

Всё сказанное было учтено нами при *формировании концептуального подхода к анализу деятельности отечественных паевых инвестиционных фондов, учитывающего особенности отечественного рынка ценных бумаг.* Особое внимание в ходе разработки этого подхода было уделено синтезу идей учёных-классиков инвестирования на фондовом рынке и авторов, известных своими публикациями в области работы с рисковыми активами, принятия краткосрочных решений на рынке акций. Предложенный нами подход учитывает особенности отечественной отрасли паевых фондов и отечественного рынка акций в целом: графические техники анализа позволяют оценить вероятность и возможность получения больших убытков — что необходимо, если учесть спекулятивный характер отечественного рынка ценных бумаг, его склонность демонстрировать сильные ценовые движения. Выбранный состав показателей также отражает доминирование фондов акций и смешанных фондов на российском рынке и незначительную долю прочих ПИФов. Предложенный нами для использования состав аналитических инструментов сформирован таким образом, что они дополняют друг друга, взаимно компенсируя присущие им недостатки. Далее на основании предложенного концептуального подхода была разработана методика оценки качества доверительного управления активами паевых инвестиционных фондов в России.

Это позволило достичь основную цель исследования — провести анализ качества управления активами отечественных ПИФов. Наше исследование показало достаточно низкое качество управления (либо его фактическое отсутствие) активами фондов акций по сравнению с фондами смешанных активов. Тем не менее, большая часть активов отечественных паевых фондов приходится на фонды акций; из них около половины на открытые и интервальные фонды — управляющие компании которых, как мы

установили, в целом не способны предоставить качественных услуг по управлению активами. Таким образом, на момент проведения исследования, активы открытых и интервальных фондов акций в несколько раз превышали активы всех фондов смешанных активов, несмотря на то, что последние показали более высокое качество управления.

По состоянию на 05.05.2004, по данным Национальной лиги управляющих, именно фонды акций занимали первые пять мест по объёмам активов, причём первые три места приходились на фонды «ЛУКойл» [129] — которые фактически показали себя как де-факто индексные, придерживающиеся практически идентичных пассивных стратегий — несмотря на тот факт, что их три. Как де-факто индексные показали себя и ряд других из обследованных фондов. При этом стоимость услуг по управлению активами в ПИФах, как нами было показано в диссертации, является очень высокой по сравнению со стоимостью брокерского обслуживания.

Мы также получили основания утверждать, что отечественный фондовый рынок действительно предоставляет возможность осуществления качественного управления: ряд фондов, преимущественно смешанных активов, продемонстрировали очень хорошие результаты: высокую доходность, сопоставимую с доходностью рынка акций, при существенно меньшем риске.

Всё сказанное позволяет нам в целом назвать доверие в отечественной индустрии управляющим паевых фондов в значительной степени некомпетентным (необоснованным).

Также нами были выявлены причины этого явления, которые в основном сводятся к отсутствию научной обоснованности решений пайщиков при выборе фонда. Это связано с элементарным невладением ими методологическими основами принятия таких решений, из-за чего пайщики становятся уязвимыми по отношению к маркетинговым убеждениям некоторых управляющих компаний. Это обуславливает существенную угрозу

для отрасли паевых инвестиционных фондов: в случае длительного неблагоприятного развития событий на рынке акций большие потери пайщиков могут сформировать в обществе негативное мнение по отношению к отрасли в целом.

В этой связи нами был разработан комплекс рекомендаций по повышению эффективности деятельности отрасли за счёт повышения уровня обоснованности решений пайщиков. Мы рекомендовали предпринять мероприятия по следующим основным направлениям:

1. Повышение информированности пайщиков относительно критериев, по которым целесообразно оценивать деятельность управляющей компании.
2. Более полное раскрытие информации, характеризующей качество деятельности управляющей компании (в диссертации эти направления были подробно раскрыты).

На наш взгляд, принятие мер по этим направлениям будет способствовать отсеву управляющих компаний, предоставляющих низкое качество услуг, заставлять их предпринимать меры по совершенствованию своей деятельности.

## Список использованных источников

1. Гражданский кодекс РФ : части первая и вторая. — М.: Изд-во «Новая Волна», 1996.
2. Об инвестиционных фондах : ФЗ от 29.11.2001 г. №156-ФЗ.
3. О рынке ценных бумаг : ФЗ от 22.04.1996 г. №39-ФЗ.
4. Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений : ФЗ от 25.02.1999 г. №39-ФЗ.
5. О защите прав и законных интересах инвесторов на рынке ценных бумаг : ФЗ от 05.03.1999 г. № 46-ФЗ.
6. Об утверждении положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов : Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 14.08.2002 г. №31/пс.
7. О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации : Указ Президента РФ от 26.07.1995 г. №765.
8. О порядке и сроках определения стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов, стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов и расчетной стоимости инвестиционного пая паевого инвестиционного фонда : Постановление ФКЦБ России от 22.10.2003 г. №03-42/пс.
9. Об утверждении Положения о лицензировании деятельности инвестиционных фондов : Постановление Правительства РФ от 07.06.2002 №394.
10. Об утверждении Положения о лицензировании деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами : Постановление Правительства РФ от 04.07.2002 г. №495.
11. Об отчетности акционерного инвестиционного фонда и отчетности управляющей компании паевого инвестиционного фонда : Постановление

ФКЦБ России от 22.10.2003 г. №03-41/пс.

12. О минимальной стоимости имущества, составляющей паевой инвестиционный фонд, по достижении которой паевой инвестиционный фонд является сформированным : Постановление ФКЦБ России от 27.04.2002 г. №15/пс.

13. О требованиях к величине собственных средств управляющей компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов : Постановление ФКЦБ России от 21.03.2002 №4/пс.

14. О порядке расчета собственных средств управляющей компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов : Постановление ФКЦБ России от 21.03.2002 г. №5/пс.

15. Об утверждении Положения о составе и структуре активов паевых инвестиционных фондов : Постановление ФКЦБ России от 31.08.1999 г. №5.

16. О регулировании деятельности управляющих компаний акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов : Постановление ФКЦБ РФ при Правительстве РФ от 18.02.2004 г. №04-5/пс.

17. Акелис С. Б. Технический анализ от А до Я / С. Б. Акелис. — М. : Диаграмма, 1999.

18. Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг / М. Ю. Алексеев. — М. : Финансы и статистика, 1992.

19. Алексеев М. Ю. Технология операций с ценными бумагами / М. Ю. Алексеев, Я. М. Миркин. — М. : Перспектива, 1992.

20. Алехин Б. И. Рынок ценных бумаг : введение в фондовые операции / Б. И. Алехин. — Самара: «СамВен», 1992.

21. Антипов А. В. Паевые инвестиционные фонды // Финансы. — 1999. — №1.

22. Антонец О. ПИФы - коллективизация инвестиций // Директор-Инфо. — 2003. — № 4 (69).

23. Астанин Э. Современные информационные технологии для инвесторов рынка ценных бумаг / Э. Астанин, В. Салахутдинов // Рынок ценных бумаг. — 2000. — №22 (181).

24. Базовый курс по рынку ценных бумаг. — сайт «Якутский деловой сервер». — <http://delo.ykt.ru>.
25. Баклунов М. Инвестиционные стратегии и оценка работы паевых инвестиционных фондов / М. Баклунов // Всё о паевых фондах. — М. : Деловой экспресс, 2001.
26. Бейкер Д. Дайте прибыли накапливаться / Д. Бейкер // Современный трейдинг. — 2001. — №7.
27. Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: учебное пособие / Т. Б. Бердникова. — М. : ИНФРА-М, 2004.
28. Бизнес на рынке ценных бумаг. Российский вариант / Отв. ред. В.В. Коланьков, А.В. Коланьков, В.Е. Грабарник, К.Е. Карловский. — М. : Граникор, 1992.
29. Биржевая деятельность / Под ред. А.Г. Грязновой и др. — М. : Финансы и статистика, 1996.
30. Богл Д. Взаимные фонды с точки зрения здравого смысла : новые императивы для разумного инвестора. — М. : Альпина Паблишер, 2002.
31. Бойко Т. Сбереечь и накопить. Если ваши деньги в паевых инвестиционных фондах / Т. Бойко. — М.: Акционер, 1998.
31. Большой экономический словарь / под ред. А.Н. Азриляна — 2-е изд.— М. : Институт новой экономики, 1997.
33. Бочаров В.В. Инвестиционный менеджмент / В.В. Бочаров — СПб.: СПб Университет экономики и финансов, 1995.
34. Буренин А.И. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки / А.И. Буренин. — М.: Тривола, 1994.
35. Бычков А.П. Мировой рынок ценных бумаг : институты, инструменты, инфраструктура / А.П. Бычков. — М. : Диалог-МГУ, 1998.
36. Васильев Д. Инвесторы, объединяйтесь // Журнал для акционеров. — 2000. — №4.
37. Васильев С. Информационная открытость решает всё / С. Васильев, И. Илюхин // Современный трейдинг. — 2001. — №2.
38. Васильев С. Фондовому рынку важно всё / С. Васильев // Современный трейдинг. — 2001. — №3.

39. Воронова Н.С. Акционерное общество на рынке ценных бумаг (вопросы теории и практики) / Н.С. Воронова — СПб. : Изд-во СПб ГУЭФ, 1997.
40. Гавага Ю. Записки начинающего трейдера (часть 3) / Ю. Гавага // Современный трейдинг. — 2001. — №3.
41. Газизуллин Ф. Смена приоритетов / Ф. Газизуллин // Журнал для акционеров. — 2000. — №1.
42. Гитман Л. Дж. Основы инвестирования / Л. Дж. Гитман, М.Д. Джонк. — М. : Дело, 1997.
43. Генкин А.С. Эффективный траст. Опыт западной Европы и российской практики / А.С. Генкин — М.: Альпина, 1999.
44. Глухов В.В. Экономико-математические методы и модели в менеджменте : учебное пособие / В.В. Глухов, М.Д. Медников, С.Б. Коробко. — СПб : СПбГТУ, 1999.
45. Голубович А.Д. Траст / А.Д. Голубович. — М. : Русская деловая литература, 1994.
46. Гришанков Д. Сеанс пифоанализа / Д. Гришанков, И. Шувалова, Ф. Вышков // Эксперт. — 1998. — №7.
47. Дефоссе Г. Фондовая биржа и биржевые операции / Г. Дефоссе. — М. : Цериц ПЭЛ, 1992.
48. Димова Е. Современные тенденции развития мирового рынка доверительных услуг // Ваши личные финансы, 2004. — №9 (264).
48. Дорнбуш Р., Фишер С. Макроэкономика: Пер. с англ. — М.: Изд-во МГУ: ИНФРА-М, 1997.
49. Едророва В.Н. Учёт и анализ финансовых активов / В.Н. Едророва, Е.А. Мизиковский — М. : Финансы и статистика, 1995.
50. Ефремова Т.Ф. Новый словарь русского языка. Толково-словообразовательный. — М.: Русский язык, 2000.
51. Жваколюк Ю. В. Внутрдневная торговля на рынке ФОРЕКС / Ю.В. Жваколюк. — СПб : Издательство «Питер», 2000.
52. Желтоносов В.М. Рынок сбережений России / В.М. Желтоносов // Финансы и кредит. — 2003. — № 24 (138).

53. Жуков Е.Ф. Инвестиционные институты / Е.Ф. Жуков. — М.: Банки и биржи, Юнити, 1998.
54. Жуков Е.Ф. Тростовые и факторинговые операции / Е.Ф. Жуков. — М.: Консалтбанкир, 1995.
55. Зайцев Д. А. Организация и деятельность паевых инвестиционных фондов / Д.А. Зайцев, М.Н. Чураева. — М.: ФИД «Деловой экспресс», 1998.
56. Запорожан А.Я. Всё об акциях / А.Я. Запорожан. — СПб : Издательство «Питер», 2001.
57. Золотарёв И.Б. Всё, что вы хотели знать о паевых фондах / И.Б. Золотарёв. — М.: Финансы и статистика, 1998.
58. Индрисов А.Б. Стратегическое планирование и анализ эффективности инвестиций / А.Б. Индрисов, С.В. Картышев, А.В. Постников. — М. : Филинь, 1997
59. Капитан М.Е. Американские инвестиционные фонды / М.Е. Капитан // Информационно-аналитический бюллетень «Коллективные инвестиции». — 1999. — №3.
60. Капитан М. Е. Баланс консерваторов / М.Е. Капитан // Инвестиции плюс. — 2001 — № 7-8.
61. Капитан М.Е. Инвестиционные фонды в Германии / М.Е. Капитан // Информационно-аналитический бюллетень «Коллективные инвестиции». — 1999. — №1.
62. Капитан М.Е. Кто есть кто на рынке коллективных инвестиций / М.Е. Капитан — М. : Альпина Паблишер, 2003.
63. Карпушев О. Визуальный анализ поверхностей дохода / О. Карпушев, К. Копыркин // Современный трейдинг. — 2001. — №3.
64. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс // в 2т. — М. : МП «ЭКОНОВ», 1993. — Т.2.
65. Керсов М. Краткая история виртуального пирамидостроения / М. Керсов // Современный трейдинг. — 2001. — №4.
66. Килячков А.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / А.А. Килячков, Л.А. Чалдаева — М. : Юристъ, 2000.

67. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалёв. — М. : Финансы и статистика, 2002.
68. Ковалёв В. В. Финансовый анализ / / В.В. Ковалёв. — М. : Финансы и статистика. — 1998.
69. Ковалевич М. Интернет: махинации с ценными бумагами / М. Ковалевич // Журнал для акционеров. — 2000. — №7.
70. Кокорев Р. Опыт розничных продаж инвестиционных паев ПИФа. Как сформировать спрос на услуги ПИФа / Р. Кокорев, М. Капитан, К. Волынкин // Рынок ценных бумаг. — 2003. — № 20 (251).
71. Кокорев Р. Проблемы развития инвестиционных фондов до 2010 года : попытка сценарного анализа // Инвестиции плюс. — 2003. — №1(46).
72. Коланьков В. Расцвет паевых фондов в Америке / Р. Кокорев // Рынок ценных бумаг. — 1996. №6.
73. Колесников В.И. Ценные бумаги / В.И. Колесников, В.С. Торкановский. — М.: Финансы и статистика, 1998.
74. Копыркин К. Динамические скользящие средние / К. Копыркин Часть 2 // Современный трейдинг. — 2001. — №7.
75. Королюк М. Как сравнивать торговые системы // Современный трейдинг. — 2001. — №1.
76. Котлов А. Бизнес в складчину / А. Котлов // Эксперт. — 2002— №36.
77. Кузин А. Паевые фонды — 2003: взрыв популярности / А. Кузин // Финансист. — 2004. — №1 (42).
78. Кухоцкий К. Эталонные показатели эффективности управления паевыми инвестиционными фондами / К. Кухоцкий, А. Лысцов, В. Окулов // Рынок ценных бумаг. — 2004. — №15.
79. Лебо Ч. Дважды адаптивная фиксация прибыли / Ч. Лебо // Современный трейдинг. — 2001. — №7.
80. Лузин Г.П. Инвестиционные фонды в процессе трансформации экономики : опыт развития в российских условиях / Г.П. Лузин. — Апатиты : Ин-т экон. проблем кол. науч. центра Рос. акад. Наук, 2001.
81. Ляшенко В.И. Фондовые индексы и рейтинги / В.И. Ляшенко. — Донецк : Сталкер, 1998.

82. Макарова Н.В., Трофимец В.Я. Статистика в Excel : учебное пособие / Н.В. Макарова, В.Я. Трофимец.— М.: Финансы и статистика, 2002.
83. Маковецкий М.Ю. Роль рынка ценных бумаг в инвестиционном обеспечении экономического роста // Финансы и кредит. — 2004. — 1(139).
84. Малюгин В.И. Рынок ценных бумаг: Количественные методы анализа : учебное пособие / В.И. Малюгин. — М. : Дело, 2003.
85. Малюгин В.И. Рынок ценных бумаг : количественные методы анализа : учебное пособие / В.И. Малюгин. — М. : Дело, 2003.
86. Меньшиков И.С. Финансовый анализ ценных бумаг : курс лекций / И.С. Меньшиков. — М. : Финансы и статистика, 1998.
87. Миловидов В.Д. Иностраные инвестиционные фонды в России : противоречивое начало года / В.Д. Миловидов // Рынок ценных бумаг. — 1998. — №8.
88. Миловидов В.Д. Паевые инвестиционные фонды / В.Д. Миловидов. — М. : Анкил, ИНФРА-М, 1996.
89. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России : воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я. М. Миркин. — М. : Альпина Паблишер, 2002.
90. Миркин Я.М. Стратегия восстановления и развития фондового рынка / Я. М. Миркин. // Журнал для акционеров. — 2000. — №8.
91. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России : Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития // [www.mirkin.ru/\\_docs/book007.pdf](http://www.mirkin.ru/_docs/book007.pdf).
92. Миронов В. Технический анализ: проблема выбора индикаторов / В. Миронов, Д. Беденков // Рынок ценных бумаг — 1997. — №5.
93. Надель-Червинская М.П., Червинский П.П. Большой толковый словарь иностранных слов / М.П. Надель-Червинская, П.П. Червинский. Т.1 Ростов-на-Дону, 1997.
94. Найман Э.Л. Малая энциклопедия трейдера / Э.Л. Найман. — М. : ВИРА-Р: Альфа Капитал, 1999.
95. Нортон Р.Дж. Фонды облигаций. Путь к получению высоких доходов / Р. Дж. Нортон. — М. : Альпина Паблишер, 2002.

96. Первозванский А.А. Финансовый рынок : расчет и риск / А.А. Первозванский, Т.Н. Первозванская. — М. : ИНФРА-М, 1994.
97. Путеводитель по российскому рынку капитала : паевые инвестиционные фонды. — М.: Алпина Паблишер, 2001.
98. Розенберг Дж. М. Инвестиции: Терминологический словарь / Дж. М. Инвестиции. — М. : Инфра-М, 1997.
99. Российский статистический сборник // Госкомстат России. — М. : 2003.
100. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг / Б.Б. Рубцов. — М.: Экзамен, 2002.
101. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки : проблемы и тенденции развития : Автореф. дис. на соискание ученой степени доктора экономических наук.
102. Рынок ценных бумаг : учебник / под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. — М.: Финансы и статистика, 1996.
103. Савицкий К.Л., Перцев А.П., Капитан М.Е. Паевые инвестиционные фонды : жизнь и судьба. [www.nlu.ru](http://www.nlu.ru).
104. Сорос Дж. Алхимия финансов: Пер. с англ. — М. : ИНФРА — М, 1996.
105. Спицнадель В. Н. Основы системного анализа: учебное пособие / В.Н. Спицнадель. — СПб.: Бизнес-пресса, 2000.
106. Тertyшный С.А. Рынок ценных бумаг и методы его анализа. — СПб. : Питер, 2004.
107. Толстоногов Д. Основы Money Management / Д. Толстоногов // Современный трейдинг. — 2001. — №4.
108. Трегуб А. Закрытые фонды: чего ждать от них? / А. Трегуб // Финансист. — 2002. — №6.
109. Трегуб А. Паевые инвестиционные фонды: качество инструмента и риски инвестора / А. Трегуб // Финансист. — 2002. — №1.
110. Тюрин Ю.Н., Макаров А.А., Статистический анализ на компьютере / Под ред. В.Э. Фигурнова. — М. : ИНФРА-М, 1998.
111. Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Под общ.ред. А.Г. Грязновой. — М. : Финансы и статистика, 2002.
112. Фондовые рынки США и России. Становление и регулирование. — М.: Экономика, 1998.

113. Хартл Т. Не упустить возможность / Т. Хартл // Современный трейдинг. — 2001. — №8.
114. Хилов Д. Лучшего капиталовложения, чем в ПИФ, для частного инвестора пока нет // Рынок ценных бумаг. — 2003. — №9.
115. Черняк Ю.И. Системный анализ / Ю.И. Черняк. — М.: Наука, 1982.
116. Шабров Н. Торговые системы прямого доступа. Сравнение и перспективы / Н. Шабров // Современный трейдинг. — 2001. — №2.
117. Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бэйли Дж. В. Инвестиции : Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 1998.
118. Швагер Дж. Технический анализ. Полный курс : Пер. с англ. — М.: Альпина Паблишер, 2001.
119. Этцкорн М. Джон Боллинджер. В центре внимания — рынок // Современный трейдинг. — 2001. — №7.
120. A Guide to Mutual Funds. — сайт Investment Company Institute.: [www.ici.org](http://www.ici.org).
121. Alshanti K. Serious business // Active trader — 2001. — v. 2. — № 9.
122. Bierovic T. Flags by candlelight //Active trader—2002.— v. 3. — № 1.
123. Closed-End Fund Statistics — сайт Investment Company Institute. — [www.ici.org](http://www.ici.org).
124. Grossman S. J. On the Efficiency of Competitive Stock Markets Where Trades Have Diverse Information // Journal of Finance. — 1976. — 31. — №2.
125. Mutual Fund Fact Book 2003. — Investment Company Institute, 2003.
126. The state of the european investment funds industry at End-December 2003. — Investment Funds Knowledge Centre, FEFSI, 2004.
127. The World Bank Group. Annual Report 2002 — The World Bank Group, 2002.
- Интернет-ресурсы:
128. Сайт Центрального банка России [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru) [Электронный ресурс].
129. Сайт Национальной Лиги Управляющих [www.nlu.ru](http://www.nlu.ru) [Электронный ресурс].
130. Сайт Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (Федеральной службы по финансовым рынкам) [www.fedcom.ru](http://www.fedcom.ru) [Электронный ресурс].

131. Сайт Первого специализированного депозитария [www.frsd.ru](http://www.frsd.ru)  
[Электронный ресурс].
132. Сайт Московской межбанковской валютной биржи [www.micex.ru](http://www.micex.ru)  
[Электронный ресурс].
133. Сайт Министерства финансов Российской Федерации [www.minfin.ru](http://www.minfin.ru)  
[Электронный ресурс].
134. Сайт Российской торговой системы [www.rts.ru](http://www.rts.ru) [Электронный ресурс].
135. Интернет-словарь инвестиционных терминов [www.investorwords.com](http://www.investorwords.com)  
[Электронный ресурс].
136. Интернет-словарь сокращений [www.acronymfinder.com](http://www.acronymfinder.com) [Электронный ресурс].
137. сайт Информационного агентства Cbonds.ru [www.investfunds.ru](http://www.investfunds.ru)  
[Электронный ресурс].
138. Сайт инвестиционной компании «Финнам» [www.finam.ru](http://www.finam.ru) [Электронный ресурс].
139. Сайт Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг [www.fcsm.ru](http://www.fcsm.ru)  
[Электронный ресурс].
140. Сайт Центра знаний об инвестиционных фондах (Investment Funds Knowledge Centre, FEFSI) [www.fefsi.org](http://www.fefsi.org) [Электронный ресурс].
141. Сайт российского информационного агентства «РосБизнесКонсалтинг» [www.rbc.ru](http://www.rbc.ru) [Электронный ресурс].
142. Сайт National Bureau of Economic Research [www.nber.org](http://www.nber.org) [Электронный ресурс].
143. Сайт Investment Company Institute [www.ici.org](http://www.ici.org) [Электронный ресурс].
144. Сайт International Organization of Securities Commissions [www.iosco.org](http://www.iosco.org)  
[Электронный ресурс].
145. Сайт Федеральной резервной системы США [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)  
[Электронный ресурс].

## ПРИЛОЖЕНИЕ А

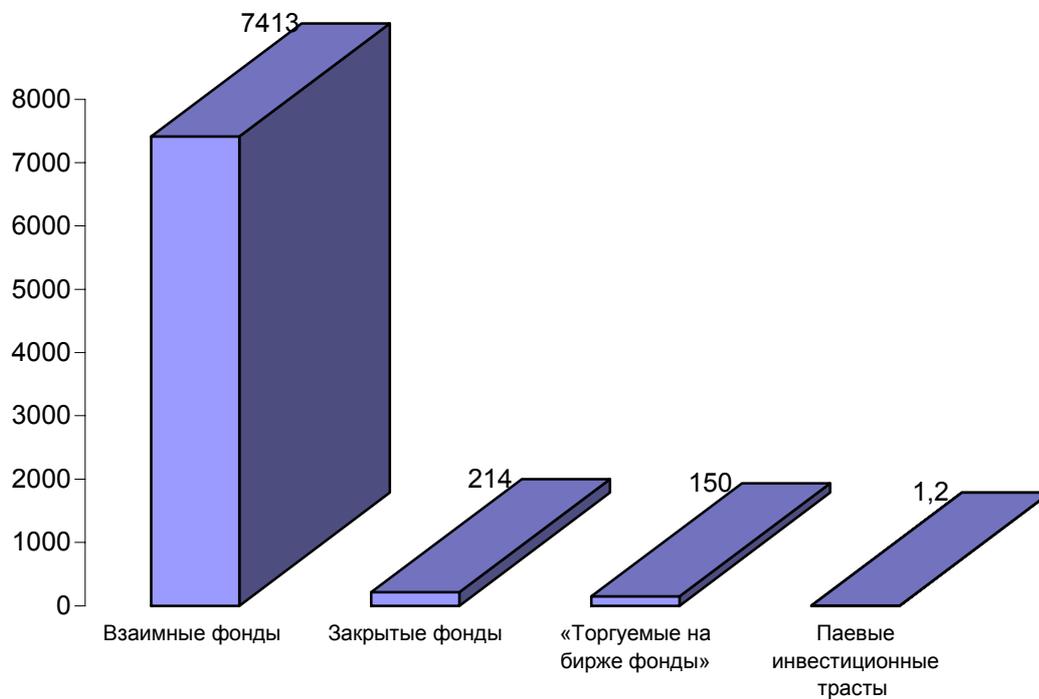


Рисунок 1 — Распределение активов инвестиционных фондов в США в зависимости от организационной формы фонда в 2003 г., млрд. долл.

## ПРИЛОЖЕНИЕ Б

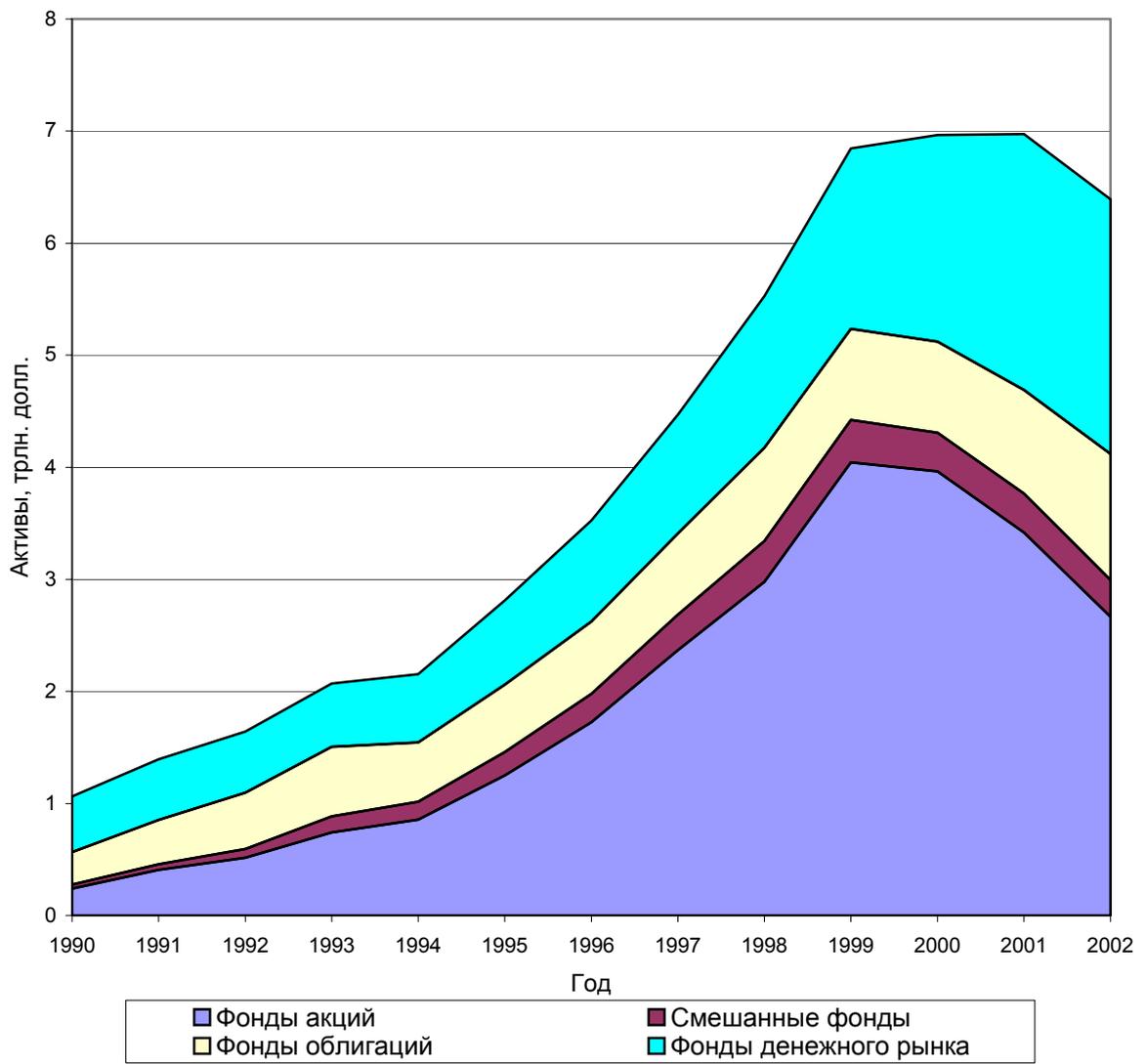


Рисунок 2 — Активы взаимных фондов США с разбивкой по типам за 1990-2002 гг., млрд. долл.

## ПРИЛОЖЕНИЕ В

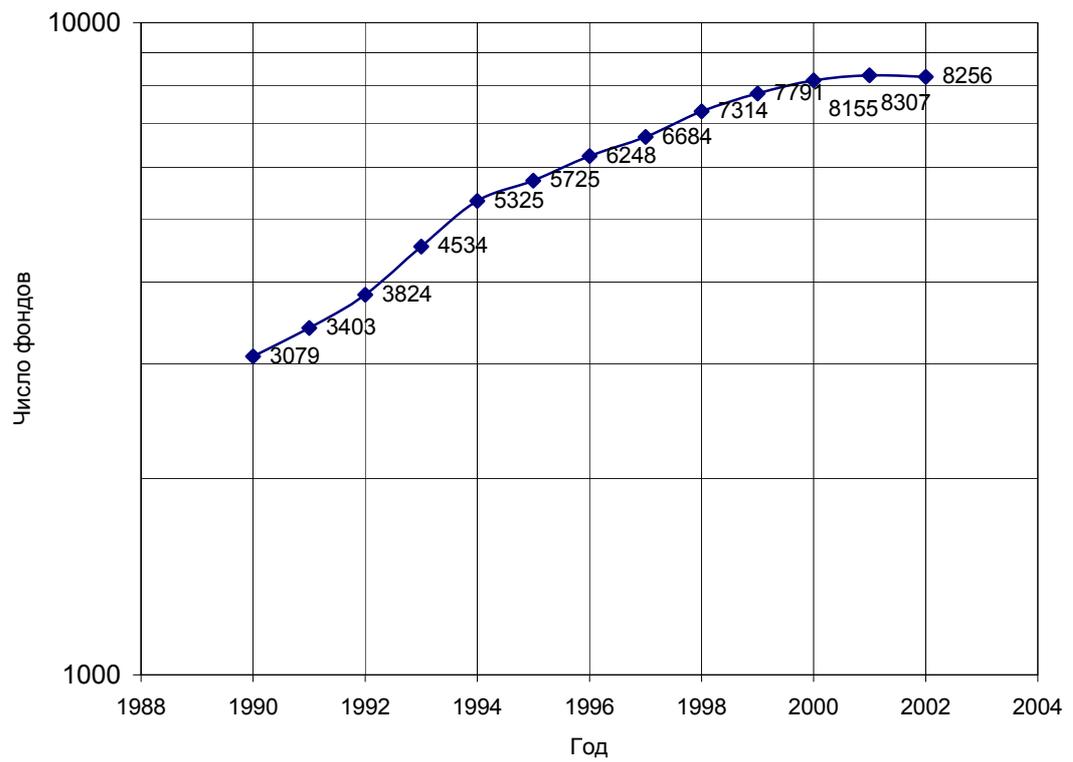


Рисунок 3 — Рост числа взаимных фондов в США

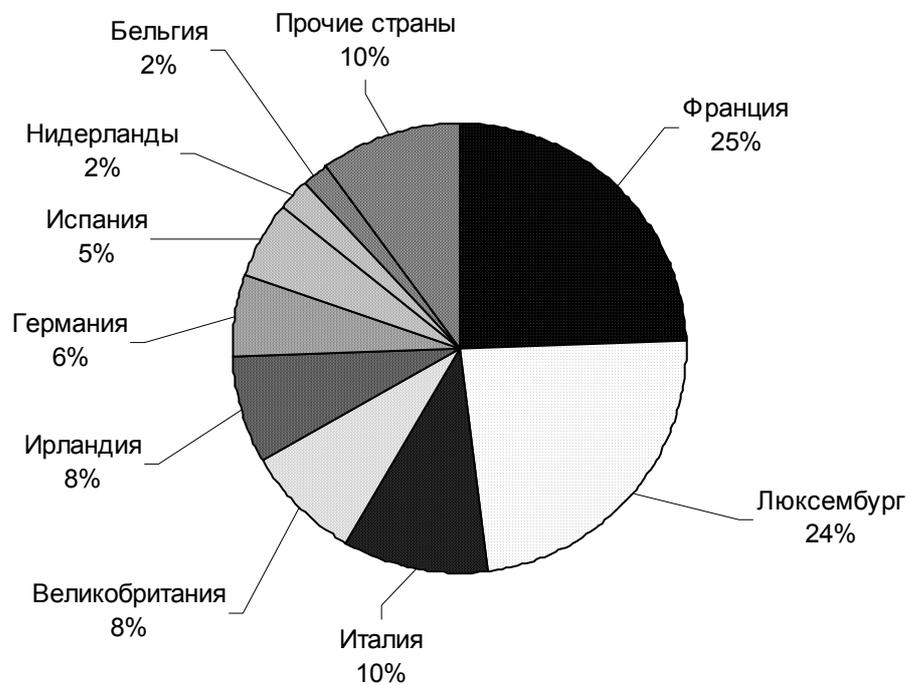


Рисунок 4 — Чистые активы индустрии открытых фондов (UCITS) Европы в 2003 году, в процентах

## ПРИЛОЖЕНИЕ Г

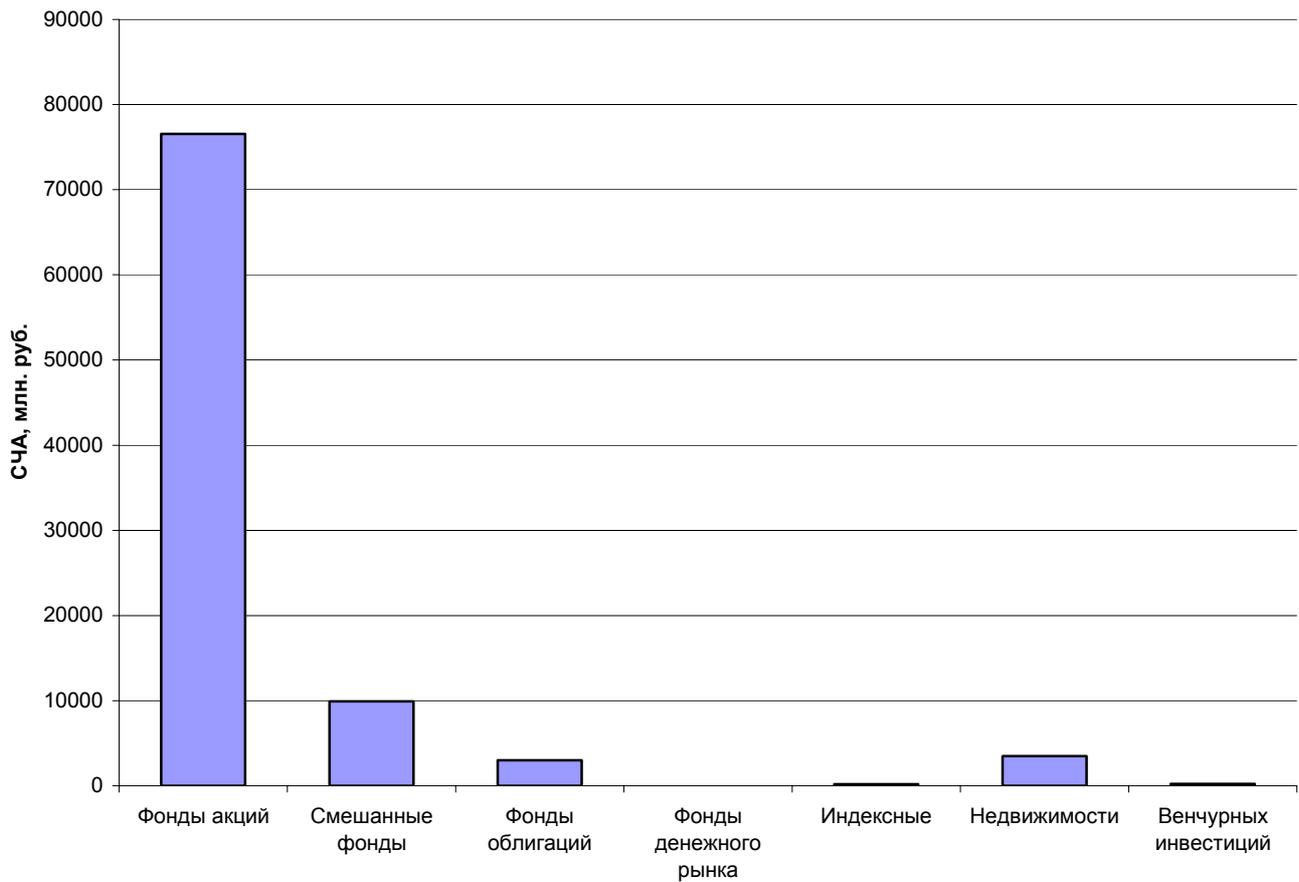


Рисунок 5 — Распределение активов отечественных ПИФов при классификации по типам активов в 2003 году, млн. руб.

## ПРИЛОЖЕНИЕ Д

Таблица 1 — Общая информация о совокупности исследуемых фондов

№ п/п	Название фонда	Тип фонда *	Управляющая компания	Дата формирования	Размер фонда на 10.06.04, млн. руб.	Мин. сумма инвестиций, тыс. руб.
1	Добрыня Никитич	ОА	ЗАО «Управляющая компания «Тройка Диалог»	10.06.97	1716	50
2	Ермак - фонд краткосрочных инвестиций	ОА	ЗАО «Ермак»	15.12.00	18	2
3	Паллада - фонд корпоративных ценных бумаг	ОА	ЗАО «Паллада Эссет Менеджмент»	12.03.97	97	5
4	Перспектива	ОА	ООО «Управляющая компания «Мономах»	29.12.99	130	50
5	Пётр Столыпин	ОА	ЗАО «Объединенная Финансовая группа ИНВЕСТ»	28.05.97	619	3
6	Фонд Акций	ОА	ЗАО «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент»	28.02.97	724	1
7	Солид-Инвест	ОА	ЗАО «Солид Менеджмент»	19.04.00	115	1
8	Дружина	ОС	ЗАО «Управляющая компания «Тройка Диалог»	30.03.01	215	100
9	Капитал	ОС	ЗАО «Управляющая компания «Энергокапитал»	12.02.01	34	0,1
10	Капитальный	ОС	ОАО «Управляющая компания «Пифагор»	03.04.01	47	10
11	Партнёрство	ОС	ЗАО «Управляющая компания «Интерфин КАПИТАЛ»	29.01.98	44	0,5
12	Фонд Сбалансированный	ОС	ЗАО «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент»	22.12.97	291	1
13	Высокие технологии	ИА	ЗАО «Управляющая компания «Менеджмент Центр»	31.07.01	348	6000
14	Энергия	ИА	ООО Управляющая компания «Мономах»	23.05.99	33	50
15	ЛУКОЙЛ Фонд Отраслевых инвестиций	ИА	ЗАО «Управляющая компания НИКойл»	04.06.99	2866	10

Продолжение таблицы 1.

16	ЛУКОЙЛ Фонд Первый	ИА	ЗАО «Управляющая компания НИКОЙЛ»	13.02.99	7003	10
17	ЛУКОЙЛ Фонд Перспективных вложений	ИА	ЗАО «Управляющая компания НИКОЙЛ»	21.09.99	2042	10
18	Поддержка	ИА	ЗАО «Паллада Эссет Менеджмент»	15.03.00	104	100
19	Нефтяной Фонд Промышленной Реконструкции и Развития	ИА	ЗАО «Управляющая компания «Менеджмент Центр»	07.10.97	2036	не установ лена
20	Солид Интервальный	ИС	ЗАО «Солид Менеджмент»	14.11.00	35	10
21	Алемар - первый сибирский	ИС	ОАО «Управляющая компания Алемар»	31.10.98	41	5
22	Петербургский Промышленный	ИС	ЗАО «Санкт-Петер- бургская Центральная Управляющая»	07.09.00	4	10
23	Альфа- Капитал	ИС	ООО «Управляющая компания «Альфа- Капитал»	28.09.00	1175	5
24	Информацион ные технологии	ЗА	ЗАО «Управляющая компания «Менеджмент Центр»	14.11.02	2412	10000
25	Медиаинвест	ЗА	ЗАО «Управляющая компания «Менеджмент Центр»	05.11.02	9260	10000
26	Ресурс	ЗА	ООО «Менеджмент- Консалтинг»	21.07.03	17166	700000
27	Фонд Ямал Первый	ЗС	ОАО «Компания по управлению инвестициями «Ямал»	03.06.03	422	25000
28	Объединенный Сибирский	ЗС	ЗАО «Управляющая компания «Брокеркредитсервис»	08.09.03	23	1000

\* ОА – открытый фонд акций; ОС – открытый фонд смешанных активов;  
 ИА – интервальный фонд акций; ИС – интервальный фонд смешанных активов;  
 ЗА – закрытый фонд акций; ЗС – закрытый фонд смешанных активов.

## ПРИЛОЖЕНИЕ Б

Таблица 2 — Сведения по издержкам пайщиков фондов

№ п/п	Наименование фонда	Тип фонда	Вознаграждение УК, в % от СЧА	Вознаграждение депозитария, регистратора, аудитора, оценщика, в % от СЧА	Расходы за счет имущества, фонда, в % от СЧА	Надбавка при покупке пая, в % от стоимости пая	Скидка при выкупе пая, в % от стоимости пая
1	Добрыня Никитич	ОА	3	1,8	0,3	-	1
2	Ермак - фонд краткосрочных инвестиций	ОА	3,5	3	3,5	-	2
3	Паллада - фонд корпоративных ценных бумаг	ОА	2,5	2,2	1,1	0,5	1,2
4	Перспектива	ОА	3,5	0,85	0,25	-	-
5	Пётр Столыпин	ОА	3,48	2	0,5	-	3
6	Фонд Акций	ОА	3,6	0,9	0,1	-	2
7	Солид-Инвест	ОА	4,32	3	1,5	-	-
8	Дружина	ОС	3	0,45	0,3	-	0,5
9	Капитал	ОС	4,2	3,3	1,5	-	1
10	Капитальный	ОС	2,4	2,4	1,5	-	2
11	Партнёрство	ОС	3,6	4,5	1,9	-	2
12	Фонд Сбалансированный	ОС	3,6	0,9	0,1	-	2
13	Высокие технологии	ИА	3	1,2	2	-	-
14	Энергия	ИА	3,5	0,85	0,25	-	-
15	ЛУКОЙЛ Фонд Отраслевых инвестиций	ИА	3,6	0,996	0,528	1	1
16	ЛУКОЙЛ Фонд Первый	ИА	3,6	0,996	0,528	1	1
17	ЛУКОЙЛ Фонд Перспективных вложений	ИА	3,6	0,996	0,528	1	1
18	Поддержка	ИА	1,2	1,7	1,7	-	12
19	Нефтяной Фонд Промышленной РиР	ИА	1,8	1,2	2	-	-
20	Солид Интервальный	ИС	4,248	2,26	1,5	-	-
21	Алемар - первый сибирский	ИС	3,5	3	2	-	0,5
22	Петербургский Промышленный	ИС	4	3,5	3,5	1,5	1,5
23	Альфа-Капитал	ИС	3,6	2,27	1,23	0,5	0,5
24	Информационные технологии	ЗА	1,5	0,775	2,4	-	-
25	Медиаинвест	ЗА	1,5	0,775	2,4	-	-
26	Ресурс	ЗА	0,5	0,071	1	-	-
27	Фонд Ямал Первый	ЗС	1,2	0,9	1,2	-	-
28	Объединенный Сибирский	ЗС	1,2	6,96	5	-	-

## ПРИЛОЖЕНИЕ Ж

Таблица 3 — Доходность ПИФов за 2002-2004 гг., в процентах

№ п/п	Наименование фонда	Тип фонда	Прирост стоимости пая, %		
			2002	2003	2004
1	Добрыня Никитич	ОА	47,68	40,81	19,53
2	Ермак - фонд краткосрочных инвестиций	ОА	3,63	27,21	6,97
3	Паллада - фонд корпоративных ценных бумаг	ОА	25,50	45,79	5,16
4	Перспектива	ОА	22,18	42,83	26,73
5	Пётр Столыпин	ОА	16,07	55,04	9,62
6	Фонд Акций	ОА	31,47	51,53	-4,39
7	Солид-Инвест	ОА	21,13	52,03	25,32
8	Дружина	ОС	24,97	29,36	16,68
9	Капитал	ОС	43,72	26,81	24,34
10	Капитальный	ОС	20,05	19,80	10,76
11	Партнёрство	ОС	20,97	39,21	1,78
12	Фонд Сбалансированный	ОС	30,09	24,36	5,92
13	Высокие технологии	ИА	7,28	56,24	17,25
14	Энергия	ИА	54,32	47,02	24,03
15	ЛУКОЙЛ Фонд Отраслевых инвестиций	ИА	48,55	66,78	18,15
16	ЛУКОЙЛ Фонд Первый	ИА	49,53	66,53	17,09
17	ЛУКОЙЛ Фонд Перспективных вложений	ИА	51,54	67,21	21,66
18	Поддержка	ИА	44,35	81,68	9,81
19	Нефтяной Фонд Промышленной Реконструкции и Развития	ИА	18,14	36,89	19,33
20	Солид Интервальный	ИС	23,79	31,05	26,13
21	Алемар - первый сибирский	ИС	24,75	23,54	9,23
22	Петербургский Промышленный	ИС	29,01	15,41	8,78
3	Альфа-Капитал	ИС	33,97	32,73	30,01
24	Информационные технологии	ЗА	-	15,26	17,36
25	Медиаинвест	ЗА	-	53,64	2,57
26	Ресурс	ЗА	-	-	3,19
27	Фонд Ямал Первый	ЗС	-	-	30,17
28	Объединенный Сибирский	ЗС	-	-	83,77

