

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего профессионального образования
«САМАРСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»

На правах рукописи

ЖЕГАЛОВА АЛЕКСАНДРА СЕРГЕЕВНА

**ПАЕВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ
В СИСТЕМЕ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ
В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

Специальность 08.00.10 - Финансы, денежное обращение
и кредит

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель
Тершукова Марина Борисовна,
кандидат экономических наук,
доцент

САМАРА 2014

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	3
Глава 1 Теоретические основы коллективного инвестирования	10
1.1 Экономическая сущность и правовые основы системы коллективного инвестирования в Российской Федерации	10
1.2 Паевые инвестиционные фонды: содержание, виды, сравнительные характеристики	26
1.3 Особенности финансов организаций коллективного инвестирования в Российской Федерации	41
Глава 2 Паевые инвестиционные фонды: оценка российской практики коллективного инвестирования	62
2.1 Динамика развития паевых инвестиционных фондов и финансовый анализ показателей их деятельности	62
2.2 Проблемы функционирования паевых инвестиционных фондов в РФ и направления их решения	82
Глава 3 Перспективы развития паевых инвестиционных фондов в Российской Федерации	93
3.1 Мировой опыт коллективного инвестирования и возможность его использования в российских условиях	93
3.2 Оценка показателей доходности паевых инвестиционных фондов в целях обеспечения информационных интересов инвесторов	109
Заключение.....	121
Список литературы.....	129
Приложения.....	143

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы диссертационного исследования. Экономическая стратегия Российской Федерации предусматривает ее инновационное развитие на основе активизации инвестиционных процессов. Успешная их реализация возможна при наличии необходимого объема финансовых ресурсов - источников финансирования инвестиций в инновационные проекты. Незрелость отечественного финансового рынка ограничивает возможность их привлечения рамками рынка ссудных капиталов, который с учетом дефицита долгосрочных депозитов также ограничен в инвестиционных финансовых ресурсах.

В указанной ситуации достаточно перспективным средством привлечения финансовых ресурсов частных инвесторов на финансовый рынок является коллективное инвестирование. Организации коллективного инвестирования позволяют привлечь в данный процесс наряду с крупными инвесторами, и население, трансформировав их сбережения в инвестиции. Дальнейшее развитие коллективного инвестирования обусловлено глобализацией финансовых отношений: стабильное, успешное позиционирование России на мировом финансовом рынке во многом определяется ростом капитализации профессиональных участников рынка ценных бумаг в России, в том числе паевых инвестиционных фондов. Необходимость развития данного финансового инструмента предусмотрена в Стратегии инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года.

В данном контексте необходимо отметить, что в развитых странах с рыночной ориентацией финансовые институты оказывают существенное влияние на развитие реального сектора экономики и формирование ВВП. Так, доля активов паевых инвестиционных фондов в ВВП развитых стран находится на уровне 15 - 30%, в Российской Федерации около - 1%.

Несмотря на существенный рост паевых инвестиционных фондов на отечественном финансовом рынке данная форма коллективного инвестирования находится в стадии становления. Мировой финансовый кризис оказал негативное влияние на состояние рынка паевых инвестиционных фондов и выявил проблемы его развития.

Важность и сложность поставленных вопросов, а также необходимость их теоретического осмысления и практической реализации определили актуальность и значимость темы диссертационного исследования.

Степень научной разработанности проблемы. Вопросы развития теоретических основ инвестиций находились в центре внимания как зарубежных, так и отечественных ученых. Значительный вклад в исследование механизмов взаимодействия финансовых институтов и рынка ценных бумаг внесли такие ученые, как Г. Марковиц, Ф. Модильяни и М. Миллер, У. Шарп, Коупленд и др. Важный вклад в развитие теории и практики коллективного инвестирования представлен в работах Д. Богла, У. Гоэцмана, Р. Нортон, С. Росса, Г. Серваеса, П. Турфано и других исследователей.

Изучению проблем финансирования инвестиций посвящены работы российских экономистов А.Е. Абрамова, И.Т. Балабанова, В.В. Булатова, В.А. Галанова, А.И. Гончарова, Е.Ф. Жукова, Н.Ф. Зарук, В.Д. Миловидова, Я.М. Миркина, Ю.Б. Рубинина, Б.Б. Рубцова, Н.В. Солабуто.

Несмотря на значительный перечень авторов, изучавших вопросы коллективного инвестирования, следует отметить отсутствие в экономической литературе работ, посвященных комплексному изучению системы коллективного инвестирования в целом, а также ее элементов, в частности паевых инвестиционных фондов, их видов и особенностей функционирования.

Остаются слабо изученными вопросы защиты прав инвесторов и их интересов как владельцев инвестиционных паев, а также стимулирования привлечения инвестиционных ресурсов частных инвесторов; использования современных методов управления паевыми инвестиционными фондами и др.

Не менее остро стоят вопросы разработки показателей доходности паев, как инструмента привлечения частных инвестиций.

Цель и задачи исследования. Цель диссертационного исследования состоит в развитии теоретических основ и разработке практических рекомендаций по функционированию паевых инвестиционных фондов в системе коллективного инвестирования.

Необходимость достижения поставленной цели обусловила постановку следующих задач:

- рассмотреть теоретические основы и сущность коллективного инвестирования, дать определение системе коллективного инвестирования и выявить ее элементный состав;

- раскрыть содержание и роль паевых инвестиционных фондов в системе коллективного инвестирования, рассмотреть классификацию паевых инвестиционных фондов и выявить их отличительные черты;

- охарактеризовать особенности функционирования участников коллективного инвестирования как финансовых посредников, определить их преимущества и недостатки;

- проанализировать показатели, отражающие современное состояние паевых инвестиционных фондов в целях выявления тенденций их развития в Российской Федерации;

- исследовать мировой опыт коллективного инвестирования и на его основе предложить направления развития паевых инвестиционных фондов в Российской Федерации;

- изучить систему показателей, предоставляемых управляющей компанией инвесторам для оценки доходности паевого инвестиционного фонда.

Область исследования. Исследование проведено по специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» Паспорта специальностей ВАК (экономические науки) в рамках п. 3.25 «Финансы инвестиционного и инновационного процессов, финансовый инструментарий инвестирования», п. 4.4 «Стратегия трансформации доходов населения в организованные сбережения», п.

6.18 «Специфика функционирования, институциональные основы и механизмы различных сегментов рынка ценных бумаг», п. 7.10 «Страховые компании, паевые инвестиционные фонды и пенсионные фонды: совершенствование методов составления рейтингов и раскрытия информации».

Объектом исследования выступают паевые инвестиционные фонды в системе коллективного инвестирования в Российской Федерации.

Предметом исследования являются экономические отношения, складывающиеся в процессе функционирования паевых инвестиционных фондов в системе коллективного инвестирования.

Теоретическая и методологическая основа исследования. Теоретическую основу диссертационного исследования составили труды отечественных и зарубежных ученых и практиков, касающиеся вопросов коллективного инвестирования, законодательная база и нормативные акты Российской Федерации, Банка России, Федеральной службы по финансовым рынкам, Федеральной службы государственной статистики.

Методологической основой исследования послужили такие общенаучные методы познания, как анализ, синтез, сравнение, обобщение, методы аналогии и классификации, методы статистического и эконометрического анализа.

Информационно-эмпирическая база исследования включает в себя материалы Национальной лиги управляющих, информационно-аналитических порталов «Investfunds», «QuoteРБК». Дополнительным информационным ресурсом послужили данные периодических экономических изданий, материалы научно-практических конференций, информация из сети Интернет.

Научная новизна результатов исследования заключается в развитии и углублении теоретических положений коллективного инвестирования и разработке и обосновании практических рекомендаций, направленных на развитие паевых инвестиционных фондов в системе коллективного инвестирования в Российской Федерации.

Основными результатами, характеризующими научную новизну работы, являются следующие:

- дано определение системы коллективного инвестирования как совокупности взаимосвязанных субъектов и объектов, функционирующих на единой организационно-правовой основе в процессе привлечения денежных средств и размещения их в различные активы и инструменты финансового рынка, распределения инвестиционного дохода и осуществления финансового контроля, что позволило построить модель системы коллективного инвестирования;

- доказано, что паевые инвестиционные фонды являются наиболее перспективной формой коллективного инвестирования для инвесторов с точки зрения доступности финансовых вложений, диверсификации объектов инвестирования, доходности и риска вложений денежных средств;

- разработаны приоритетные направления развития паевых инвестиционных фондов на основе: привлечения управляющих компаний фондов к участию в национальных проектах, в том числе реализуемых через механизмы государственно-частного партнерства; создания условий для секьюритизации активов фондов и расширения спектра производных финансовых инструментов; внедрения единого стандарта раскрытия информации о результатах деятельности управляющей компании паевого инвестиционного фонда;

- предложено создание попечительского совета паевого инвестиционного фонда на основе модернизации его инфраструктуры в целях обеспечения сохранности финансовых ресурсов инвесторов, усиления контроля и снижения рисков;

- определены показатели доходности пая, позволяющие минимизировать риски размещения финансовых ресурсов, повысить информированность инвесторов, обеспечить инвестиционную привлекательность паевых инвестиционных фондов.

Теоретическое значение результатов исследования состоит в том, что предложенное авторское определение системы коллективного инвестирования, а также обоснование перспективности развития паевых инвестиционных фондов, позволяют расширить и углубить теоретические основы в области коллективного инвестирования.

Практическая значимость диссертационного исследования определяется прикладным характером выводов и рекомендаций, содержащихся в работе и отражающих основные направления функционирования и развития паевых инвестиционных фондов в системе коллективного инвестирования. Практическое значение, в частности, имеют:

- предложенное направление модернизации инфраструктуры паевых инвестиционных фондов, позволяющее обеспечить сохранность финансовых ресурсов инвесторов, усиление контроля и снижение рисков за счет создания попечительского совета;

- определенные автором показатели доходности паевых инвестиционных фондов, позволяющие минимизировать риски размещения финансовых ресурсов, повысить информированность инвесторов, обеспечить инвестиционную привлекательность паевых инвестиционных фондов.

Апробация и внедрение результатов исследования.

Основные положения диссертационного исследования обсуждались в рамках докладов на Всероссийской научно-практической конференции «Стратегическое управление организациями: теория и практика инновационного развития» (Санкт-Петербург, 6-7 марта 2012 г.), Международной научно-практической конференции «Инновационная модель экономики и государственно-частное партнерство» (Санкт-Петербург, 17-21 мая 2012 г.), VI Международной научно-практической конференции «Финансовые инструменты политики и поддержки кластерных инициатив» (Самара, 5-6 июля 2012 г.), IX Всероссийской научно-практической конференции «Роль финансов в решении социально-экономических проблем общества», (Самара, 2011 г.), Общеузовской ежегодной научной конференции профессорско-преподавательского состава по итогам научно-исследовательской работы за 2009 г. «Совершенствование финансово-кредитных отношений в РФ в современных условиях» (Самара, 29-30 марта 2010 г.), Общеузовской ежегодной научной конференции профессорско-преподавательского состава по итогам научно-исследовательской работы за 2008 г. (Самара, апрель 2009 г.).

Востребованность результатов диссертационного исследования подтверждается их внедрением в деятельность Поволжского банка ОАО «Сбербанк России». Материалы диссертационной работы используются в учебном процессе кафедры «Финансы и кредит» Самарского государственного экономического университета при преподавании дисциплин «Финансы», «Финансовый менеджмент», «Банковское дело», «Инвестиции», «Страхование».

Публикации. Основные положения диссертационной работы содержатся в 8 публикациях автора общим объемом 2,83 печ. л., в том числе 3 публикации объемом 1,4 печ. л. в изданиях, определенных перечнем ВАК.

Структура диссертационной работы. Цель и задачи исследования определили структуру и последовательность раскрытия содержания работы, которая состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка и приложений.

Глава 1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

1.1 Экономическая сущность и правовые основы системы коллективного инвестирования в Российской Федерации

Финансовый рынок - это сложноорганизованная структура с множеством посредников и участников, выполняющих определенный набор функций по обслуживанию и управлению экономическими процессами и оперирующих с разнообразными финансовыми инструментами. К финансовым инструментам, посредством которых осуществляется перераспределение финансовых ресурсов, относятся банковские кредиты, корпоративные и государственные займы, государственное и частное страхование. Важнейшей составной частью финансового рынка является рынок долевых и долговых ценных бумаг, позволяющий правительствам и корпорациям расширять возможные источники финансирования, не ограничиваясь банковскими кредитами или самофинансированием. Инвесторы, в свою очередь, посредством фондового рынка имеют возможность вложения своих сбережений в более широкий круг финансовых инструментов.

Однако, для успешной деятельности на рынке ценных бумаг от инвестора требуется достаточно высокий уровень финансовой компетенции и временных затрат на подготовку и принятие обоснованных инвестиционных решений. Именно эти аспекты самостоятельного выхода на рынок ценных бумаг сдерживают частных инвесторов.

Для привлечения инвестиций в экономику страны необходим эффективно работающий механизм мобилизации активов и трансформации сбережений в инвестиции через установление необходимых взаимоотношений между субъектами, которые нуждаются в средствах, и теми субъектами, которым

необходимо инвестировать избыточный доход. Это и есть цель функционирования финансового рынка.

Сложность работы на рынке ценных бумаг, требующая от частных инвесторов определенной квалификации и навыков, а также его потенциальная привлекательность создают предпосылки для передачи частными инвесторами полномочий по принятию решений профессионалам в рамках доверительного управления активами посредством коллективного инвестирования.

Российскими и зарубежными учеными еще недостаточно исследовано понятие «коллективное инвестирование», и также это понятие еще не определено в нормативных документах Российской Федерации, поэтому, прежде чем говорить о сущности данного института, определим, что же представляют собой инвестиции вообще. В отечественной и зарубежной научной литературе имеется ряд дефиниций понятия «инвестиций».

Этимологически данное слово происходит от латинского *investire* - облачать, одевать. Уильям Ф. Шарп, Гордон Дж. Александер и Джеффри В. Бэйли раскрывают инвестиции следующим образом: «инвестировать» означает «расстаться с деньгами сегодня для получения большей суммы завтра».¹ Инвестировать, т.е. расставаться с деньгами, необходимо сейчас и в определенном количестве. Величина вознаграждения неизвестна заранее, так же, как и вероятность его получения. Существенным недостатком данного определения, на наш взгляд, является то, что в качестве ресурсов здесь рассматриваются только денежные средства. Однако капитал может вкладываться и в других формах, таких как нематериальные активы, движимое и недвижимое имущество, различные финансовые инструменты и т.д. Кроме того, данное определение не учитывает существование безвозвратных инвестиций, а также возможность влияния инвестора на объект инвестиций.

Инвестиции российскими учеными рассматриваются как акт отказа от сиюминутного потребления благ ради более полного удовлетворения потребностей в

¹ Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж., Инвестиции: пер с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. М.: ИНФРА-М, 2006. С. 10.

последующие годы посредством инвестирования средств в объекты предпринимательской деятельности. Это более глубокое по содержанию определение, связывающее две стороны понимания инвестиций - как затраченного капитала и капитала, который позволяет достичь намеченного результата.²

В научной литературе встречается следующее определение инвестиций: «долгосрочное вложение в предприятие или другой объект инвестиций, делающее его участником этого объекта, при этом предметная наполненность вложения определяет характер связи инвестора с объектом инвестиций и возможные способы воздействий на этот объект».³ Данная трактовка уже указывает на возможность воздействия на объект инвестирования, а термин «деньги» заменен термином «капитал». Однако приведенная дефиниция не охватывает кратко- и среднесрочные вложения, и в ней опущено то, что, кроме управления, инвестор рассчитывает на получение какого-то эффекта. Результативность - важный признак инвестирования, причем результатом инвестиционной деятельности может быть не только получение прибыли, но и достижение определенного положительного эффекта - социального, экологического, инновационного, а также повышение конкурентоспособности экономики страны и т.д.

И.А. Бланк определяет инвестиции как «вложения капитала во всех его формах с целью обеспечения его роста в предстоящем периоде, получения текущего дохода или решения определенных социальных задач».⁴

В соответствии с Федеральным законом Российской Федерации инвестициями могут быть как денежные средства и ценные бумаги, так и имущество и имущественные права, которые вкладываются в объекты предпринимательской деятельности для получения дохода или другого полезного эффекта. В законодательстве раскрывается содержание понятия «инвестиции»: это капитальные вложения, которые на территории Российской Федерации могут осуществляться с

² Ример М.И., Касатов А.Д., Матиенко Н.Н. Экономическая оценка инвестиций/ М.И. 2-е изд. СПб. : Питер, 2008. С.17.

³ Харсеева А.В. Понятие и сущность инвестиций: проблема определения термина.URL: <http://www.teoria-practica.ru/-1-2010/economics/harseeva.pdf>.

⁴ Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент. - М., Эльга Ника-Центр, 2001. С. 11.

использованием и собственных, и привлеченных средств. В качестве инвесторов могут выступать физические или юридические лица, а также не имеющие статуса юридического лица объединения юридических лиц, государственные органы, органы местного самоуправления и иностранные субъекты предпринимательской деятельности.

Приведенное выше определение выделяет два аспекта: кто может быть инвестором и чьи средства он может использовать. Инвестор может использовать либо собственные средства, либо привлеченные средства, либо и собственные и привлеченные одновременно. Инвесторами могут быть как физические и юридические лица, так и банки, паевые инвестиционные фонды, страховые фонды, пенсионные фонды, инвестиционные компании, инвестиционные финансовые группы.

Таким образом, инвестиции - это капитал, вкладываемый в различные объекты, такие как денежные средства, имущественные и интеллектуальные ценности государства, физических и юридических лиц, направленные на приобретение активов в целях получения полезного эффекта.

Экономическое содержание инвестиций выражается в двух аспектах движения капитала:

- 1) инвестиции воплощаются в создаваемом инвестиционном объекте предпринимательской деятельности, образуя активы инвестора;
- 2) с помощью инвестиций осуществляется перераспределение ресурсов и средств между теми, у кого они в избытке, и теми, у кого они ограничены.

Основоположником концепции эффективного распределения финансовых ресурсов в экономике на основе снижения неопределенности результата инвестирования, минимизации риска вложений и расширения перечня альтернативных видов различных финансовых инструментов и активов можно по праву считать А. Пигу. Затем концепция была развита в работах Р. Голдсмита, Дж. Терли, Е. Шоу, Й. Шумпетера и других ученых.

Существенным достижением отмеченных исследований стало обоснование необходимости функционирования финансового рынка как системы финансовых

посредников, обеспечивающих мобилизацию и трансформацию сбережений в инвестиции. Развитие институтов посредничества, финансового и фондового рынков является необходимым условием для устойчивого экономического роста.

Эффективное функционирование рыночной экономики в любой стране основывается на инвестициях, то есть на долгосрочном вложении капитала в хозяйствующие субъекты различных отраслей, в предпринимательские, инновационные проекты, социально-экономические программы и национальные проекты. Следует отметить, что инвестиционные вложения могут приносить прибыль через определенный, и иногда даже долгий срок, от начала инвестирования.

Основная функция финансового рынка, с позиции инвестирования, состоит в мобилизации, аккумулировании из различных источников накопления временно свободного капитала и в эффективном его распределении и использовании в экономике.

Взаимодействие инвестора как собственника финансовых ресурсов с эмитентом должно осуществляться с наименьшими затратами и наибольшей выгодой для сторон в процессе трансформации денежных средств в ценные бумаги и другие активы.

В современных условиях одной из главных задач финансового рынка является управление финансовыми инвестициями через профессиональных финансовых посредников, основными функциями которых становятся аккумулирование активов, денежных средств инвесторов и размещение их в различные финансовые инструменты, что, в свою очередь, подразумевает определенные квалификационные требования и профессионализм в принятии инвестиционных решений, а также при оценке и хеджировании рисков.

Профессиональный финансовый посредник необходим, так как среднестатистический обладатель частных сбережений не имеет опыта в осуществлении инвестиций, размер его сбережений недостаточен для самостоятельного формирования и управления диверсифицированным портфелем ценных бумаг, а индивидуальное инвестирование всегда обусловлено высоким

риском. Таким образом, только при объединении денежных средств многих частных инвесторов и профессиональном управлении этими средствами квалифицированными менеджерами возможно эффективное инвестирование в ценные бумаги на финансовом рынке. Такую возможность предоставляют фонды коллективного инвестирования.

Первые фонды коллективного инвестирования появились в 1822 г. в Бельгии, затем в начале двадцатого века стали создаваться в Великобритании и США.

Как уже было отмечено нами выше, понятие «коллективное инвестирование» еще недостаточно исследовано в научной литературе и не определено в российских нормативных документах. Под коллективным инвестированием некоторые исследователи понимают деятельность по вложению денежных средств физических и юридических лиц в ценные бумаги, обращающиеся на организованном рынке, а также в другие объекты предпринимательской и иной деятельности при помощи специфических инструментов коллективного инвестирования в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта. Другие авторы дают следующее определение: «Коллективное инвестирование представляет собой механизм, при помощи которого частные инвесторы добровольно передают денежные средства или активы в управление профессиональных управляющих для последующего прибыльного инвестирования в ценные бумаги и иное имущество»⁵.

В экономическом смысле, коллективное инвестирование предполагает механизм организации инвестиционного бизнеса, где свободные денежные средства инвесторов целенаправленно и осознанно объединяются в единый пул с целью дальнейшего и прибыльного инвестирования в финансовые инструменты профессиональными управляющими⁶.

⁵ Болдырева Н.Б. Коллективные инвесторы в регионе // Вестник финансовой академии. - 2005. - № 4. С. 117.

⁶ Цыбжитова Т.О. Перспективы фондового механизма коллективных инвестиций. - М.: МаксПресс, 2008. - С. 18.

По нашему мнению, данные определения ограничивают аккумулируемые инвестиционные ресурсы только свободными средствами населения и не включают в себя денежные средства организаций, институциональных инвесторов.

На наш взгляд, коллективное инвестирование представляет собой процесс трансформации аккумулированных профессиональными управляющими в общий фонд денежных средств инвесторов в различные инструменты финансового рынка и активы для получения инвестиционного дохода.

Коллективное инвестирование не подразумевает наличия у инвесторов существенных финансовых ресурсов. Профессиональный управляющий, аккумулируя средства многих инвесторов, создает фонд, распоряжающийся значительными финансовыми ресурсами, которые, в свою очередь, обеспечивают возможность диверсификации портфеля активов. Механизм коллективного инвестирования позволяет привлечь на фондовый рынок ранее не затронутые ресурсы, что в целом способствует развитию фондового рынка и экономики.

Процесс зарождения отечественного финансового рынка и коллективного инвестирования в РФ начинается с реформ 1990-х годов, когда впервые было закреплено понятие инвестиционного фонда как финансового института, деятельность которого заключается в выпуске акций и привлечении временно свободных средств для реинвестирования.

В 1992 г. появляется новый вид фондов - чековые инвестиционные фонды (ЧИФ). Основная задача их деятельности состояла в привлечении выданных населению ваучеров - приватизационных чеков. Чековые инвестиционные фонды принимали также денежные средства для дальнейшего инвестирования, но в сравнении с банковским депозитом механизм получения дохода в данном случае для большей части населения был непонятен.

Дальнейшее развитие коллективного инвестирования в РФ связано с Комплексной программой мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров, утвержденной Указом Президента РФ 21 марта 1996 г. № 408, к формам коллективного инвестирования в России стали относить:

- паевые инвестиционные фонды (открытые, интервальные и закрытые срочные);
- кредитные союзы;
- акционерные инвестиционные фонды;
- негосударственные пенсионные фонды;
- инвестиционные банки.

С указанного момента российское государство как организатор инвестиционно-финансового рынка проводит политику, направленную на снижение системного и специфического риска инвестиций, развитие внутренних инвестиционных возможностей, повышение экспортного потенциала, изменение структуры экономики, рекапитализацию банковского сектора, увеличение кредитования реального сектора, повышение эффективности фондового рынка, создание новых инструментов фондового рынка, развитие инвестиционных институтов, привлечение в страну прямых иностранных инвестиций.

На данный момент в Российской Федерации сформирована достаточно обширная правовая база, регулирующая инвестиционную деятельность, в том числе федеральные законы:

- от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ "Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений";
- от 9 июля 1999 г. № 160-ФЗ "Об иностранных инвестициях в Российской Федерации";
- от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг";
- от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ "Об инвестиционных фондах". Принятые законы были детализированы Постановлением Правительства РФ от 1 февраля 2007 г. № 63 "Об утверждении Правил размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроля за их размещением" и Положением о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов (в ред. приказа Федеральной службы по финансовым рынкам РФ от 23 сентября 2008 г. № 08-36/пз-н).

С конца 2007 г. в российском законодательстве была введена новая система координат на финансовом рынке РФ, которая разделила его инвесторов на две группы: на квалифицированных и неквалифицированных инвесторов.

Федеральной службой по финансовым рынкам РФ и Правительством РФ было выпущено свыше 20 нормативных актов, действие которых в той или иной мере определяет и регламентирует деятельность института финансовых посредников и работу на фондовом рынке с различными финансовыми инструментами, значительно расширяет спектр источников для качественного развития рынка ценных бумаг.

С 1 сентября 2013 г. функции по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков перешли от Федеральной службы по финансовым рынкам к Центральному банку РФ и сосредоточены в специально созданной Службе Банка России по финансовым рынкам (СБРФР). В соответствии с Федеральным законом от 23 июля 2013 г. № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ в связи с передачей Центральному банку РФ полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков» были внесены изменения в нормативно-правовую базу регулирования финансового рынка - в более чем 40 действующих законодательных актов. Банк России получил полномочия по защите прав законных интересов акционеров и застрахованных лиц по обязательному пенсионному страхованию, вкладчиков и участников негосударственных пенсионных фондов. Основными направлениями деятельности Службы Банка России по финансовым рынкам были определены улучшение качества регулирования и надзора, снижение системных рисков, развитие финансового рынка, защита прав инвесторов и миноритарных акционеров, активное взаимодействие с саморегулируемыми организациями профессиональных участников финансового рынка.

В законе «Об инвестиционных фондах» от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ деятельность паевых инвестиционных фондов определяется как «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... а также с управлением (доверительным управлением) имуществом инвестиционных фондов, учетом, хранением имущества инвестиционных фондов и контролем за распоряжением указанным имуществом».

Деятельность инвестиционного фонда характеризуется следующими взаимоотношениями:

- привлечение денежных средств или имущества от многих инвесторов;
- объединение имущества инвесторов в едином имущественном комплексе (фонде), управление которым передается профессиональным управляющим;
- вложение средств, находящихся в имущественном пуле, в ценные бумаги и иные объекты инвестирования на диверсифицированной основе в целях получения прибыли в дохода в виде процентов, дивидендов и других доходов, причитающихся собственникам объектов инвестирования или прибыли от перепродажи объектов инвестирования.

Денежные средства паевого инвестиционного фонда, полученные управляющей компанией, не становятся ее собственностью, поскольку законодательство предусматривает разделение имущества пайщиков и имущества управляющей компании. Это, безусловно, придает надежность вложениям, защищает вложения пайщиков от незаконных манипуляций с вложенными средствами в паевой фонд. Кроме того, паевой инвестиционный фонд, не являясь юридическим лицом, представляет собой обособленный имущественный комплекс, управляемый профессиональными менеджерами на договорной основе.

Управляющая компания фонда также заключает договоры с аудиторской организацией об обязательной аудиторской проверке имущества, находящегося в фонде, о бухгалтерской отчетности, правильности определения стоимости чистых активов и стоимости инвестиционного пая, а также о правомерности совершенных сделок с имуществом фонда. По результатам проверки аудиторская организация составляет заключение, которое управляющая компания обязана приложить к ежегодному отчету, отправляемому в ФСФР (ныне - в СБРФР).

Необходимо отметить, что для обеспечения деятельности паевого инвестиционного фонда управляющая компания паевого инвестиционного фонда должна заключить договоры с другими профессиональными участниками финансового рынка - со специализированным регистратором, специализированным депозитарием, независимым оценщиком, аудиторской организацией, агентами по покупке и продаже инвестиционных паев. При этом для эффективного выполнения функции внутреннего контроля существует требование законодательства о том, что не должны являться аффилированными лицами управляющая компания, специализированный регистратор, специализированный депозитарий, независимый оценщик, а также аудиторская организация. Такая инфраструктура предусмотрена в целях обеспечения защиты имущественных прав инвесторов от незаконных действий при управлении денежными средствами и имуществом фонда.

Профессиональными финансовыми посредниками между частными инвесторами (физическими и юридическими лицами) и эмитентами (прямыми инвесторами) являются также коммерческие банки, которые формируют и инвестируют общие фонды банковского управления (ОФБУ).

Правовой основой формирования общих фондов банковского управления являются положения ст. 5 Федерального закона «О банках и банковской деятельности», определяющие виды банковских операций, а также иных сделок кредитной организации. К числу сделок, совершаемых кредитной организацией, указанный закон относит заключение договоров с физическими и юридическими лицами по доверительному управлению их денежными средствами и имуществом. Правовой основой выполнения банками операций доверительного управления являлась Инструкция Банка России № 63 «О порядке осуществления операций доверительного управления и бухгалтерском учете этих операций кредитными организациями РФ». В соответствии с пунктом 2.5 указанной инструкции под ОФБУ понимается имущественный комплекс, который состоит из имущества разных лиц, передаваемого ими в доверительное управление и объединяемого на праве общей собственности, а также из имущества, которое

приобретает доверительный управляющий кредитной организации при осуществлении доверительного управления.

В качестве объектов доверительного управления для кредитной организации как доверительного управляющего выступают ценные бумаги различных эмитентов, денежные средства в рублях и в иностранной валюте, производные финансовые инструменты, природные драгоценные камни и драгоценные металлы.

В целом можно утверждать, что в РФ сформировался и развивается институт коллективного инвестирования. Как и другие инфраструктурные институты рыночной экономики, он формирует особую сферу взаимодействия между субъектами рынка (организации, государство, домашние хозяйства, частные инвесторы), позволяющую минимизировать дополнительные затраты (транзакционные издержки) в процессе реализации их целей и поддержания равновесного состояния социально-экономической системы.

Исследование нормативно-правовых актов, регулирующих коллективное инвестирование в РФ, позволило систематизировать и представить их в виде иерархической структуры (рисунок 1).

I. Нормативно-правовые акты, устанавливающие разделение полномочий хозяйствующих субъектов в социально-экономической системе
II. Нормативно-правовые акты, определяющие суть института коллективного инвестирования, его организационную структуру, инфраструктуру института коллективного инвестирования, разграничение имущественной ответственности между субъектами инфраструктуры, принципы их взаимодействия
III. Нормативно-правовые акты, определяющие правила формирования и инвестирования субъектами коллективного инвестирования коллективных инвестиционных фондов
IV. Нормативно-правовые акты, структурирующие и делающие предсказуемым поведение контрагентов в процессе коллективного инвестирования
V. Правовые документы, определяющие порядок экономических отношений между участниками в рамках данного субъекта коллективного инвестирования

Рисунок 1 Иерархия нормативно-правовых актов, регулирующих коллективное инвестирование в РФ

В РФ к нормативным актам I уровня следует отнести Конституцию РФ, Гражданский кодекс РФ.

Нормативно-правовые акты II уровня, на наш взгляд, до конца не разработаны: в экономической литературе, в нормативных документах нет законодательного определения понятий "коллективное инвестирование", "институциональный инвестор". Отдельные аспекты соответствующих финансовых отношений регулируются законами РФ "О рынке ценных бумаг", "Об организации страхового дела в РФ", "Об обязательном пенсионном страховании в РФ", "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг".

К III уровню относятся законы РФ "О негосударственных пенсионных фондах", "Об инвестировании средств обязательных пенсионных накоплений в РФ", "Об инвестированных фондах", "Об акционерных фондах", "О банках и банковской деятельности".

Нормативные акты IV уровня включают в себя лицензии и инструкции, разрабатываемые лицензирующими и контролирующими органами, такие как "О порядке осуществления операций доверительного управления и бухгалтерском учете этих операций кредитными организациями РФ", "Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов" и др.

V уровень представлен договорами между участниками системы коллективного инвестирования (инвесторами, фондами, управляющими компаниями, специализированным регистратором, специализированным депозитарием, аудитором, оценщиком). Это договоры коллективного инвестирования или коллективного управления на основе правил фонда или условий создания и доверительного управления имуществом, проекта эмиссии паев и др.

Проведенное исследование сущности коллективного инвестирования, анализ нормативно-правовой базы, экономической литературы по данному вопросу позволяют рассматривать коллективное инвестирование как некое системное образование.

Система, как известно, есть «целое, представляющее собой единство закономерно расположенных и находящихся во взаимной связи частей»⁷. Философский словарь под системой понимает «совокупность элементов, находящихся в отношениях и связях между собой и образующих определенную целостность, единство»⁸. Наиболее признанным определением является рассмотрение системы как упорядоченного определенным образом множества элементов, взаимосвязанных между собой и образующих некое целостное единство. Такого мнения придерживались Л. Берталанффи, В.Н. Садовский, В.Г. Афанасьев, И.М. Верещагин и другие исследователи. Так, Л. Берталанффи, В.Н. Садовский определяли систему как «любое множество элементов любой материальной природы, которые находятся в определенных отношениях друг к другу»⁹. Аналогичные подходы имеют и другие ученые. Так, В.С. Тьютин рассматривает систему как «множество связанных между собой компонентов той или иной природы, упорядоченное по отношениям, обладающим вполне определенными свойствами»¹⁰, а А.Д. Урсул считает, что «под системой имеет смысл понимать организованное множество, образующее целостное единство»¹¹.

Из представленных определений можно сделать вывод, что система - это совокупность элементов, каждый из которых обладает своими качествами только в составе системы. Это определяет неделимость системы и тесную взаимосвязь, взаимозависимость ее элементов.

Отличаясь своей сложностью, обусловленной множеством элементов и многообразием их взаимосвязей, система представляет, тем не менее, единое целое. Это обуславливает необходимость адекватного правового обеспечения ее функционирования, определяющего правила поведения отдельных элементов

⁷ Ожегов С.И. Словарь русского языка /под ред. д-ра филол. наук, проф. Н.Ю. Шведовой. - 14-е изд., стереотип. М.: Рус. яз.,1983. С. 639.

⁸ Философский энциклопедический словарь. М.: Сов. Энциклопедия, 1983. С. 547.

⁹ Берталанффи Л. Общая теория систем: критический обзор. // Исследования по общей теории системы/ под. ред. В.Н. Садовского. М.: Прогресс, 1969. С.23.

¹⁰ Тьютин В.С. Отражение, системы, кибернетика. Теория отражения в свете кибернетики и системного подхода. М., Наука. 1972. С.111.

¹¹ Урсул А.Д. Природа информации. М.: Политиздат.1968.-С. 97.

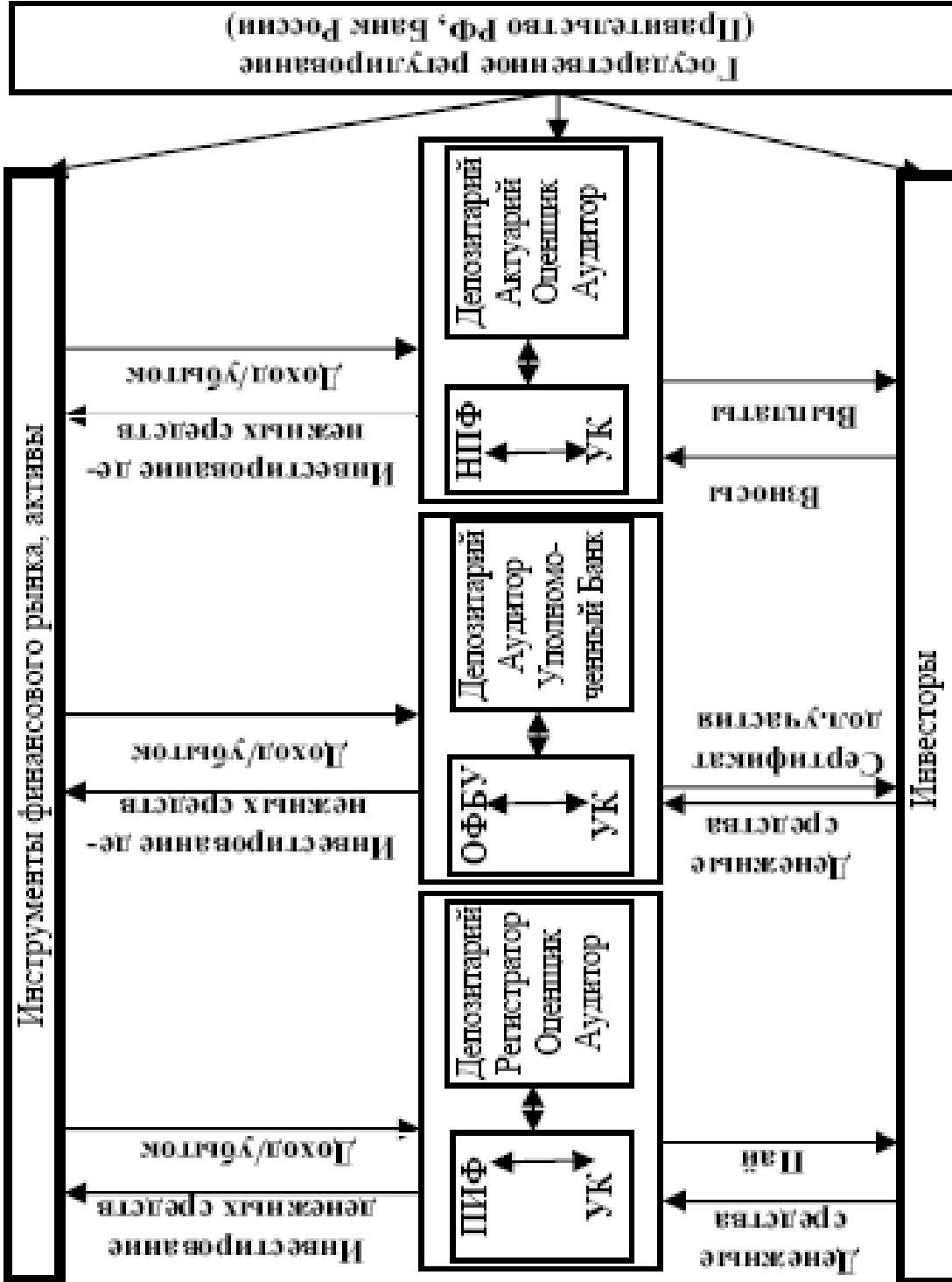


Рисунок 2 Модель системы коллективного инвестирования в РФ

внутри единого целого. Нормативно-правовое регулирование должно обеспечить системе упорядоченность, организацию, ее структурное построение и функциональное взаимодействие отдельных элементов.

Являясь единым целым, система имеет относительное обособление от окружающей среды. Под окружающей средой следует рассматривать ее инфраструктуру, с которой система взаимодействует и проявляет свои свойства.

На рисунке 2 представлена модель системы коллективного инвестирования, которая предусматривает определенную иерархию ее элементов. Объектом здесь являются денежные средства коллективных инвесторов, аккумулируемые и трансформируемые субъектами системы в различные инструменты финансового рынка и активы.

В качестве субъектов данной системы выступают инвесторы, организации коллективного инвестирования и профессиональные участники финансового рынка, Правительство Российской Федерации, финансовый регулятор - Банк России, формирующие нормативно-правовое обеспечение для успешного функционирования всей системы коллективного инвестирования.

Рассмотрев сущность, правовые основы, субъектный и объектный состав коллективного инвестирования, мы можем дать следующее определение системе коллективного инвестирования: это совокупность взаимосвязанных субъектов и объектов, функционирующих на единой организационно-правовой основе в процессе привлечения денежных средств и размещения их в различные активы и инструменты финансового рынка, распределения инвестиционного дохода и осуществления финансового контроля (см. рисунок 2).

В соответствии с принципами научного познания, предполагающими проведение исследования путем перехода от общего к частному, представляется целесообразным проанализировать финансовые отношения в разрезе отдельных организаций коллективного инвестирования для выявления присущих им особенностей, преимуществ и недостатков.

1.2 Паевые инвестиционные фонды: содержание, виды, сравнительные характеристики

Паевые инвестиционные фонды являются относительно новой перспективной формой инвестирования денежных средств российскими инвесторами.

Активное развитие паевых инвестиционных фондов обусловлено значимостью выполняемых ими социально-экономических функций на финансовом рынке, как для населения, получающего возможность при минимальных инвестиционных вложениях размещать и приумножать свои сбережения на финансовом рынке через профессиональных посредников, обеспечивающих диверсификацию инвестиционных рисков, профессиональное управление средствами, так и для государства, привлекающего на финансовый рынок значительные денежные ресурсы частных инвесторов.

Остановимся более подробно на характеристике паевого инвестиционного фонда, на его содержании и особенностях функционирования.

Паевой инвестиционный фонд характеризуется следующими особенностями: паевой фонд, не являясь юридическим лицом, представляет собой комплекс имущества, переданного в доверительное управление, без перехода права собственности, с целью получения прибыли. Также необходимо отметить, что проценты и дивиденды по паям не начисляются.

Из указанных особенностей правового статуса паевого инвестиционного фонда следуют три очень важных вывода:

а) имущество фонда и его прирост, полученный в результате доверительного управления, согласно действующему налоговому законодательству РФ, не являются объектами налогообложения (в отличие от прибыли, полученной в результате деятельности акционерных инвестиционных фондов);

б) прирост имущества, составляющего фонд, и само имущество, находящееся в фонде, согласно действующему законодательству, не являются объектами налогообложения (за исключением имущества закрытых паевых инвестиционных фондов);

в) инвесторы фонда получают доход или убыток при продаже инвестиционных паев управляющей компании в виде разницы между выкупной стоимостью инвестиционных паев и величиной затрат на их приобретение в процессе размещения этих паев.

В Федеральном законе "Об инвестиционных фондах" (п. 6 ст. 11) выделяется четыре типа паевых инвестиционных фондов: открытые, интервальные, закрытые и биржевые. Основное их различие состоит в возможности приобретения и погашения паев инвесторами. В открытом паевом инвестиционном фонде инвесторы могут приобретать, погашать или обменивать паи в любой рабочий день, стоимость пая также рассчитывается ежедневно. В интервальных паевых инвестиционных фондах инвесторы могут приобрести, продать и обменять паи в четко определенные промежутки времени (интервалы), как правило, четыре раза в год, один раз в квартал. Должно быть не менее одного интервала в год, каждый интервал длится две недели. Стоимость паев в интервальных фондах рассчитывается в конце каждого месяца и в конце каждого интервала. Фонды, которые создаются под определенный проект и на определенный срок и в течение этого срока в которых управляющая компания не выкупает паи, называются закрытыми. Обращение паев закрытых фондов, их покупка или продажа осуществляется на вторичном рынке, биржевом или внебиржевом. Биржевые ПИФы появились на отечественном рынке недавно в связи с изменениями законодательства об инвестиционных фондах, вступившими в силу с 1.01.2013 г. Инвестиционные паи таких фондов имеют непосредственное отношение к бирже и биржевым индексам, они должны пройти процедуру листинга, их обращение среди инвесторов осуществляется на биржевых торгах.

Кроме отмеченной классификации фонды делятся по объектам инвестирования на следующие категории: фонд денежного рынка; фонд облигаций; фонд акций; фонд

смешанных инвестиций; фонд прямых инвестиций; фонд особо рискованных (венчурных) инвестиций; фонд фондов; рентный фонд; фонд недвижимости; ипотечный фонд; индексный фонд (с указанием индекса); кредитный фонд; фонд товарного рынка; хедж-фонд; фонд художественных ценностей; фонд долгосрочных прямых инвестиций (рисунок 3).

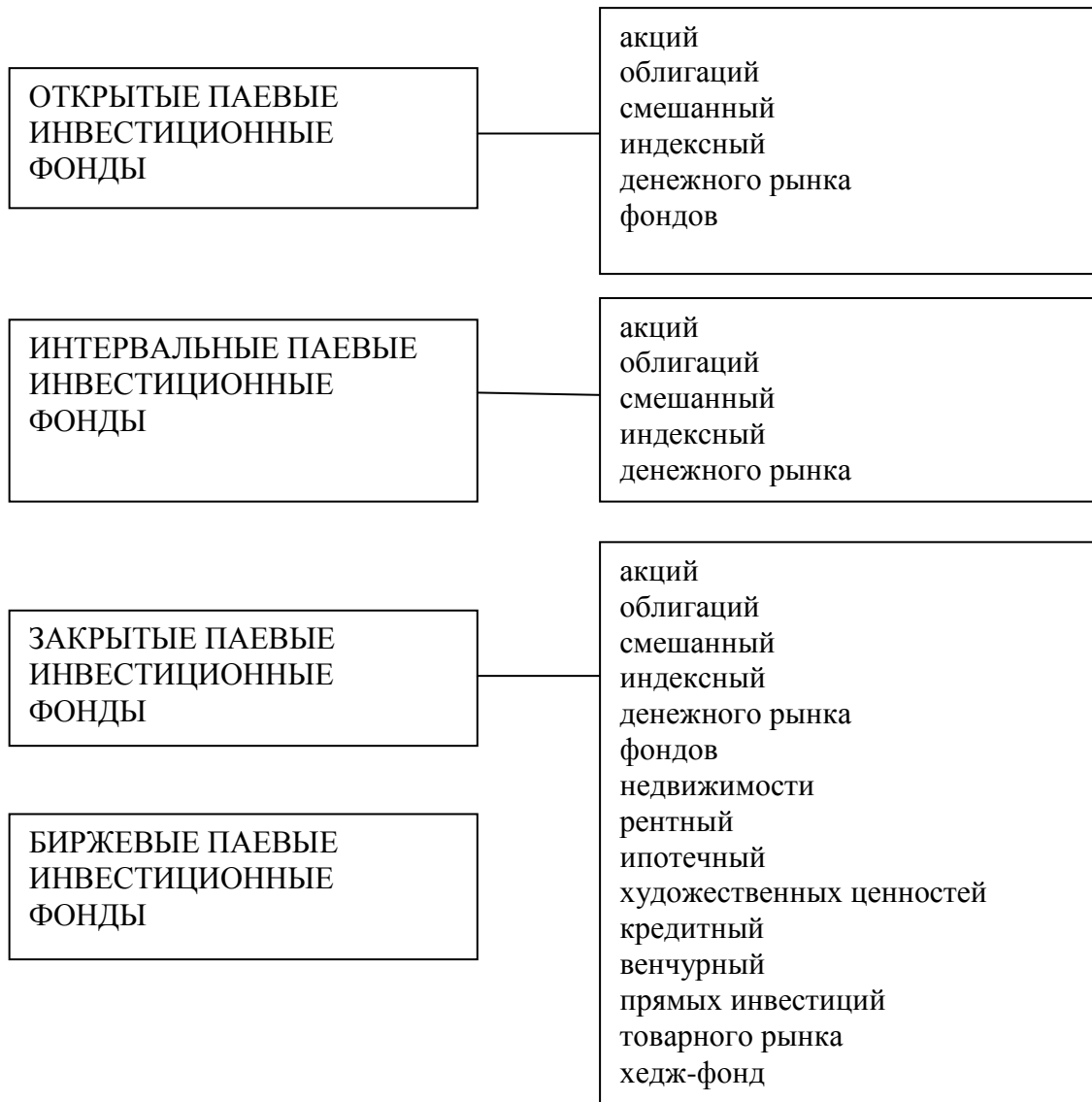


Рисунок 3 Классификация паевых инвестиционных фондов по объектам инвестирования

Классификация паевых фондов обусловлена различием в объектах инвестирования и инвестиционных стратегиях, обеспечивающих разную доходность и величину рисков.

Фонд облигаций - это фонд, размещающий средства инвесторов преимущественно в облигации. Наиболее частым инструментом инвестирования выступают облигации федерального займа, облигации субъектов Российской Федерации, облигации внешнего государственного валютного займа и корпоративные облигации. Такие фонды считаются консервативными с характерной для них гарантированной низкой доходностью, поскольку цены облигаций менее волатильны и более устойчивы, чем цены акций. Паевые фонды облигаций рассматривают как альтернативу банковскому депозиту, поскольку они по праву считаются одним из самых надежных инструментов инвестирования.

Для оценки эффективности управления фондом облигаций используется сравнение темпов роста стоимости пая с темпами роста инфляции. Если рост стоимости пая превышает уровень инфляции, то работу фонда можно считать эффективной. Паевые фонды облигаций больше всего подходят для инвесторов, не склонных к риску, и поэтому за этими паевыми фондами закрепилось еще и другое название: «консервативные паевые инвестиционные фонды».

Наличие фонда облигаций среди прочих паевых инвестиционных фондов позволит управляющей компании вовремя перевести в этот фонд денежные средства в связи с неблагоприятными условиями на финансовых рынках и при падении стоимости ценных бумаг.

Еще одним плюсом в сравнении паевого фонда облигаций с банковским депозитом является то, что свой пай из фонда инвестор может забрать в любое время, не потеряв при этом полученного дохода, а при досрочном снятии средств с банковского депозита потерял бы часть дохода. Этот плюс инвестирования можно отнести и ко всем остальным видам паевых инвестиционных фондов открытого типа¹².

Фонды акций являются противоположностью фондов облигаций. Управляющая компания вкладывает средства инвесторов в довольно рискованные

¹² Маковецкий М. Особенности инвестиционного процесса в России // Инвестиции в России. 2001. № 2 С. 14.

ценные бумаги, как правило, в акции компаний. Доходность и риски у таких фондов одни из самых высоких. Стоимость пая паевого инвестиционного фонда увеличивается в зависимости от результатов работы управляющей компании на фондовом рынке и от биржевых торгов. Изменение цен на активы, в которые фонд разместил средства пайщиков, напрямую влияет на изменение стоимости пая. Паевой инвестиционный фонд акций характеризуется возможностью получения как максимально возможного дохода, так и максимального убытка.

Фонды смешанных инвестиций - это нечто среднее между фондами акций и фондами облигаций. Средства фондов смешанных инвестиций размещаются как в акции, так и в облигации, что лучше всего подходит для соблюдения баланса риска и доходности. Доходность у данного вида фондов выше, чем у фондов облигаций, а риск при этом гораздо меньше, чем у фондов акций. Такие фонды, как правило, используются инвесторами в качестве первого опыта инвестирования на фондовом рынке или в период нестабильного состояния рынка.

Эффективность вложений в фонды смешанных инвестиций определяется сравнением роста стоимости пая с индексами фондового рынка и с темпами инфляции.

Фонды денежного рынка - это один из инструментов с наиболее низким уровнем риска. Такие фонды удобны инвесторам, предпочитающим консервативные инвестиции на короткий срок, имея перед собой задачу сбережения денежных средства пайщиков от инфляции. Эта категория фондов рассчитана на инвестора, который, владея некоторой суммой свободных денежных средств, инвестировать их на долгосрочной перспективе не имеет возможности. Из финансовых инструментов в данном случае больше всего подходит банковский вклад вида «до востребования». При досрочном снятии размещенных денежных средств в банке клиент не получает начисленных процентов, а иногда даже вынужден заплатить штраф. Используя паевой инвестиционный фонд для своих финансовых вложений, клиент может забрать свои сбережения в любой момент и при этом не теряет начисленных процентов.

Таким образом, фонд денежного рынка объединяет в себе преимущества срочного банковского вклада и вклада до востребования.

Средства фонда денежного рынка размещаются в основном в краткосрочные инструменты: в депозиты, облигации - как государственные, так и корпоративные, в иностранную валюту. Еще одно преимущество паевого фонда денежного рынка заключается в том, что пайщик паевого инвестиционного фонда денежного фонда и покупает, и погашает свои паи без скидок и надбавок, когда в других паевых инвестиционных фондах пайщик при покупке и продаже своего пая платит скидку и надбавку. Вознаграждение за управление активами управляющая компания получает из среднегодовой стоимости чистых активов, из них же оплачиваются услуги специального депозитария, аудитора.

Индикатором, отражающим рыночную конъюнктуру, является фондовый индекс. Методика расчетов большинства индексов представляет собой среднеарифметическое значение торгуемых акций. Индекс ММВБ рассчитывается как среднеарифметическое из 30 акций крупных эмитентов из основных секторов экономики. Индекс РТС представляют 50 акций крупных компаний с высокой капитализацией.

Каждая компания представляет определенный вес в индексе, который обуславливается долей ее акций в биржевой торговле. Наиболее популярные акции компаний - «голубые фишки» - составляют большой вес в индексе. Далее идут менее ликвидные акции «второго эшелона». Также существует понятие акций «третьего эшелона», которые, как правило, в индексы не входят.

Таким образом, следует отметить, что, размещая средства в индексные паевые инвестиционные фонды, пайщики инвестируют не в отдельные акции, а в фондовый рынок страны в целом. Снижение темпов роста экономики влечет за собой снижение котировок акций и соответственно индекса тоже, обратная ситуация происходит при развитии экономики страны. Управляющие компании, как правило, не используют сложных инвестиционных стратегий при инвестировании средств индексного фонда, поэтому стратегию управления портфелем данного вида фонда часто называют «пассивной».

Основным достоинством индексных паевых фондов считается отсутствие риска негативного воздействия «человеческого фактора»: фондовый рынок достаточно непредсказуем и не всегда даже грамотные управляющие компании могут вовремя отреагировать на его изменения и принять необходимое инвестиционное решение. Индексные паевые инвестиционные фонды подходят для долгосрочных инвестиций, что делает возможным минимизировать риски и одновременно получать высокие доходы. Такие фонды используют в своих сделках опционы, фьючерсы и форвардные контракты исключительно для хеджирования рисков и снижения стоимости активов фонда.

Паевые фонды недвижимости являются закрытыми фондами, т.е. создаются под специальный проект. Эти фонды недвижимости специализируются на покупке и перепродаже готовой недвижимости. Доходность при этом формируется за счет разницы цен покупки жилья на уровне «нулевого цикла» и продажи готового жилого помещения, а также офиса, торгового комплекса и других объектов нежилых помещений. Таким образом, общий уровень цен и увеличение стоимости помещения после его полного строительства влияют на доходность паевого фонда недвижимости в целом.

Паевые фонды недвижимости на сегодня - это удобный инструмент для работы на рынке недвижимости. Срок существования такого вида фонда обычно от одного года до пятнадцати лет. Законодательством в РФ разрешено создавать фонды недвижимости только закрытого типа. Это означает, что пайщик может получить свои денежные средства только по окончании срока действия своего договора или при продаже пая через вторичный рынок. В настоящее время, в связи со снижением стоимости пая на рынке, минимальный порог вхождения в закрытый фонд недвижимости составляет 100 тыс. руб., а раньше был 1 млн руб.

Закрытые фонды недвижимости часто создаются под строительство коммерческих объектов недвижимости или жилых домов для последующей перепродажи и получают доход как разницу цены продажи объекта недвижимости и себестоимости его возведения. Закрытые фонды недвижимости - это самая ныне распространенная категория закрытых фондов.

Рентные фонды недвижимости - еще одна категория закрытых паевых инвестиционных фондов. Основной доход они получают от сдачи своей недвижимости в аренду. Рентные фонды характеризуются довольно высоким порогом входа в фонд и зачастую создаются специально под крупных владельцев коммерческой недвижимости с целью эффективного управления ею.

Венчурный паевой фонд - это фонд высокорискованных инвестиционных вложений. Венчурный фонд, в отличие от других паевых инвестиционных фондов, может вкладываться в акции закрытых акционерных обществ и в доли в уставных капиталах открытых акционерных обществ. По своей агрессивной стратегии управления данный фонд подходит для инвесторов, склонных к риску. Объектами вложений венчурного фонда могут быть как различные инновационные проекты, так и ценные бумаги, которые не обращаются на фондовой бирже.

Венчурные паевые инвестиционные фонды преимущественно инвестируют в start-up проекты, занимающиеся программным обеспечением, коммуникационными технологиями, интернет-проектами, разработкой бытовой и электротехники. Кроме того, венчурные паевые фонды охватывают экологические и энергетические сегменты экономики страны. Венчурные паевые фонды относятся к закрытому типу фондов, поэтому выйти из проекта можно только после его окончания, за исключением случаев, указанных в правилах фонда. Поскольку венчурные фонды считаются одними из самых рискованных, пайщики могут понести как значительные убытки в случае несостоятельности проекта, так и получить доход, значительно превышающий ожидаемый, если проект окажется успешным.

Паевые инвестиционные фонды прямых инвестиций похожи на вышерассмотренные венчурные фонды, но имеют большие ограничения для инвестирования средств.

Ипотечные паевые фонды инвестируют средства в ипотечные закладные. Данная категория фондов в российской практике появилась сравнительно недавно и представляет собой довольно новый и перспективный механизм инвестирования.

Одна из причин недостаточного развития ипотечного кредитования в России - отсутствие у банков долгосрочных ресурсов. Соответственно, ипотечные паевые инвестиционные фонды призваны помочь банкам в совершенствовании ипотечных программ путем предоставления инвесторам возможности получения высокого дохода в дальнейшем.

Можно сказать, что ипотечные паевые инвестиционные фонды, характеризующиеся невысокими рисками и доходами, в некотором смысле близки к паевым фондам облигаций, только доходность первых не зависит от ситуации на рынке. Инвестиционная декларация паевых инвестиционных фондов разрешает вложение средств фонда в кредитные обязательства заемщиков, денежные средства, государственные ценные бумаги, и облигации.

Ипотечные паевые инвестиционные фонды не являются самым популярным механизмом инвестирования и пока привлекают внимание только крупных инвесторов, поскольку сегодня отечественный ипотечный рынок не развит и нуждается в крупных инвестициях, которые порой необходимо найти в ограниченные сроки.

Паевой фонд фондов предусматривает вложение средств пайщиков в паевые инвестиционные фонды под управлением других управляющих компаний. Поскольку в этом случае управлять активами будут разные паевые инвестиционные фонды, значительно увеличивается эффективность управления инвестиционным портфелем. Управляющая компания выбирает наиболее подходящие инвестиционные стратегии, хеджируя риски своих клиентов. Вложения в фонды фондов достаточно диверсифицированы, потому что вне зависимости от конъюнктуры рынка размещаются в наиболее успешные объекты инвестиций с целью минимизации риска потерь капитала. Фонды фондов предпочитают инвесторы, имеющие достаточно крупные суммы для инвестирования в несколько различных паевых инвестиционных фондов, обеспечивая при этом средние доходности и риски.

Фонды товарного рынка могут инвестировать денежные средства в драгоценные металлы через обезличенные металлические счета, открываемые в коммерческих банках, в связи с чем также рассматриваются инвесторами как более консервативный способ инвестирования. Доля драгоценных металлов, а

также производных финансовых инструментов на биржевые товары в портфеле фонда не должна быть ниже 50%.

В состав хедж-фондов могут входить самые разнообразные инструменты: акции, облигации, производные финансовые инструменты паевые инвестиционные фонды и драгоценные металлы

Кредитные паевые инвестиционные фонды послужили антикризисным предложением для банков, желающих расчистить баланс от проблемных долгов. Кредитный фонд предполагает передачу просроченных кредитов в один паевой инвестиционный фонд для последующего управления.

Сравнительно недавно появившийся паевой инвестиционный фонд художественных ценностей предназначен для инвесторов, желающих вложить денежные средства в активы, стоимость которых не имеет корреляции с финансовыми рынками.

Важно отметить, что вложения денежных средств в паевой инвестиционный фонд существенно отличаются от банковского вклада. Это объясняется, на наш взгляд, двумя основополагающими причинами:

- 1) кредитные организации создаются и функционируют под жестким надзором и регулированием Центрального банка Российской Федерации;
- 2) целесообразность размещения сбережений населения в банковские вклады и гарантии их сохранности обусловлены созданием и успешным функционированием Агентства по страхованию вкладов населения.

В данной связи требуется некий механизм защиты портфельного инвестора на финансовом рынке. Поэтому российское законодательство предусматривает обязательность функционирования паевых инвестиционных фондов в системе коллективного инвестирования во взаимодействии с инфраструктурными звеньями. К таким участникам инфраструктуры отнесены управляющая компания и организации, осуществляющие управление и контроль за деятельностью паевого инвестиционного фонда.

К числу инфраструктурных звеньев системы коллективного инвестирования относятся такие организации, как специализированный депозитарий, специализированный регистратор, аудитор, оценщик (рисунок 4).

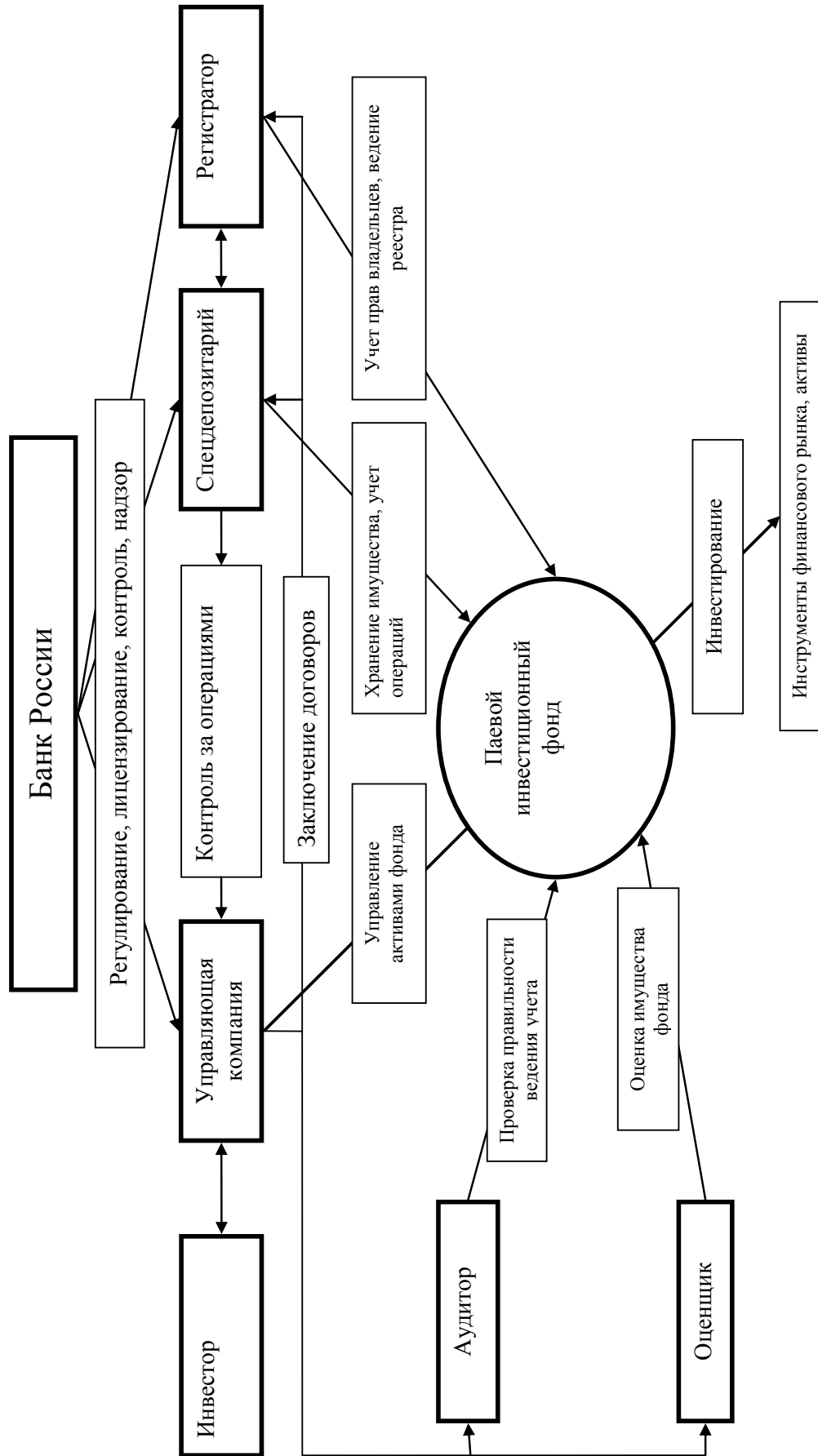


Рисунок 4 Инфраструктура паевого инвестиционного фонда в РФ

В процессе функционирования паевых инвестиционных фондов в системе коллективного инвестирования можно выделить организационно-финансовые отношения фондов с инфраструктурными звеньями:

- в процессе лицензирования деятельности управляющих компаний Банком России;
- в процессе лицензирования деятельности специализированного депозитария и регистратора Банком России;
- между инвестором и фондом в процессе размещения и выкупа инвестиционных паев при приобретении и выпуске пая;
- между специализированным депозитарием и фондом в процессе аккумулирования (расходования) средств фонда и оплаты услуг депозитария (регистратора).

Одной из форм административно-правового регулирования функционирования паевых инвестиционных фондов является лицензирование деятельности управляющих компаний паевых инвестиционных фондов. Для получения лицензии управляющая компания (соискатель лицензии) должна соответствовать лицензионным условиям. Федеральный закон "Об инвестиционных фондах" выделяет несколько лицензионных условий, которым должен соответствовать соискатель лицензии.

Первое условие - это требование к организационно-правовой форме управляющей компании. В соответствии с п. 1 ст. 38 данного закона управляющая компания может быть создана в виде акционерного общества или общества с ограниченной (дополнительной) ответственностью.

Второе условие - это требование к учредителям управляющей компании. В частности, законодательство налагает запрет на участие в управляющей компании лиц, имеющих административные наказания в виде дисквалификации или судимость за умышленные преступления, нарушения финансово-хозяйственной деятельности, приведшие к отзыву лицензии и т.д. Данное условие направлено на защиту интересов инвесторов и на недопущение лиц и организаций, грубо

нарушавших в прошлом законодательство, к осуществлению деятельности управляющей компании.

Третье условие, определяемое требованиями, к размеру собственных средств управляющей компании, который должен соответствовать нормативным правовым актам финансового регулятора. Это создает определенный барьер для доступа на рынок ценных бумаг недобросовестных управляющих компаниями.

Четвертое условие - это требование к лицу, осуществляющему функции единоличного исполнительного органа, к членам совета директоров (наблюдательного совета), к членам коллегиального исполнительного органа и контролеру (руководителю и сотрудникам службы внутреннего контроля), об обязательности для них профессиональной квалификации, опыта.

Функции контроля и управления фондом разделяются между различными организациями.

Управление портфелем инвестиционного фонда осуществляет управляющая компания, а хранение активов и надзор за распоряжением имуществом фонда выполняет специализированный депозитарий.

К организациям, осуществляющим управление и контроль, относятся специализированные депозитарий и регистратор, аудитор, независимый оценщик. Профессиональными участниками рынка ценных бумаг являются специализированный депозитарий и специализированный регистратор.

Специализированный депозитарий обеспечивает хранение ценных бумаг фонда и контролирует операции со средствами паевого инвестиционного фонда. Повышенное внимание к специализированным депозитариям паевых инвестиционных фондов объясняется их значимостью в инфраструктуре, обеспечивающей деятельность паевых инвестиционных фондов и защиту интересов владельцев инвестиционных паев.

Важной функцией для инвестора является функция контроля специализированного депозитария за действиями управляющей компании. В этих целях депозитарий контролирует:

- правильность расчета стоимости чистых активов фонда и стоимость инвестиционного пая;
- учет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд с данными управляющей компании;
- соблюдение управляющей компанией требований к составу и структуре ценных бумаг в имуществе фонда, определенных его Правилами, которые учитывают инвестиционную стратегию паевого инвестиционного фонда и требования законодательства.

Специализированный регистратор ведет реестр владельцев инвестиционных паев, осуществляет учет информации о владельцах паев, и их долевом участии в фонде, фиксирует все приобретения, обмен, передачу и погашение паев. Реестр владельцев инвестиционных паев фонда (далее - «реестр фонда») представляет собой систему записей о фонде, владельцах инвестиционных паев фонда, об общем количестве размещенных и выкупленных инвестиционных паев фонда, о количестве принадлежащих владельцам инвестиционных паев фонда, о дроблении инвестиционных паев фонда, документах, являющихся основанием для внесения записей о приобретении или о выкупе инвестиционных паев фонда.

Аудитор осуществляет независимую оценку отчетности управляющей компании.

Независимый оценщик в случае работы паевого инвестиционного фонда с имуществом (например, с недвижимостью) и некотируемыми ценными бумагами представляет независимое экспертное заключение о стоимости данных активов.

Таким образом, в процессе трансформации денежных средств инвесторов в различные инструменты финансового рынка, паевые инвестиционные фонды, будучи профессиональными участниками финансового рынка, формируют особую сферу взаимодействия между инфраструктурными звеньями системы коллективного инвестирования. Нормативно-правовое регулирование деятельности паевых инвестиционных фондов в Российской Федерации, определяя порядок организационно-финансовых взаимоотношений участников коллективного инвестирования, предусматривает достаточно строгий контроль за

движением финансовых ресурсов, преследует цели ограничения системных рисков финансового рынка и его эффективного развития.

По результатам проведенного исследования сущности паевых инвестиционных фондов, их классификации, организационно-функциональной модели взаимодействия с инфраструктурными звеньями системы коллективного инвестирования можно сформулировать следующие выводы.

Эффективное инвестирование частных сбережений населения возможно при объединении денежных средств многих частных инвесторов и управлении этими средствами профессиональными участниками финансового рынка. Такую возможность предоставляют паевые инвестиционные фонды, являясь относительно новой формой инвестирования денежных средств для российских инвесторов.

Рассмотренные типы и категории паевых инвестиционных фондов позволили определить как общность объектов их инвестирования в инструменты финансового рынка, так и значительное их отличие по инвестиционным стратегиям, уровням риска и доходности, что обеспечивает инвесторам широкий выбор инвестиционных предпочтений.

Выполняя функцию финансовых посредников, паевые инвестиционные фонды формируют особую сферу взаимодействия между инфраструктурными звеньями системы коллективного инвестирования в процессе аккумуляции денежных средств инвесторов, размещения их в различные инструменты финансового рынка.

Нормативно-правовое регулирование деятельности паевых инвестиционных фондов в Российской Федерации, определяя порядок организационно-финансовых взаимоотношений участников коллективного инвестирования, предусматривает достаточно строгий контроль за движением финансовых ресурсов, что обеспечивает снижение системных рисков рынка коллективных инвестиций и повышает его надежность и инвестиционную привлекательность.

1.3 Особенности финансов организаций коллективного инвестирования в Российской Федерации

Коллективное инвестирование представляет собой процесс аккумулирования денежных средств частных и институциональных инвесторов профессиональными посредниками на финансовом рынке и трансформации их в инвестиции для обеспечения инновационных преобразований в экономике. Необходимо отметить, что участники коллективного инвестирования, являясь профессиональными посредниками между мелкими инвесторами и хозяйствующими субъектами рынка, одновременно сами становятся субъектами экономических отношений при управлении денежными средствами и активами инвесторов, взаимодействуя с другими инфраструктурными звеньями системы коллективного инвестирования.

Исследование особенностей финансов коллективного инвестирования в процессе формирования ресурсов, их капитализации, распределения доходов, в том числе на компенсацию транзакционных издержек, целесообразно проводить в разрезе относительно однородных групп организаций коллективного инвестирования.

В настоящее время частному и неквалифицированному инвестору доступны следующие организации коллективных инвестиций (коллективных инвесторов):

- акционерные и паевые инвестиционные фонды (АИФ и ПИФ);
- негосударственные пенсионные фонды (НПФ);
- общие фонды банковского управления (ОФБУ).

Основополагающие законодательные нормы позволяют дать обобщенную характеристику финансам коллективных инвесторов в РФ (приложение А).

Остановимся более подробно на финансовых отношениях инвестиционных фондов, акционерных и паевых.

Источником финансовых ресурсов для инвестиционной деятельности организаций коллективного инвестирования являются денежные средства акционерного инвестиционного фонда и денежные средства управляющей компании паевого инвестиционного фонда.

Основным источником формирования финансовых ресурсов паевого инвестиционного фонда являются денежные средства и иное имущество (только для закрытых паевых инвестиционных фондов), которое поступает в качестве оплаты инвестиционных паев, и имущество, полученное фондом на основе заключения договора доверительного управления.

В соответствии с установленными требованиями законодательства управляющая компания паевого инвестиционного фонда не имеет права привлекать заемный капитал, это возможно только в том случае, если необходимость привлечения заемных средств паевым инвестиционным фондом обусловлена исключительно целью выкупа паев при недостатке денежных средств, которые составляют этот фонд. В таком случае совокупная задолженность, которая подлежит погашению за счет имущества паевого инвестиционного фонда, по всем заключенным кредитным договорам и договорам займа не должна согласно установленному нормативу превышать 10 % от рассчитанной стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда. В соответствии с законодательством максимальный срок привлечения заемных средств (включая срок продления) составляет три месяца.

Следует отметить, что, привлекая заемный капитал, управляющая компания фонда одновременно повышает и потенциальную доходность вложений пайщиков, и степень риска, увеличивая кредитные обязательства. Долг несет с собой обязательства для компании производить выплаты процентов и основной суммы долга в установленные сроки. При отсутствии достаточного потока денежных средств кредитор обладает правом конфисковать активы и/или потребовать ликвидации компании. В соответствии с нормативными

требованиями установлено строго целевое использование заемных средств паевыми инвестиционными фондами, у фондов практически отсутствует риск заемного финансирования, который связан с выбором возможных источников обеспечения своей инвестиционной деятельности. Что касается акционерного инвестиционного фонда, то уставный капитал акционерного инвестиционного фонда, сформированный из денежных средств и имущества акционеров при обмене на именные акции по заявленной инвестиционной декларации, выступает единственным первоначальным источником финансирования его инвестиционной деятельности. Далее, в ходе осуществления фондом своей деятельности, полученная им прибыль будет являться для него дополнительным финансовым ресурсом, как и те денежные средства, которые фонд получит от дополнительной эмиссии акций при увеличении своего уставного капитала.

Законодательством не предусмотрено ограничений на привлечение заемного капитала акционерным инвестиционным фондом, ограничения касаются только права принятия органом управления фондом решений по крупным сделкам (кредит, заем, залог, поручительство или несколько взаимосвязанных сделок), которые предусматривают управление денежными ресурсами и прочими средствами фонда, составляющими не менее 25% от стоимости активов инвестиционного фонда.

В инвестиционных декларациях управляющих компаний паевого инвестиционного фонда и акционерного инвестиционного фонда содержится информация о целях и объектах инвестирования, законодательно определены требования к фондам по структуре инвестиционных портфелей фондов и списку объектов для инвестирования в зависимости от типов и категорий фондов.

В соответствии с положениями Федерального закона «Об инвестиционных фондах» в России инвестиционные фонды классифицируются на типы и категории. По типам выделяют следующие фонды: открытые, закрытые, интервальные, биржевые.

Ключевая характеристика открытого фонда определяет его основное преимущество в глазах инвесторов - возможность продать и купить акции (паи) в любой рабочий день. В то же время она предъявляет высокие требования к ликвидности активов фонда. Заметим, что ликвидные активы (денежные средства на счетах и во вкладах в коммерческих банках, государственные ценные бумаги и др.), как правило, характеризуются низким риском и, соответственно, низкой доходностью.

Закрытый фонд уже по своему определению имеет ограниченную ликвидность. Те сделки, которые совершаются между инвесторами данного фонда, на состав и структуру инвестиционного портфеля закрытого паевого инвестиционного фонда никак не влияют. Акции (паи) закрытого фонда торгуются на фондовой бирже, их цена устанавливается в результате сделок. Акции (паи) обычным порядком переходят от владельца к владельцу. Закрытые фонды служат подходящим инструментом для инвестирования в неликвидные, очень рискованные активы на длительный срок. Таким образом, закрытые инвестиционные фонды являются и потенциально более доходными по сравнению с открытыми.

Интервальный коллективный инвестиционный фонд обладает свойствами и открытого и закрытого фондов. С одной стороны, управляющие компании таких фондов имеют право на самостоятельную продажу и выкуп акций (паев) без получения специального разрешения на проведение этих операций от всех его инвесторов, а с другой стороны, в правилах доверительного управления должны быть четко определены продолжительность интервала и их периодичность, в течение которых фонды могут осуществлять покупку и продажу акций (инвестиционных паев). Так, Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» установлено, что управляющая компания интервального ПИФ обязана выкупать и продавать инвестиционные паи не реже одного раза в год. Таким образом, интервальные фонды по доходности, риску и ликвидности также занимают промежуточное место между открытыми и закрытыми фондами.

Следует отметить, что акционерный инвестиционный фонд по своему операционному содержанию представляет собой закрытый фонд и имеет те же характерные черты закрытого фонда - высокую доходность и высокий риск, но достаточно низкую ликвидность.

Как уже было отмечено выше, законодательно установлены ограничения на структуру и состав активов фондов в зависимости от их типов и категорий. Так, например, в состав активов паевого инвестиционного фонда любого типа и активов акционерного инвестиционного фонда включаются:

- государственные ценные бумаги Российской Федерации;
- государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации, входящие в котировальный список фондовых бирж;
- муниципальные ценные бумаги, если они включены в котировальный список фондовых бирж;
- денежные средства в рублях и в иностранных валютах;
- акции и облигации открытых акционерных обществ Российской Федерации;
- ценные бумаги иностранных государств и ценные бумаги международных финансовых организаций, если они включены в специальный список, который утверждает федеральный орган исполнительной власти на рынке ценных бумаг;
- акции иностранных акционерных обществ и облигации иностранных коммерческих организаций (в том случае, если они прошли процедуру листинга на фондовых биржах, находящихся на территории государств, с государственными органами которых, осуществляющими контроль на фондовом рынке, федеральным органом исполнительной власти по фондовому рынку заключены в установленном порядке соглашения о взаимодействии и обмене информацией);
- другие ценные бумаги, предусмотренные нормативно-правовыми документами отечественного финансового регулятора на рынке ценных бумаг.

В связи с тем, что ограничена ликвидность таких фондов, как акционерный инвестиционный фонд и закрытый паевой инвестиционный фонд, они могут иметь в составе своих активов недвижимое имущество, а также имущественные права на недвижимое имущество. Данные активы характеризуются низкой ликвидностью. Операции с ними требуют крупного капитала и являются высокорискованными, но и высокодоходными.

Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» (ст. 40) разрешает совершать любого типа сделки с опционами, а также форвардами и фьючерсами исключительно для целей уменьшения риска возможного снижения стоимости активов этих фондов за счет имущества, которое принадлежит акционерному инвестиционному фонду и находится в паевом инвестиционном фонде. Максимальный размер обязательств по форвардным, фьючерсным контрактам и опционам законодательно определен в сумме не более 10 % от стоимости активов данных фондов. Поскольку это положение распространяется на все виды и типы инвестиционных фондов, оно будет в одинаковой степени воздействовать на риск любого фонда. В данной связи влиянием этого фактора на общую оценку риска и доходности инвестиционной деятельности различных коллективных инвесторов можно пренебречь.

Таким образом, Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» внес лишь одно различие в состав активов фондов (акционерного инвестиционного и паевого инвестиционного), разрешив закрытому паевому инвестиционному фонду и акционерному инвестиционному фонду иметь низколиквидные активы, закрепив тем самым за акционерным инвестиционным фондом и закрытым паевым инвестиционным фондом более высокое значение риска, доходности и ликвидности.

Сравнительная характеристика состава активов акционерного инвестиционного фонда и паевых инвестиционных фондов таких категорий, как фонды денежного рынка, фонды акций, фондов облигаций, фонды фондов, фонды смешанных инвестиций, и индексных фондов приведена в таблице 1.

**Таблица 1 - Активы акционерных и паевых инвестиционных фондов
различных категорий РФ**

Активы	Категории инвестиционных фондов																	
	ФДР			ФО			ФА			ФСИ			ФФ			ИФ		
	о	и	з	о	и	з	о	и	з	о	и	з	о	и	з	о	и	з
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Денежные средства, в т.ч. иностранная валюта	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Государственные ценные бумаги РФ	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+			
Государственные ценные бумаги субъектов РФ	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+			
Муницип. ценные бумаги	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+			
Облигации российских хозяйственных обществ	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+			
Ценные бумаги иностранных государств	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+			
Ценные бумаги международных финансовых организаций	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+			
Облигации иностр. коммерч. организаций	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+			
Инв. паи открытых ПИФ категории ФДР	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+			
Инв. паи открытых ПИФ категории ФО				+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+			
Инв. паи открытых ПИФ, кроме категории ФФ														+	+	+		
Инв. паи открытых ПИФ							+	+	+	+	+	+						
Инв. паи интервальных ПИФ категории ФДР		+	+		+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+			
Инв. паи интервальных ПИФ категории ФО					+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+			
Инв. паи интервальных ПИФ, кроме категории ФФ														+	+	+		
Инв. паи интервальных ПИФ							+	+	+	+	+	+						
Инв. паи закрытых ПИФ, включенные в котировальные списки фондовых бирж								+	+	+	+	+	+	+	+			
Инв. паи закрытых ПИФ								+	+		+	+		+	+			
Акции рос. открытых АО кроме акций рос. АИФ различных категорий					+	+	+											

Источник: Болдырева Н.Б. Влияние инвестиционной деятельности на риск и доходность коллективного инвестиционного фонда // Вестн. Тюмен. Гос. ун-та. Тюмень, 2006.- № 6. С.263.

Как видно из таблицы 1, наименьшим разнообразием разрешенных активов обладают коллективные инвестиционные фонды категории фондов денежного рынка (9 видов активов из 23). Наибольшее разнообразие характерно для институтов коллективного инвестирования категорий фондов акций и фондов смешанных инвестиций (20 разрешенных видов активов из 23). Фонды денежного рынка не могут инвестировать средства пайщиков в акции российских открытых акционерных обществ, обыкновенные акции российских закрытых акционерных обществ, акции иностранных акционерных обществ, а также в инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов. Исключение составляют лишь такие активы, как инвестиционные паи интервальных и открытых паевых инвестиционных фондов категории фондов денежного рынка. Как известно, инвестиции в акции, при прочих равных условиях, связаны с высоким риском, но и являются потенциально высокодоходными. Отсутствие в составе активов акций у фондов денежного рынка делает эту категорию фондов потенциально менее рискованной и менее доходной по сравнению с другими из рассматриваемых категорий фондов.

Наиболее динамично развивающейся организационно-правовой формой организаций коллективного инвестирования является имущественный комплекс без образования юридического лица. Эта форма характерна для паевых инвестированных фондов и общих фондов банковского управления, представляющих договорную (некорпоративную) форму коллективного инвестирования.

Следует отметить, что деятельность общих фондов банковского управления до 1 января 2013 г. регулировалась инструкцией Банка России № 63 «О порядке осуществления операций доверительного управления и бухгалтерском учете этих операций кредитными организациями Российской Федерации», утвержденной приказом Центрального банка РФ от 2 июля 1997 г. № 02-287, тогда как деятельность паевых инвестиционных фондов регулировалась Федеральным законом «Об инвестиционных фондах».

С 1 января 2013 г. прекратилось действие указанной инструкции Банка России. Именно эта инструкция на протяжении 15 лет являлась единственным нормативным документом, регулировавшим деятельность ОФБУ. В соответствии с решением ЦБ РФ, банкам с 1 января 2013 г. запрещено создавать новые ОФБУ. И хотя в письме ЦБ РФ было указано, что прекращение действия 63-й инструкции не влияет на действительность уже заключенных договоров доверительного управления, фактически это означает, что существующие ОФБУ должны будут доработать до окончания действия договоров и закрыться.

Анализ нормативного законодательства позволяет отметить, что принцип функционирования паевых инвестиционных фондов и общих фондов банковского управления имеет как общие черты, так и существенные отличия.

В соответствии с указанной инструкцией ЦБ РФ № 63 ОФБУ представляет собой имущественный комплекс, который состоит из имущества, передаваемого в доверительное управление разными лицами и объединяемого на праве общей собственности, а также из имущества приобретаемого доверительным управляющим в процессе осуществления доверительного управления. Следует отметить, что в соответствии с нормативным законодательством, и ПИФ, и ОФБУ не являются юридическими лицами. Паевой инвестиционный фонд также представляет собой комплекс имущества, передаваемого доверительному управляющему, поэтому ПИФ и ОФБУ представляют собой совокупность активов, которая формируется посредством объединения денежных вкладов и имущества юридических и физических лиц (инвесторов).

Действие Инструкции ЦБ РФ о функционировании ОФБУ основано на положениях Гражданского кодекса РФ (гл. 53, часть вторая), которая определяла правоотношения, возникающие при доверительном управлении имуществом. Следует отметить, что нормативными требованиями предусматривалось погашение долга по обязательствам, возникшим в связи с доверительным управлением имуществом за счет этого имущества, а при недостаточности этого

имущества взыскание может быть обращено на имущество самого доверительного управляющего, при недостаточности и его имущества - уже на имущество учредителя управления, которое не находится в доверительном управлении. Из этого можно сделать вывод, что в ОФБУ взыскание может быть направлено как на имущество учредителей управления - юридических лиц, так и на личное имущество учредителей управления - физических лиц. В паевом инвестиционном фонде инвесторы более защищены, так как на законодательном уровне определено, что задолженность фонда по обязательствам, которая образовалась при доверительном управлении имуществом, погашается за счет имущества, составляющего этот фонд, и только в случае недостаточности имущества фонда взыскание могут применить к собственному имуществу управляющей компании паевого инвестиционного фонда.

Отсутствие статуса юридического лица у фондов можно объяснить стремлением избежать двойного налогообложения доходов фонда.

ОФБУ создавались посредством объединения имущества учредителей управления, которое передавалось в управление доверительному управляющему - в данном случае коммерческому банку - на определенный срок в соответствии с заключаемым договором. Коммерческие банки самостоятельно принимали решение о создании ОФБУ, утверждали инвестиционную декларацию фонда, стратегию размещения средств инвесторов в различные объекты инвестирования и общие условия создания и доверительного управления имуществом фонда.

Коммерческий банк являлся и учредителем фонда, и доверительным управляющим, не требовалась специальная лицензия на управление имуществом (как в случае создания паевого инвестиционного фонда у управляющей компании). Все это позволило в довольно быстрый срок создать институт коллективного инвестирования - ОФБУ.

Примечательны отличия в допустимом составе инвесторов в схемах ПИФа и ОФБУ (пайщиков и учредителей управления, соответственно): в качестве

инвесторов ПИФов не могут выступать государственные органы и органы местной власти, а в ОФБУ в составе инвесторов могли быть только резиденты Российской Федерации. Что касается нерезидентов, то они в соответствии с нормативными указаниями не могли инвестировать свои капиталы в ОФБУ и быть в составе учредителей фонда, что, конечно, снижало привлекательность ОФБУ для зарубежных инвесторов.

Следующим критерием для сравнения финансовых особенностей ОФБУ и ПИФа является ограничение на предельный размер активов фонда, установленный нормативными указаниями. Управляющая компания паевого инвестиционного фонда имеет право формировать для последующего инвестирования практически неограниченную сумму активов, принимать денежные средства коллективных инвесторов, производить эмиссию инвестиционных паев в зависимости от существующего на данный момент спроса. ОФБУ, в отличие от паевых инвестиционных фондов, обязаны были указывать в инвестиционной декларации предельный стоимостной объем объединяемого имущества, то есть данный фонд мог быть закрыт для потенциального инвестора, пожелавшего вложить в него свои денежные средства, если уже был сформирован заранее определенный в декларации размер активов фонда. Таким образом, паевые инвестиционные фонды имеют в этом отношении явное преимущество перед ОФБУ.

Документом, который подтверждает право собственности на часть имущества ОФБУ у владельца денежных средств, инвестирующего в банковский фонд, является сертификат долевого участия. При инвестировании в данный фонд необходимо заключение договора с инвестором, в котором имеется прямая ссылка на Общие условия. Сертификат долевого участия не является ценной бумагой и не обращается на фондовом рынке, в отличие от инвестиционного пая, который является бездокументарной ценной бумагой и выступает инструментом фондового рынка.

При покупке инвестиционных паев в паевом инвестиционном фонде составляется заявка на приобретение (выкуп) паев, а документом, подтверждающим право собственности на часть имущества фонда, является выписка из реестра пайщиков паевого инвестиционного фонда, содержащая сведения о количестве паев, которые зачислены на лицевой счет пайщика.

Можно отметить, что взаимодействие инвестора и управляющей компании паевого инвестиционного фонда при заключении договора, а также их последующие отношения более четко определены, отрегулированы и формализованы в законодательстве, что является веским аргументом для привлечения массового мелкого инвестора в инвестиционные фонды. При установлении взаимоотношений инвестора и ОФБУ с каждым клиентом составляется индивидуальный договор о схеме инвестирования, что при большом количестве мелких инвесторов представляет довольно трудоемкий и длительный процесс, а для банка это может быть выгодно только при установлении договорных отношений об инвестировании в фонд с крупными инвесторами.

Для потенциального инвестора при выборе между паевым инвестиционным фондом и ОФБУ существенное влияние оказывают такие критерии, как срок действия договора, длительность инвестиционных вложений. Если в ОФБУ договор о доверительном управлении составляется на определенный срок, то инвестирование в паевой инвестиционный фонд и приобретение паев при оформлении заявки не предусматривают установления срока. Более того, в открытых паевых инвестиционных фондах инвестор может в любое время обменять купленные ранее инвестиционные паи на денежные средства. Следовательно, с позиций ликвидности, инвестиции в ОФБУ аналогичны размещению средств на банковском депозите, а инвестиции в ПИФ - помещению денег на текущий банковский счет.

Нормативными указаниями определен состав объектов доверительного управления в ОФБУ: денежные средства в рублях и иностранной валюте, ценные

бумаги, драгоценные металлы и драгоценные камни, производные финансовые инструменты, которые принадлежат резидентам РФ на праве собственности. ОФБУ не имеет права вкладывать средства своих вкладчиков-инвесторов в недвижимое имущество. Можно отметить, что у ОФБУ по сравнению с ПИФ более обширный перечень возможных объектов инвестирования. Для паевого инвестиционного фонда ограничена возможность работы с производными финансовыми инструментами, валютными ценностями и определенными видами ценных бумаг - с казначейскими обязательствами, акциями российских инвестиционных фондов, и депозитными сертификатами, инвестиционными паями ПИФ, векселями. Все они не могут являться объектами инвестирования средств.

Для ОФБУ было установлено нормативное требование по инвестиционным вложениям, в соответствии с которым доверительный управляющий фонда не имеет права вкладывать более 15% активов в ценные бумаги одного эмитента или группы аффилированных эмитентов, связанных между собой отношениями по имущественному контролю или письменному соглашению (за исключением вложений в такой вид актива, как государственные ценные бумаги). Такой, более либеральный подход к определению состава и структуры активов ОФБУ привлекательнее для ряда инвесторов. Однако требования «принудительной диверсификации» активов в ПИФ служат дополнительной страховкой для инвесторов и увеличивают надежность инвестирования в ПИФ.

Основополагающий принцип деятельности паевого инвестиционного фонда заключается в раздельном хранении и управлении активами фонда различными субъектами рынка коллективного инвестирования. Управляющая компания фонда осуществляет управление инвестиционным портфелем ПИФ, а специализированный депозитарий выполняет функции учета и хранения активов данного фонда. Депозитарий имеет право контроля действий управляющего вплоть до блокировки отдельных операций, если они входят в противоречие с

нормативными требованиями финансового регулятора. К специализированному депозитарию предъявляются довольно жесткие требования, а его взаимоотношения с управляющим подробно регулируются отдельным постановлением финансового регулятора. Такое разделение ролей значительно повышает надежность схемы инвестирования и практически исключает возможность мошенничества.

Доход инвестора в инвестиционном фонде в большой степени зависит от того, насколько правильно проведена оценка активов фонда. Управляющий паевым инвестиционным фондом открытого типа ежедневно должен производить оценку стоимости чистых активов, в фонде интервального типа управляющий может привлекать и независимого оценщика для проведения оценки активов. В положениях о деятельности паевого инвестиционного фонда сам процесс оценки активов четко определен и регламентирован в соответствии с нормативными требованиями, и объективность предложенной методики расчета сомнений не вызывает. В паевых инвестиционных фондах паи оплачиваются инвесторами только денежными средствами, поэтому специальной оценки такие вложения не требуют, в отличие от ОФБУ, где в доверительное управление могут быть переданы инвесторами, помимо денежных средств, и другие активы (например, валютные ценности, ценные бумаги, производные финансовые и другие инструменты), поэтому в ежедневные функции доверительного управляющего входит как оценка активов самого фонда, так и стоимостная оценка имущества учредителей управления, переданного в доверительное управление.

Формирование доходов инвесторов как в ПИФ, так и в ОФБУ происходит примерно одинаковым образом. Размер доходов при этом определяется в виде разницы между суммой денежных средств, которую получает инвестор на день закрытия договора об инвестировании в фонды, и суммой денежных средств, ранее вложенных в фонды при заключении договора. Доходом инвестора в паевом инвестиционном фонде будет являться разница между ценой продажи и ценой

покупки инвестиционного пая, умноженная на число выкупаемых паев. Доходом инвестора в ОФБУ выступают денежные средства, представляющие собой накопленные проценты на его долю в ОФБУ, или определяемая пропорционально стоимости активов доля учредителя управления при ее продаже.

Следует отметить, что инвесторы обязаны оплатить расходы по осуществлению управления фондами и вознаграждение управляющим до момента получения денежных средств за принадлежащие им доли активов. В ОФБУ суммы комиссий для оплаты услуг управляющих и расходы на ведение деятельности нормативными документами не установлены, а для инвесторов паевых инвестиционных фондов ограничены суммы таких расходов (не более 5% стоимости чистых активов), что способствует повышению привлекательности данной формы коллективного инвестирования. Резюме проведенных сопоставлений представлено в таблице 2.

Таблица 2 - Сравнительный анализ финансовых особенностей ПИФов и ОФБУ

Критерий	ПИФ	ОФБУ
1	2	3
Имущество, передаваемое в доверительное управление	Денежные средства в рублях	Денежные средства в рублях, иностранная валюта, ценные бумаги, недвижимость, драгметаллы и т.п.
Объекты и ограничения в инвестировании	Состав активов жестко определен постановлениями финансового регулятора для каждого типа и вида фонда	Практически не ограничен состав активов
Документ, удостоверяющий право на владение долей	Пай фонда (именная бездокументарная ценная бумага)	Сертификат долевого участия (не является ценной бумагой)
Возможность передачи своей доли третьему лицу	Есть возможность	Отсутствует возможность
Выплата периодического дохода	Отсутствует возможность	Возможна
Гарантия доходности и сохранности капитала	Отсутствует	Отсутствует
Взимание налогов с физических лиц	При погашении паев	При погашении доли или по окончании налогового периода

Особое место в системе коллективного инвестирования занимают организации частного пенсионного обеспечения - негосударственные пенсионные фонды (НПФ). Специфика их финансовых отношений связана как со средствами, которые могут быть этими организациями аккумулированы, так и со спецификой их рыночного поведения.

НПФ - это некоммерческая организация, созданная с целью добровольного негосударственного пенсионного страхования граждан РФ. Их деятельность регулируется законами "О некоммерческих организациях" (№ 7-ФЗ от 12 января 1996 г.) и "О негосударственных пенсионных фондах" (№ 75-ФЗ от 7 мая 1998 г.).

Функционирование фондов осуществляется на основании устава и в соответствии с внутренними пенсионными правилами. Взаимоотношения с контрагентами осуществляются на основании договоров добровольного пенсионного страхования (с участниками), договоров доверительного управления с управляющей компанией), договоров об управлении средствами обязательных пенсионных накоплений (с Пенсионным фондом России) и др.

В целях обеспечения эффективной финансовой деятельности состав имущества НПФ могут формировать:

- совокупные вклады учредителей;
- доход фонда от размещения и использования имущества;
- часть суммы пенсионных взносов, которые, по правилам фонда, можно направлять на пополнение имущества и оплату административных расходов, но не более 3 % от суммы пенсионного взноса;
- благотворительные взносы и суммы денежных поступлений в фонд, разрешенные в соответствии с законодательством;
- целевые взносы инвесторов фонда, а также часть дохода фонда, которую фонд получает от инвестирования средств пенсионных накоплений и размещения пенсионных резервов на финансовом рынке.

В соответствии с нормативными требованиями в целях исполнения своих обязательств перед вкладчиками и обеспечения финансовой стабильности фонд создает пенсионные резервы и пенсионные накопления.

В состав пенсионных резервов входят резерв покрытия пенсионных обязательств и страховой резерв, которые включают в себя пенсионные взносы, доход от размещения средств пенсионных резервов, различные целевые денежные зачисления в фонд.

Пенсионные накопления создаются за счет страховых взносов, взносов работодателя в пользу застрахованного лица, взносов на софинансирование части средств семейного капитала или материнского, предназначенных для формирования накопительной части трудовой пенсии и дохода от инвестирования этих средств, части имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности фонда.

На пенсионные накопления, резервы и активы, в которые они размещены, не может быть обращено взыскание по долгам фонда. Исключение составляют долги фонда перед его участниками. Также взыскание по долгам не может быть обращено к вкладчикам, страхователям, управляющим компаниям, специализированному депозитарию и иным третьим лицам, включая застрахованных лиц и участников фонда.

Состав пенсионных резервов и порядок их размещения с целью получения дохода и увеличения их объема в интересах участников регулируются законодательством.

Инвестирование средств пенсионных резервов фонд осуществляет самостоятельно на основании договора доверительного управления, объекты инвестирования определены инвестиционной декларацией.

Негосударственные пенсионные фонды с 2008 г. получили статус квалифицированного инвестора. Статус квалифицированного инвестора подразумевает способность адекватно анализировать уровни риска, связанные с инвестициями в финансовые инструменты, а как следствие, получать доступ к активам повышенной рискованности и оперировать ими.

Законодательство разрешает негосударственным пенсионным фондам на свое усмотрение размещать до 50% пенсионных резервов в открытые и интервальные паевые инвестиционные фонды, инвестиционные декларации

которых соответствуют требованиям к составу и структуре пенсионных резервов. Как следствие, ряд управляющих компаний объявили о намерении сформировать паевые инвестиционные фонды, в которые будут размещены пенсионные резервы.

Паевые инвестиционные фонды - надежный вариант для размещения средств пенсионных резервов. Информационная прозрачность, контроль специализированного депозитария и Банка России обеспечивают надежность размещения активов и контроль со стороны негосударственного пенсионного фонда. При этом облегчается ведение бухгалтерского учета и оборота документов, поскольку в активах фондов будет учитываться только пай инвестиционного фонда, а не совокупность ценных бумаг и счетов.

Негосударственные пенсионные фонды могут также выступать инвесторами для паевых инвестиционных фондов, поскольку они обладают долгосрочными денежными средствами с прогнозируемыми финансовыми потоками.

Кроме того, ПИФ для квалифицированных инвесторов, в том числе для негосударственных пенсионных фондов, будут наделены преференциями. Так, с целью дополнительной защиты интересов инвесторов в фонде возможно создание инвестиционного комитета, к компетенции которого могут быть отнесены полномочия по распоряжению имуществом фонда (одобрение соответствующих сделок). Установление ограничений по распоряжению имуществом фонда позволит также упростить процедуру кредитования под залог инвестиционных паев.

Ценные бумаги, ограниченные в обороте, будут распространяться только среди квалифицированных инвесторов. Обеспечено это будет прямым запретом управляющим компаниям размещать паи среди неквалифицированных инвесторов.

Размер вознаграждения управляющих фондами для квалифицированных инвесторов будут определяться по еще более гибкой системе, чем для управляющих обычными фондами. Появится возможность организовывать траншевое финансирование проекта за счет неполной оплаты паев на первоначальном этапе.

Управляющим фондами для квалифицированных инвесторов будет предоставлена возможность совершать сделки, в результате которых управляющая компания принимает на себя обязанность по передаче имущества, не составляющего на момент сделки активы фонда. Подобные сделки не могут быть основанием для передачи денежных средств в счет будущей продажи объектов недвижимости или иных активов. Иными словами, допускается заключение сделок, по которым движение денежных средств до передачи (или создания) имущества производиться не будет. Следствием допустимости сделок по передаче имущества, не составляющего активы фонда, станет возможность управляющим заключать сделки РЕПО. Появится возможность привлекать долговое финансирование в проекты через фонды для квалифицированных инвесторов, а также размещать активы фонда на условиях договоров займа и/или кредита.

Возможность привлечения в фонд заемных средств косвенно предполагает предоставление активов фонда в качестве залога. Иными словами, допускается обременение залогом имущества, находящегося в фонде, в том числе для предоставления обеспечения исполнения обязательств (например, для обеспечения залога при участии в конкурсе на приобретение того или иного разрешенного актива в фонд). Появится возможность управляющей компании приобретать имущество у пайщиков своего фонда. Это представляет особую ценность для инвесторов, планирующих работать со строительным паевым инвестиционным фондом. В данном случае инвестор может совместить в собственном лице две функции, став изначально пайщиком, т. е. выкупив паи закрытого ПИФ, и впоследствии застройщиком, заключив контракт на строительство объекта с управляющей компанией фонда. Как результат, объединение в одном лице статусов пайщика и застройщика позволит значительно упростить порядок финансирования и управления строительным проектом через фонд.

Однако имеется ряд обстоятельств, негативно влияющих на привлекательность негосударственных пенсионных фондов как коллективных инвесторов.

Инвестиционная декларация фондов и компаний, управляющих пенсионными средствами граждан, жестко ограничена Федеральным законом № 111-ФЗ от 24 июля 2002 г. "Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации" (ред. от 3 декабря 2012 г.) и подзаконными актами. Из биржевых инструментов к разрешенным относятся только ценные бумаги компаний, входящих в высший котировальный список А1. Это резко сужает число доходных инструментов, в которые могут быть инвестированы пенсионные деньги, и вместе с тем не гарантирует безопасности данных вложений.

Договор негосударственного пенсионного фонда и управляющей компании, как правило, рассчитан всего на год. Кроме того, каждый год 31 декабря негосударственные пенсионные фонды обязаны проводить переоценку дохода от инвестиционной деятельности, чтобы зафиксировать результаты.

Учитывая долгосрочный характер пенсионных денежных средств, следует принимать в расчет не текущую, а накопленную доходность. Кратковременные рыночные колебания на них отражаются не так явно, как на работе банков, в розничном и производственном секторах. Пенсионные средства выплачиваются только при наступлении пенсионного возраста, поэтому результаты их инвестирования нужно рассматривать за несколько лет. Роль пенсионных институтов начинает отчетливо реализоваться только по достижении их пенсионными резервами значительных объемов.

Таким образом, в настоящее время паевые инвестиционные фонды (пенсионные ПИФ) более эффективно решают задачи сбережения средств членов общества для материального обеспечения в старости по сравнению с НПФ. Развитие НПФ лежит в плоскости организации эффективного взаимодействия между ними и паевыми инвестиционными фондами. Паевые инвестиционные фонды представляются наиболее гибкой и доступной для частных инвесторов организацией в системе коллективного инвестирования.

Рассмотрев основные финансовые и организационные особенности организаций коллективного инвестирования в РФ, можно сформулировать следующие выводы.

Наиболее динамично развивающейся организационно-правовой формой организаций коллективного инвестирования является имущественный комплекс без образования юридического лица, которая характерна для паевых инвестированных фондов и общих фондов банковского управления, представляющих договорную форму коллективного инвестирования.

Паевые инвестиционные фонды обладают рядом преимуществ по сравнению с ОФБУ и другими организациями коллективного инвестирования, а именно: размер активов паевого инвестиционного фонда законодательно не определен, что позволяет управляющему фондом объединять в профессиональное управление количественно неограниченную сумму активов; отношения сторон в паевом инвестиционном фонде более формализованы, управляющий обязан опубликовать в средствах массовой информации как проспект эмиссии паев, так и правила фонда, что позволяет привлечь массовых мелких инвесторов в коллективное инвестирование; инвестиции в ПИФ имеют бессрочный характер, инвестиционный пай имеет статус ценной бумаги; жесткие нормативные требования к структуре активов паевого инвестиционного фонда служат дополнительной страховкой для инвесторов и увеличивают надежность инвестирования в ПИФ; суммы вознаграждения и расходы в паевых инвестиционных фондах регламентированы и ограничены их предельные размеры.

Таким образом, в настоящее время паевые инвестиционные фонды являются самой перспективной формой организации коллективного инвестирования, наиболее эффективно решают задачи сбережения и капитализации средств частных инвесторов по сравнению с другими организациями коллективного инвестирования.

Глава 2 ПАЕВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ: ОЦЕНКА РОССИЙСКОЙ ПРАКТИКИ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

2.1 Динамика развития паевых инвестиционных фондов и финансовый анализ показателей их деятельности

Материальной основой финансовых отношений являются генерируемые ими потоки денежных средств. Объем, структура, динамика денежных потоков определяют место и роль соответствующих финансовых отношений в финансовой системе национальной и мировой экономике. Выявленные на основе индикативного анализа сложившиеся тенденции позволяют оценивать перспективы развития финансов и изменения объемов финансовых ресурсов в исследуемом секторе финансового рынка.

Анализ финансовых потоков, возникающих в связи с функционированием паевых инвестиционных фондов в РФ, актуален как для непосредственных участников финансовых отношений, так и для государственных организаций, осуществляющих финансовое управление и контроль. Однако в РФ не решены вопросы информационного и методического обеспечения экономико-статистической оценки финансовых показателей паевых инвестиционных фондов. Имеющиеся публикации и аналитические материалы, представленные в Интернете на сайте Национальной лиги управляющих и на специализированном инвестиционном сайте Investfunds, являются экспертными оценками на незначительном временном интервале и не дают представления о динамических тенденциях и перспективах коллективного инвестирования в РФ. В этой связи автором предложена попытка преодоления вышеуказанных недостатков.

Прежде чем исследовать качественные показатели функционирования паевых инвестиционных фондов, рассмотрим динамику их формирования в РФ. Первые

паевые инвестиционные фонды в РФ стали организовываться в конце 1996 г. За короткий промежуток времени фонды показали свою надежность, что позволило повысить их инвестиционную привлекательность. В 2005 г. количество паевых инвестиционных фондов и управляющих компаний выросло в 2 раза. К началу 2008 г. на рынке паевых инвестиционных фондов функционировало около 300 управляющих компаний и более 1000 инвестиционных фондов. Следует отметить, что период с 2003 по 2007 г. отличался своей стабильностью и именно на него приходится пик развития паевых инвестиционных фондов. Так, в 2007 г. количество управляющих компаний выросло более чем на 40 %.

Мировой финансовый кризис 2008 - 2009 г. оказал негативное воздействие на развитие системы коллективного инвестирования в целом, в том числе и на развитие паевых инвестиционных фондов. Необходимо отметить, что если в начальный период бурного развития паевых инвестиционных фондов наблюдались рост их количества, расширение перечня объектов для вложений, активное обращение инвестиционных паев на бирже, то в 2008 г., наоборот, управляющие компании вынуждены были оптимизировать свою работу в части сокращения расходов. Многие фонды перестали работать на отечественном финансовом рынке, инвестиционные паи стали распространяться на внебиржевом рынке. На рынке коллективного инвестирования происходили и структурные изменения - количество открытых паевых фондов сократилось, но увеличилось число фондов недвижимости, фондов прямых инвестиций, фондов денежного рынка.

Если проанализировать динамику изменения количества управляющих компаний с начала их деятельности на финансовом рынке до 2008 г. (острой фазы мирового финансового кризиса), можно определить масштаб их роста по экспоненциальной кривой, составившего в указанном году 549 компаний. Начиная с 2009 г. и на современном этапе функционирования управляющих компаний можно видеть существенное уменьшение их количества ежегодно на 20 - 30 компаний (рисунок 5)¹³.

¹³ Сост. по данным: Национальная лига управляющих: офиц. сайт -url. <http://www.nlu.ru>.

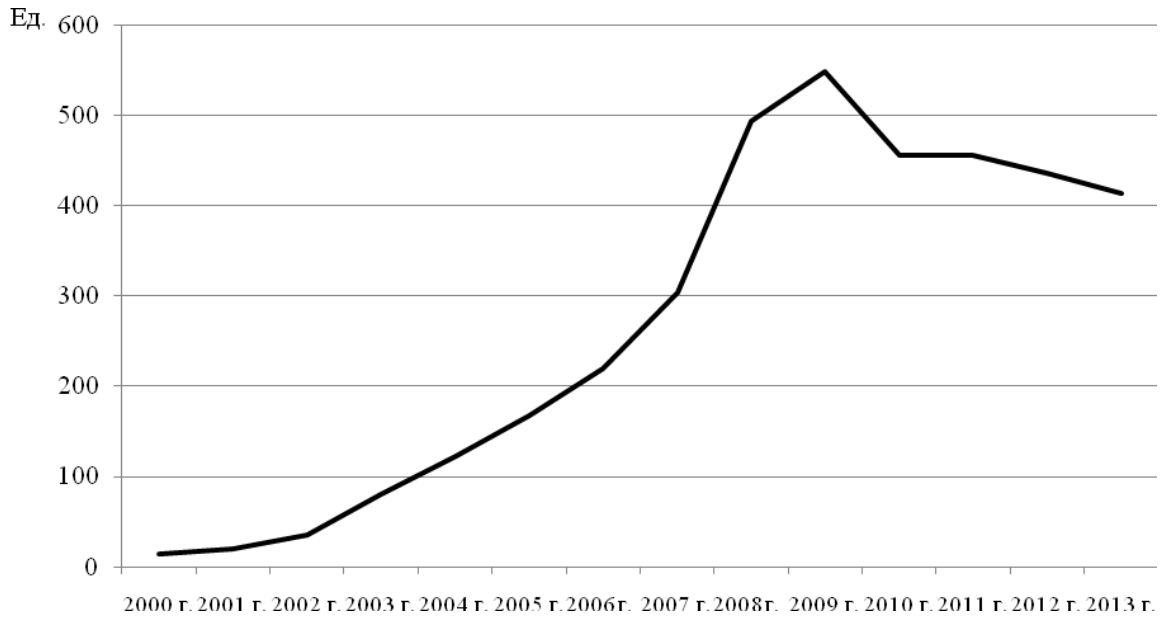


Рисунок 5 - Динамика количества управляющих компаний в РФ

Можно выделить следующие причины сложившегося положения:

1) рост за последний год аннулированных лицензий управляющих компаний (с 53 до 93 ед.). В данном случае сокращение числа управляющих компаний происходит из-за активизации деятельности государственного финансового регулятора по ликвидации «компаний-пустышек», так как государственный регулятор считает активными только те компании, которые регулярно отправляют отчетность в службу и имеют ненулевые показатели в балансах имущества фонда;

2) постепенный отток пайщиков (сокращение количества паев фиксируется у большинства фондов), обуславливающий снижение прибыли у самих управляющих компаний и, как следствие, переход их в разряд нерентабельных.

В таблице 3 представлена структура паевых инвестиционных фондов в России.

В первую очередь отметим, что наибольшую долю по численности занимают закрытые паевые инвестиционные фонды, их доля составляет 66,1 %. На долю открытых паевых фондов приходится 29,7 %, интервальные фонды занимают 4,2 %. Следует отметить, что наиболее привлекательными для средних и мелких инвесторов являются открытые фонды, что подтверждается и

сложившимися мировыми тенденциями. В долгосрочной перспективе они рассматриваются наиболее доходными и надежными: инвестор имеет возможность достаточно быстро продать свои ценные бумаги, что существенно отличает данный объект например, от продажи недвижимого имущества.

Таблица 3 - Структура зарегистрированных паевых инвестиционных фондов в РФ по состоянию на 11.01. 2013 г.

(составленная автором по данным Национальной лиги управляющих)

Категория	Фонды							
	Открытые		Интервальные		Закрытые		Всего	
	Кол-во	Уд. вес, %	Кол-во	Уд. вес, %	Кол-во	Уд. вес, %	Кол-во	Уд. вес, %
Фонды акций	191	44	26	41,9	33	3,4	250	17,1
Фонды облигаций	71	16,4	-	-	2	0,2	73	5,0
Фонды смешанных инвестиций	108	24,9	21	33,9	34	3,5	163	11,1
Фонды денежного рынка	9	2,1	-	-	-	-	9	0,6
Индексные фонды	32	7,3	-	-	-	-	32	2,2
Фонды фондов	23	5,3	2	3,2	-	-	25	1,7
Фонды товарного рынка			8	12,9	-	-	8	0,5
Хедж-фонды			5	8,1	19	2,0	24	1,6
Ипотечные фонды					6	0,6	6	0,4
Фонды художественных ценностей					2	0,2	2	0,1
Фонды венчурных инвестиций					65	6,7	65	4,4
Фонды недвижимости					590	61,0	590	40,3
Фонды прямых инвестиций					68	7,0	68	4,7
Рентные фонды					80	8,3	80	5,6
Кредитные фонды					68	7,0	68	4,7
Всего:	434	100	62	100	967	100	1463	100

На начало 2013 г. в России зарегистрировано 1463 паевых инвестиционных фонда, из которых 93,6 % относятся к разряду работающих, еще 22 фонда находятся в стадии формирования.

Динамика количества паевых инвестиционных фондов показывает рост только по закрытым ПИФ, тогда как число открытых и интервальных ПИФ является постоянным с 2007 г. Это объясняется тем, что к закрытым паевым

инвестиционным фондам, проявили интерес коммерческие банки, у которых на балансе числится значительная доля недвижимости. В соответствии с нормативами они не могут держать в объектах недвижимости сумму, превышающую десять процентов всех активов. На практике этот показатель значительно выше, поэтому банки заинтересованы передать данные активы со своего баланса в управляющую компанию паевого инвестиционного фонда, не желая невыгодно продавать объект недвижимости.

На конец 2012 г. в закрытых ПИФ было аккумулировано свыше 410 млрд руб. Это составляет более 75% всех денежных сумм, которые находятся под управлением российских фондов паевых инвестиций и отражены в ежеквартально публикуемых балансах имущества фондов.

Представленная таблица 3 позволяет так же проанализировать структуру фондов в зависимости от направления инвестирования средств. Как видно из данных таблицы, открытые и интервальные фонды в качестве объекта инвестирования средств предпочитают акции и смешанные инвестиции. Они занимают 44-42 % и 24,9-33,9 %, соответственно. Касательно закрытых фондов можно отметить, что наибольшее предпочтение здесь отдается более специализированным объектам инвестирования. В частности, более 60 % занимают операции с недвижимостью, выполняемые фондами недвижимости, рентными фондами и фондами прямых инвестиций. В данные операции размещают свободный капитал крупные инвесторы.

В действительности величина активов закрытых ПИФ гораздо больше, так как значительная часть таких фондов предназначена для квалифицированных инвесторов, а российское законодательство в настоящее время запрещает публиковать любую информацию о подобных фондах, включая сведения об объемах средств, находящихся под управлением, поэтому анализировать рынок закрытых ПИФ довольно сложно.

Фонды недвижимости в структуре закрытых паевых инвестиционных фондов представляют значительный интерес для профессиональных пайщиков, эти фонды занимают 1 место по степени распространенности, их доля в общей

структуре всех фондов по состоянию на 1.01.2013 г. достигла 40%. На втором месте - самый популярный среди открытых паевых инвестиционных фондов - фонд акций. Фонды смешанных инвестиций занимают третью позицию по степени распространенности среди фондов (рисунок 6). Сост. по данным: Национальная лига управляющих: офиц. сайт -url. <http://www.nlu.ru>.

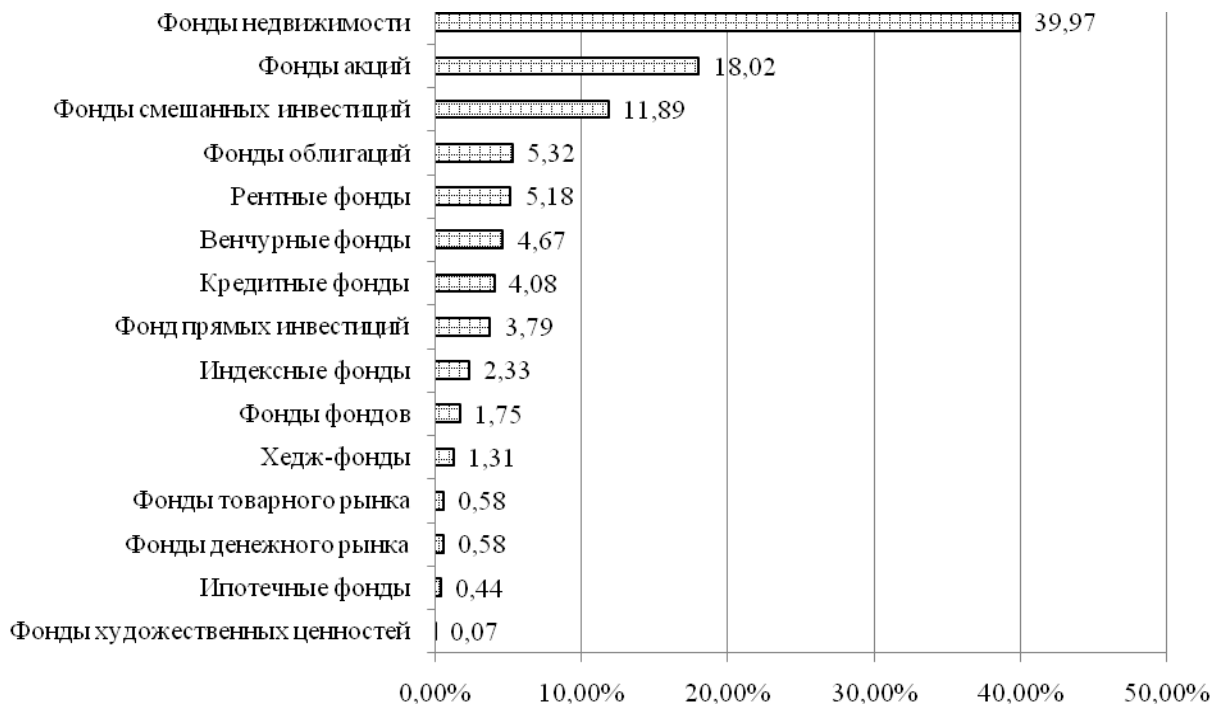


Рисунок 6 - Долевой состав работающих паевых инвестиционных фондов РФ по состоянию на 01.01.2013 г.

Аналитики предрекают указанным паевым инвестиционным фондам большое будущее. Не менее интересным для потенциальных вкладчиков является тот факт, что управляющие компании стали обращать внимание не только на крупных участников инвестиционного рынка (как правило, девелопперов), но и на тех, кто в состоянии вложить на первоначальном этапе около 100 тыс. руб. Усиление популярности фондов недвижимости также объясняется и тем, что вложение денег в фонд недвижимости менее рискованно, чем прямые (непосредственные) инвестиции в недвижимость, поскольку работа управляющих компаний в этом случае находится под надзором многочисленных контролирующих государственных органов: Банка России, специализированного

депозитария, регистратора и аудитора. К тому же, фонд недвижимости - достаточно выгодный выбор для тех вкладчиков, которые не умеют самостоятельно проводить исследование рынка, чтобы понять, какой сегмент рынка недвижимости сегодня наиболее привлекателен. В современных экономических условиях, фонды недвижимости превратились по сути своей, в рентные фонды, поскольку объект капитального строительства уже сдан в аренду и приносит стабильный, высокий доход.

Закрытые паевые инвестиционные фонды, если проанализировать динамику числа паевых фондов трех типов в 2009 г., были явными лидерами по приросту количества фондов. Отдельно стоит отметить появление такого понятия, как фонды, предназначенные для квалифицированных инвесторов. Бурный рост таких фондов в 2009 г. (включая те фонды, которые существовали ранее и были предназначены для всех категорий инвесторов) во многом связан с экономическим кризисом. Так, кредитные фонды помогают банкам «расчистить» баланс, принимая на себя бремя плохих долгов и освобождая кредитные учреждения от необходимости резервировать значительный объем средств под них.

Хедж-фонды, рентные, кредитные фонды и фонды товарного рынка впервые появились в 2009 г. и к концу года их количество составило 2, 35, 36, и 1, соответственно. Все существующие на данный момент венчурные фонды, фонды прямых инвестиций, хедж-фонды, кредитные фонды ориентированы на квалифицированного инвестора. Если в начале 2008 г. число открытых и интервальных ПИФ превышало на 33% число закрытых фондов, то к началу 2010 г. количество фондов закрытого типа стало больше, чем открытых и интервальных, и составляло уже 59 % от общего количества зарегистрированных паевых инвестиционных фондов, а на начало 2013 г. – уже 66 % (Приложение Б). Таким образом, рынок стал более закрытым и непрозрачным (фонды для квалифицированных инвесторов, согласно российскому законодательству, не раскрывают данные). Такая динамика объясняется, в числе прочих институциональными факторами.

На финансовом рынке появились относительно недавно новые паевые инвестиционные фонды, такие как кредитные фонды, фонды товарного рынка, хедж-фонды, расширяющие возможности диверсификации рисков вложений для пайщиков. Хедж-фонды, товарные фонды предлагают возможность вложения средств пайщиков в драгоценные металлы, а также в такие финансовые инструменты, в которых в виде базового актива выступают различные виды товаров, котируемых на биржах. Кредитные фонды в составе своих активов могут включать денежные требования по договорам займа, кредитным договорам, а также имущество (в том числе имущественные права), которое представлено в банк в виде залога. Такой актив, как иностранные и российские депозитарные расписки на различные ценные бумаги эмитентов могут быть включены в состав активов хедж-фондов.

Анализ динамики финансовых потоков, генерируемых ПИФ за период с 2007 по 2012 г. проведен по следующим индикаторам:

- привлечение денежных средств ПИФ;
- стоимость чистых активов ПИФ;
- средняя доходность инвестирования в ПИФ;
- доходность инвестирования в ПИФ в сравнении с доходностью банковских депозитов и динамикой индекса ММВБ.

Касательно первого индикатора необходимо отметить, что в целом настроение инвесторов на рынке коллективных инвестиций за рассматриваемый период укладывается в общую схему довольно типичного поведения массового инвестора.

Анализ данных, представленных на рисунке 7, показывает, что 2007 г. был наиболее стабилен в части привлечения ресурсов в систему коллективных инвестиций, в данном случае в паевые инвестиционные фонды. Мировой финансовый кризис 2008-2009 г. оказал существенное негативное влияние на их развитие, что в значительной степени сказалось на оттоке денежных средств. В первую очередь это коснулось открытых и интервальных паевых фондов.

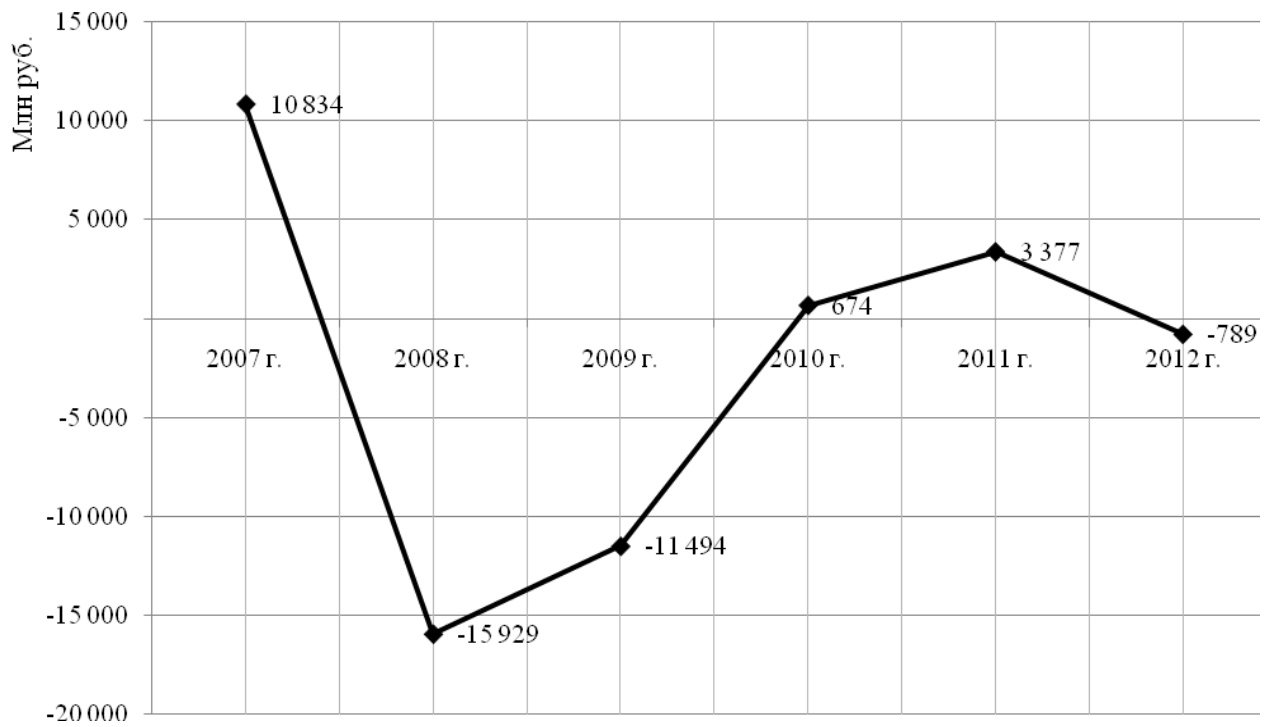


Рисунок 7 - Привлечение денежных средств паевыми инвестиционными фондами в РФ 2007-2012 гг.

Так, за III квартал 2008 г. стоимость чистых активов указанных фондов сократилась почти на 80 млрд руб.¹⁴ Можно сделать вывод, что денежные средства стали выводить мелкие инвесторы, для которых большой интерес представляют открытые паевые фонды.

Еще одной причиной оттока денежных средств из открытых и интервальных фондов явилось значительное снижение стоимости акций российских компаний, что обусловило снижение стоимости инвестиционных паев.

Происходящие кризисные явления в экономике значительно сократили перечень объектов для инвестирования в связи с уменьшением спроса на них со стороны потенциальных инвесторов. В такие кризисные периоды значительная часть населения предпочитает вкладывать сбережения в консервативные инструменты - депозиты в банках, вложения в недвижимость, иностранную валюту, накопительное страхование. В этом случае паевые инвестиционные

¹⁴ Фукс А., Христофорова И. Маркетинговые стратегии управляющих компаний паевых инвестиционных фондов. // Маркетинг. 2009. № 2. С. 59-69.

фонды представляют интерес только как долгосрочный инструмент для вложений на период от одного года и больше. Следует отметить, что в будущем, по мере преодоления кризисных явлений, с восстановлением фондового рынка, с ростом котировок сырья на товарных рынках, с ростом благосостояния населения вложения в паевые инвестиционные фонды принесут весомый доход, поэтому категория населения, которая склонна к риску, останется приверженцем паевых фондов как института коллективного инвестирования.

На рисунке 8 представлена динамика привлечения в России средств открытыми и интервальными фондами, подтверждающая данную тенденцию. В целом за 2008 г. отток средств составил 17,8 млрд руб.

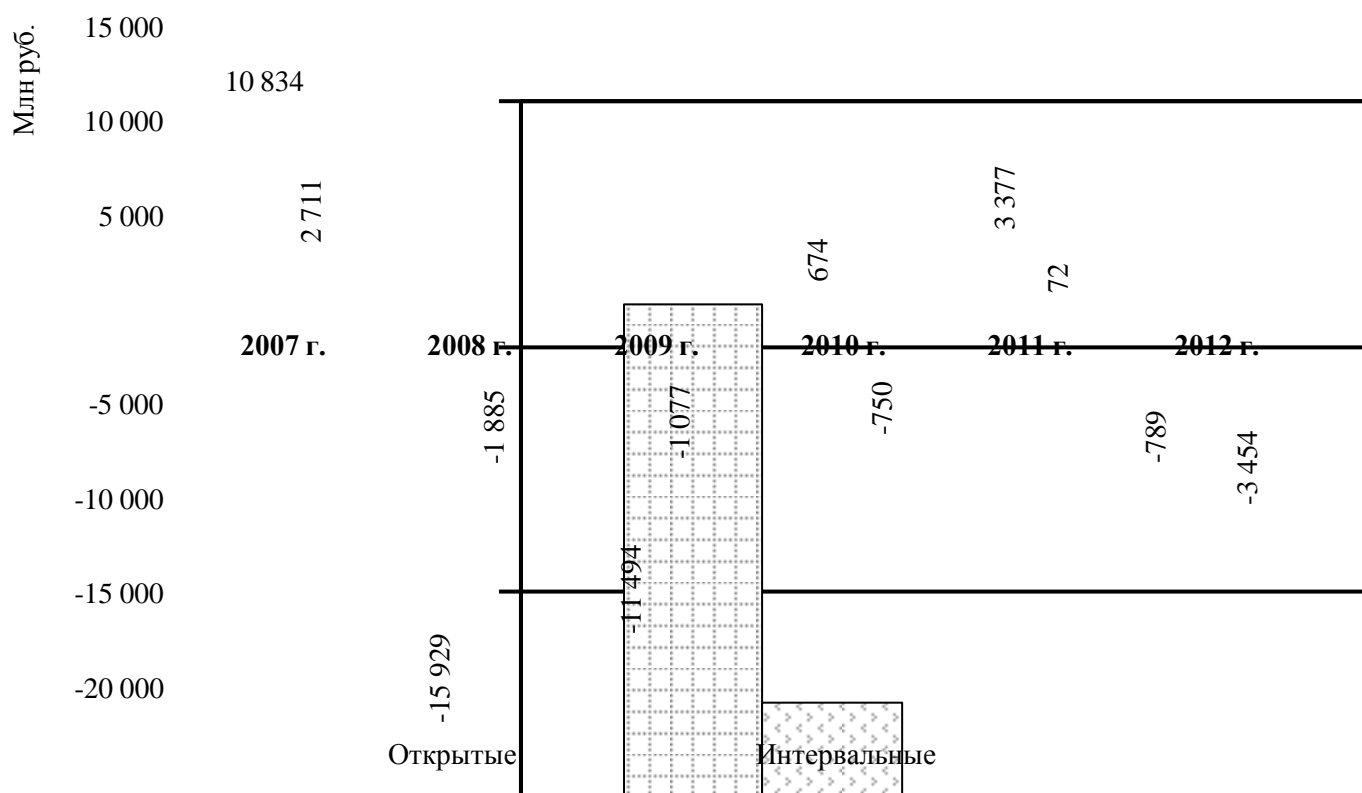


Рисунок 8 - Динамика привлечения средств в открытые и интервальные паевые инвестиционные фонды РФ

Начиная с 2009 г. наметилась положительная тенденция на рынке паевых инвестиционных фондов, продолжавшаяся до 2011 г. Так, по итогам 2009 г. отток средств сократился и составил 12,6 млрд руб., а в 2010 - 0,8 млрд руб. По итогам 2011 г. приток средств составил 3,4 млрд руб., что явилось лучшим результатом за предыдущие 4 года.

Другим индикатором динамики финансовых потоков, генерируемых паевыми инвестиционными фондами, является стоимость чистых активов (рисунок 9)¹⁵. Важность данного индикатора определяется тем, что величина стоимости чистых активов напрямую обуславливает то, какую долю фондового рынка займет управляющая компания. Чем больше эта доля, тем существеннее разница между стоимостью активов (имущества) фондов управляющей компании и величиной обязательств, рассчитанных на день определения чистых активов. Иными словами, деятельность управляющей компании в этом случае выглядит если не успешной, то хотя бы позволяет инвестору меньше сомневаться в том, что управляющая компания может не выполнить своих обязательств.

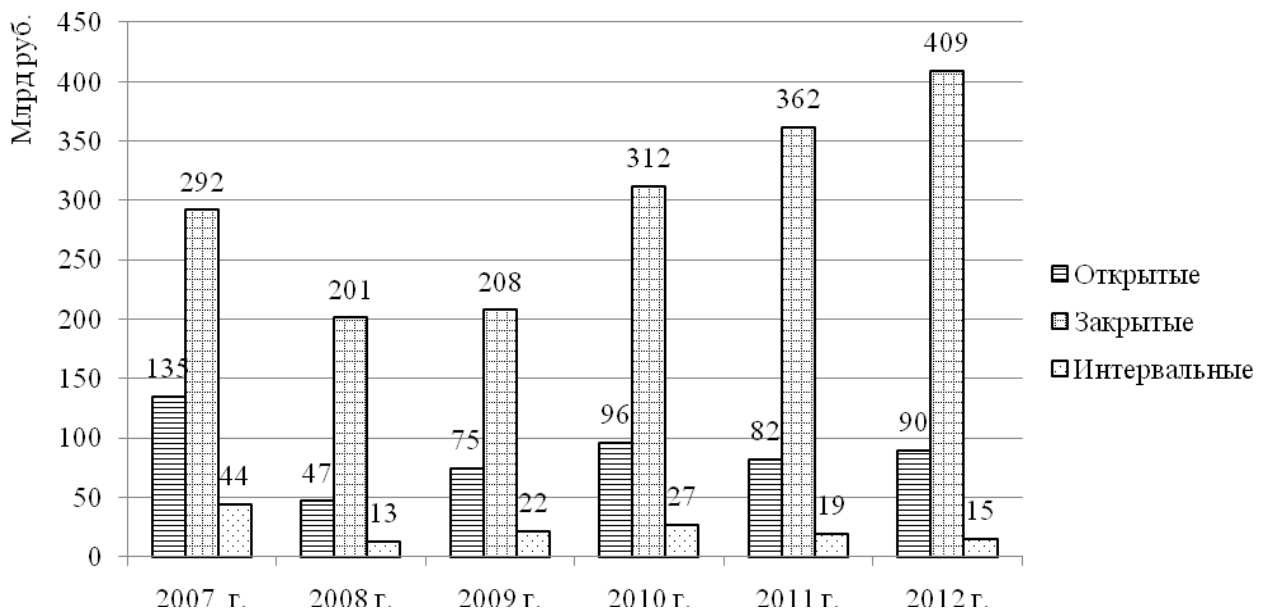


Рисунок 9 - Динамика стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов в РФ

Так же, как и вышерассмотренные показатели, стоимость чистых активов имела наиболее заметный рост в 2007 г. - около 90 % по отношению к предыдущему году. Под влиянием кризисных событий в 2008 г. совокупная стоимость чистых активов всех паевых фондов снизилась более чем на 50 %, или почти на 200 млрд руб.

¹⁵ Сост. по данным: Национальная лига управляющих: офиц. сайт. URL <http://www.nlu.ru>.

Следует отметить, что структура открытых ПИФ предполагает вложения инвесторов в такие активы, как акции и облигации отечественных и зарубежных компаний, и снижение стоимости чистых активов данных фондов за год было обусловлено падением котировок на фондовом рынке. По итогам 2008 г. средневзвешенная доходность открытых фондов составила отрицательное значение в среднем около 40%, а стоимость чистых активов открытых фондов за год сократилась на 64%. Тенденция снижения стоимости чистых активов была приостановлена в 2009 г. Оценивая показатели 2010 г., следует отметить приток в этот сектор финансовых ресурсов. Весь год стоимость чистых активов российских паевых фондов уверенно росла, вдвое опередив рост отечественного фондового рынка. Индекс ММВБ за год вырос на 23,2%, опередив по темпам роста как развитые, так и многие развивающиеся рынки, а индекс РТС - на 22,5%, в то время как стоимость чистых активов всех российских ПИФов выросла на 41% и к концу года достигла 434 млрд руб. Основной рост стоимости чистых активов обеспечили закрытые паевые инвестиционные фонды. Средняя доходность по всем типам паевых фондов в 2010 г. составила 18,62 %.

Таблица 4 - Стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов в РФ по состоянию на 10.01.2013 г. в миллионах рублей

Категория	Фонды			
	Открытые	Интервальные	Закрытые	Всего
Фонды акций	39 165	5 790	30 488,00	75 443,00
Фонды облигаций	31 139	-	24,00	31 163,00
Фонды смешанных инвестиций	10 088	7 665	70 281,00	88 034,00
Фонды денежного рынка	1 325	-	0	1 325,00
Индексные фонды	4 667	-	0	4 667,00
Фонды фондов	2 682	92	0	2 774,00
Фонды товарного рынка		1 283	0	1 283,00
Хедж-фонды			0	0,00
Ипотечные фонды			1 883,00	1 883,00
Фонды художественных ценностей			247,00	247,00
Фонды венчурных инвестиций			0	0,00
Фонды недвижимости			157 557,00	157 557,00
Фонды прямых инвестиций			0	0,00
Рентные фонды			153 192,00	153 192,00
Кредитные фонды			0	0,00
Всего	89 066	14 830	413 672,00	517 568,00

Совокупная стоимость чистых активов открытых паевых фондов по итогам 2011 г. составила 82 млрд руб., интервальных фондов 19 млрд руб., закрытых фондов 362 млрд руб. Общая стоимость чистых активов всех паевых инвестиционных фондов составила 463 млрд руб. (рисунок 9).

Вместе с тем, если посмотреть на динамику стоимости чистых активов фондов акций, то в целом за последние два года наблюдается отток средств из таких фондов, тогда как фонды облигаций постепенно растут (рисунок 10). Возможно, по итогам 2013 г. они смогут обогнать фонды акций по объему стоимости чистых активов.

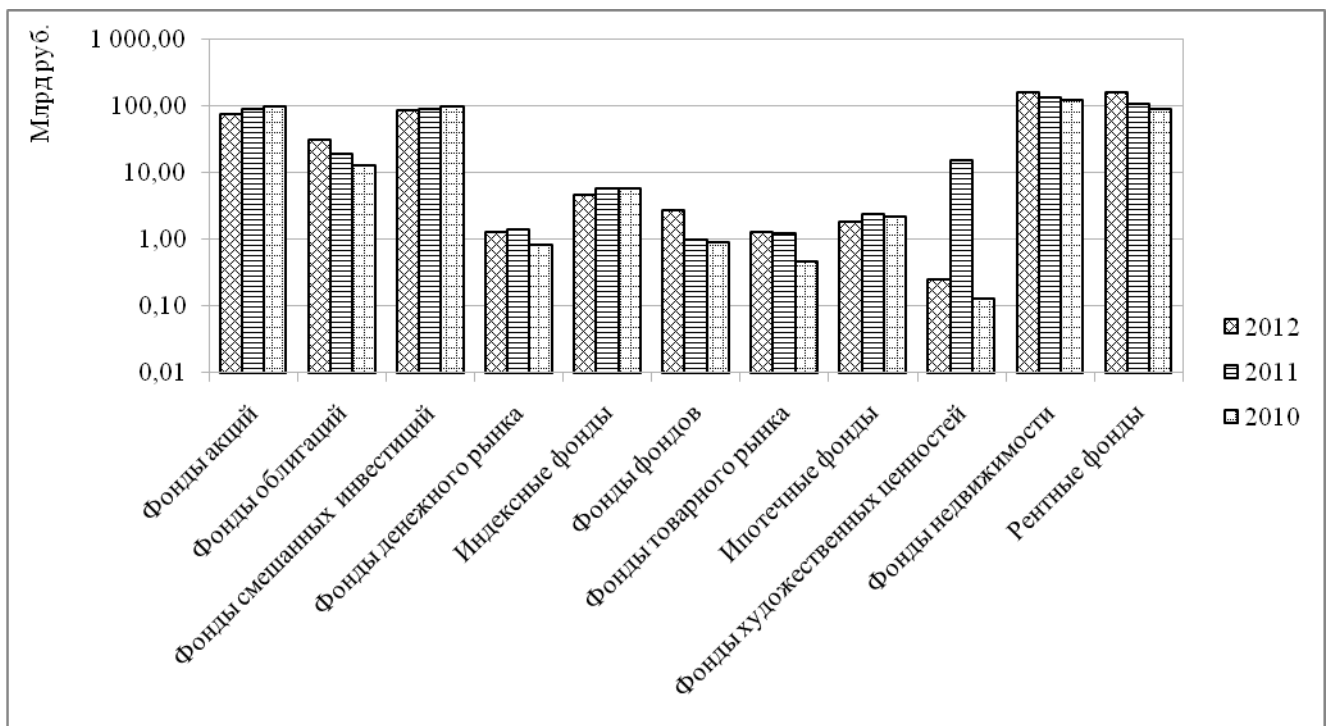


Рисунок 10 - Динамика стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов по категориям в РФ

Также наибольшее снижение стоимости чистых активов наблюдается по фондам художественных ценностей - отток 15 млрд руб. Стремительный рост в 2010 г. интереса инвесторов к таким фондам, позиционирующих себя как новомодные, был нивелирован резким падением их доходности в последующие годы: если на конец 2011 г. доходность по ним составляла 43%, то по итогам 2012 г. - едва превысила 24%.

Как свидетельствует проведенный анализ стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов по состоянию на начало 2013 г. лидерами по величине стоимости чистых активов являются фонды недвижимости и рентные фонды. Как упоминалось ранее, постоянный спрос на арендуемую недвижимость и отсутствие необходимости в публикации своей отчетности делает рентные фонды альтернативой фондам недвижимости, что позволяет привлекать крупных инвесторов и выгодно отличать данные фонды от ипотечных фондов, которые привлекли около 1,9 млрд руб. по итогам 2012 г. На втором месте по стоимости чистых активов среди открытых фондов являются фонды акций (39,2 млрд руб.), а на третьем месте - фонды облигаций (31,1 млрд руб.). Следует отметить, что другие открытые фонды пока остаются малопривлекательными для потенциальных инвесторов.

Как видно из представленных данных, наименьшим спросом среди широкого круга инвесторов (т.е. инвесторов, не относящихся к категории профессиональных вкладчиков) вследствие, как правило, отсутствия значимого изменения стоимости чистых активов пользуются такие фонды, как индексные фонды, фонды денежного рынка, фонды товарного рынка, фонды фондов. Возможно, это связано с тем, что инвестирование в такие фонды зачастую требуют хорошего знания инструмента вложения средств, постоянного их мониторинга, не всегда дают быструю и гарантированную прибыль, ориентированы в основном на глобальных инвесторов.

На рисунке 10 и в таблице 5 можно проследить динамику изменения стоимости чистых активов ПИФов за период с 2010 по 2012 г. в разрезе категорий фондов¹⁶.

Увеличение совокупной стоимости чистых активов фондов свидетельствует о росте интереса частных инвесторов к данной форме коллективных инвестиций и определяет вклад паевых инвестиционных фондов в формирование ВВП страны.

¹⁶ Сост. по данным: Национальная лига управляющих: офиц. сайт. URL <http://www.nlu.ru>.

Таблица 5 Динамика показателей стоимости чистых активов по типам паевых инвестиционных фондов за период 2007-2012 гг. в РФ

Тип фонда	Ед. изм.	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Открытые	млрд руб.	135	47	75	96	82	90
	в % к ВВП	0,41	0,11	0,19	0,21	0,15	0,14
Закрытые	млрд руб.	292	201	208	312	362	409
	в % к ВВП	0,88	0,49	0,54	0,69	0,66	0,66
Интервальные	млрд руб.	44	13	22	27	19	15
	в % к ВВП	0,13	0,03	0,06	0,06	0,04	0,02
Сумма всех	млрд руб.	471	261	304	434	463	514
	в % к ВВП	1,42	0,63	0,78	0,96	0,85	0,82
ВВП в текущих ценах, млрд руб.		33 248	41 429	38 809	45166	54 586	62 357
Инфляция по отношению к 2007 г.		1	1,15	1,25	1,36	1,44	1,54

Следующим индикатором, по которому оценивается деятельность паевых инвестиционных фондов, является доходность инвестирования. Рынок коллективных инвестиций, как и финансовый рынок в целом, подвержен значительным колебаниям под влиянием различных факторов, в том числе связанных с кризисными изменениями. В свою очередь, это обуславливает изменение средней доходности паевых инвестиционных фондов, в первую очередь открытого и интервального типов.

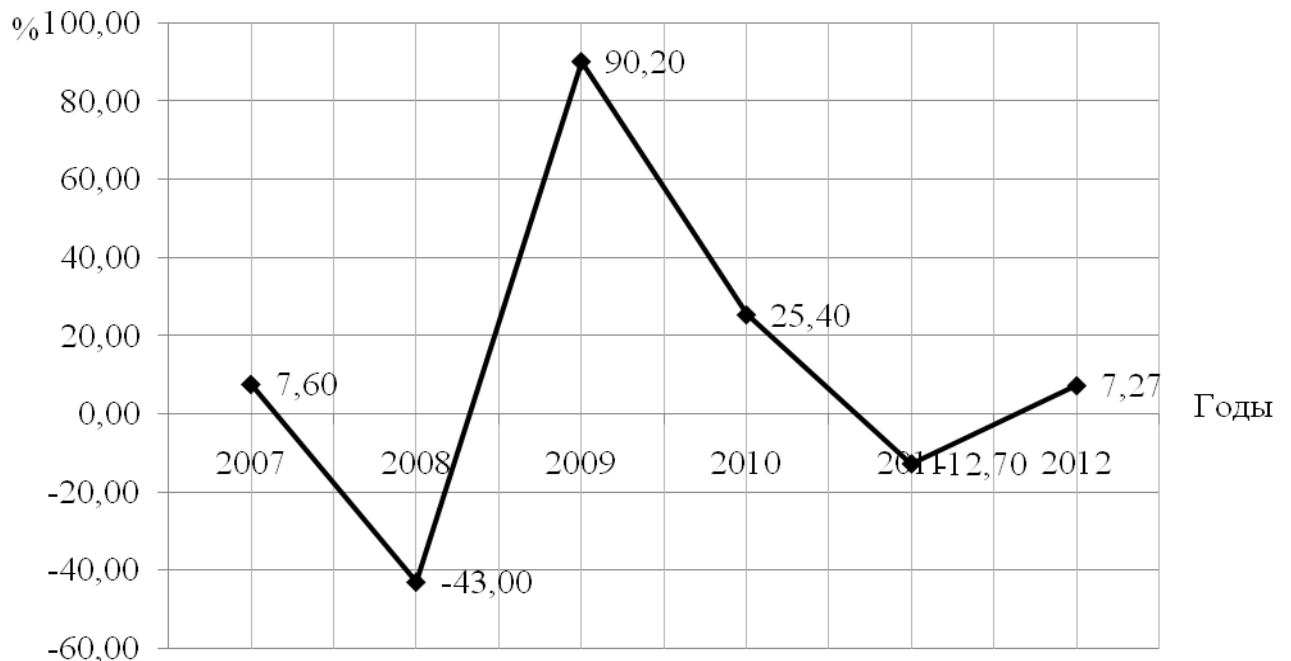


Рисунок 11 - Доходность паевых инвестиционных фондов в РФ

Так, значительный рост доходности на фоне оживления нефтегазового сектора в первой половине 2000 г. сменился снижением в 2008 г. под воздействием мирового финансового кризиса. Рост капитализации организаций нефтегазового сектора во второй половине 2009 - начале 2010 г. привел к увеличению стоимости паев инвестиционных фондов, что наглядно представлено на рисунке 11.

В 2009 г. вслед за ростом цены на нефть и ростом котировок ценных бумаг российских эмитентов соответствующий рост показали и паевые фонды. Если в 2008 г. средневзвешенная доходность по всем типам фондов имела отрицательное значение -48,5 %, то уже на конец 2009 г. составила почти 67 %. Средняя доходность открытых паевых инвестиционных фондов акций составила 132%, паи фондов облигаций показали доходность 33,23%, а смешанные фонды - 80,37% (см. Приложение В).

В 2011 г. отмечалось отрицательное значение показателя доходности в результате проведенной коррекции на мировых финансовых рынках. В итоге средняя доходность всех основных категорий открытых ПИФ снизилась: цена пая среднего фонда акций упала на 24,09%, фонда смешанных инвестиций на -12,67%, индексного фонда - на 18,2%, фонда фондов - на 2,66%. Положительную динамику показателей имели фонды с консервативной стратегией инвестирования средств. Лишь фондам облигаций и фондам денежного рынка удалось показать среднюю положительную доходность в размере 5,94 и 5,23%, соответственно.

По представленному на рисунке 11 графику видно, что в 2012 г. наступило незначительное оживление рынка паевых инвестиционных фондов, при этом средняя доходность увеличилась чуть более чем на 2,5 %.

В настоящее время в Российской Федерации сложились два основных направления сбережений населения: в виде вкладов на банковских счетах и коллективного инвестирования. В этой связи представляет научный и практический интерес исследование доходности инвестирования денежных средств в различные финансово-кредитные институты. Как видно из представленного графика на рисунке 12 доходность по банковским депозитам для

физических лиц находится на невысоком, стабильном уровне на протяжении рассматриваемого периода¹⁷. В этом случае при высоком уровне инфляции процентная ставка по депозитам может получить отрицательное значение.

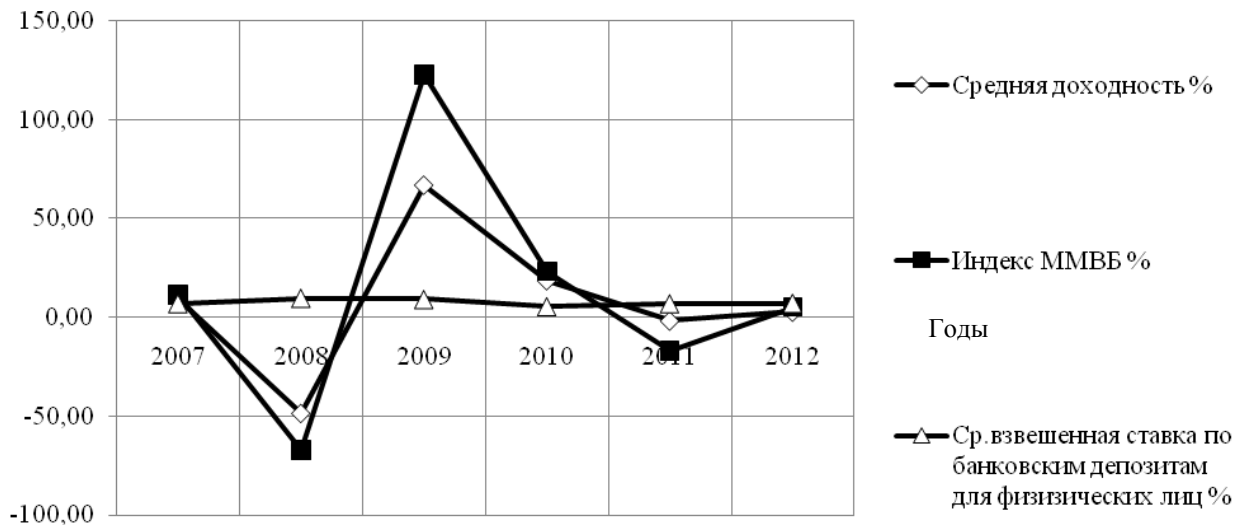


Рисунок 12 - Сравнительная характеристика динамики доходности паевых инвестиционных фондов, индекса ММВБ и средневзвешенной ставки по банковским депозитам для физических лиц в РФ

Доходность паевых инвестиционных фондов подвержена резким волатильным колебаниям, однако отрицательная доходность наблюдалась только в период кризиса, как и в целом по всему финансовому рынку.

Следует отметить, что фонды не могут гарантировать постоянную высокую доходность, т.е. стоимость пая может как увеличиваться, так и уменьшаться. Иными словами, риск инвестирования в такой финансовый инструмент весьма высок, при этом риск может компенсироваться потенциально высокой прибылью.

Таким образом, можно констатировать, что паевые инвестиционные фонды являются финансовым инструментом, обеспечивающим более высокую доходность вложений, сопровождающихся соответствующими высокими рисками, и развитие данного инструмента в перспективе повысит значимость коллективного инвестирования в экономике страны.

¹⁷ Сост. по данным: Национальной лиги управляющих (URL: <http://www.nlu.ru/pif-doxod-renking.htm>) и ММВБ - РТС. от 31.01.2013 г. (URL: <http://www.micex.ru/marketdata/indices/data/archive>); Бюллетень банковской статистики. 2007-2013 гг. (URL: <http://www.cbr.ru/publ/?Prtid=bbs>).

Необходимо отметить, что кризис принес на рынок и положительные изменения: способствовал очищению рынка от непрофессиональных или лишних компаний и клиентов. С некоторыми оговорками рынок покинули или консолидировались с более крупными управляющими компаниями те организации, которые были ориентированы на спекулятивную составляющую своей работы, приносившую результат в благоприятные докризисные годы. Сохранились те компании, которые строили бизнес на долгий срок, которые имели серьезно поставленную систему контроля рисков и кредитный анализ. Вообще, запас прочности компании зависит скорее не от текущей рыночной конъюнктуры, а от стабильности и непротиворечивости самой бизнес-модели, изначально рассчитанной на выживание в периоды форс-мажорных обстоятельств в неблагоприятных экономических условиях.

Следует отметить, что рынок паевых инвестиционных фондов является высоко монополизированным. Крупные инвестиционные фонды не испытали столь сильного влияния последствий финансового кризиса. В частности, проблема оттока инвесторов в меньшей степени коснулась тех управляющих компаний, в активе которых находится большое количество фондов, поскольку в этом случае всегда можно минимизировать операционные и иные расходы по одним фондам за счет других фондов, растущих на рынке.

Можно отметить, что самое значительное количество фондов (32 ед.) которые находятся в доверительном управлении у компании «ВТБ Капитал Управление Активами», на 2 месте управляющая компания «Сбербанк Управление Активами» (29 фондов), и на 3 месте - компания «ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс» (25 фондов). Все указанные компании являются не только лидерами рынка, но и имеют наивысший рейтинг надежности (AAA), согласно оценке Национального рейтингового агентства. Стабильная и продолжительная работа на фондовом рынке УК «Сбербанк Управление Активами» благоприятным образом сказалась и на величине стоимости ее чистых активов: компания сумела на 01.01.2013 г. сосредоточить в своем управлении свыше 17 млрд руб. Свыше 10 млрд руб. по показателю стоимости чистых активов в настоящее время имеют

только УК «Управляющая компания Уралсиб», УК «Райффайзен Капитал» и УК «Доверительная инвестиционная компания».

Управляющая компания «Сбербанк Управление Активами» не только лидер по стоимости чистых активов и доле фондового рынка, но и имеет достаточные размеры собственных средств - свыше 1,1 млрд руб.

В доверительном управлении у компании «Сбербанк Управление Активами» присутствует достаточно специфический и интересный для потенциальных пайщиков интервальный ПИФ - «Сбербанк-Фонд драгоценных металлов».

На рисунке 13 представлены доли крупнейших управляющих компаний на рынке паевых инвестиционных фондов¹⁸, а на рисунке 14 доли занимаемые компаниями по стоимости чистых активов¹⁹.

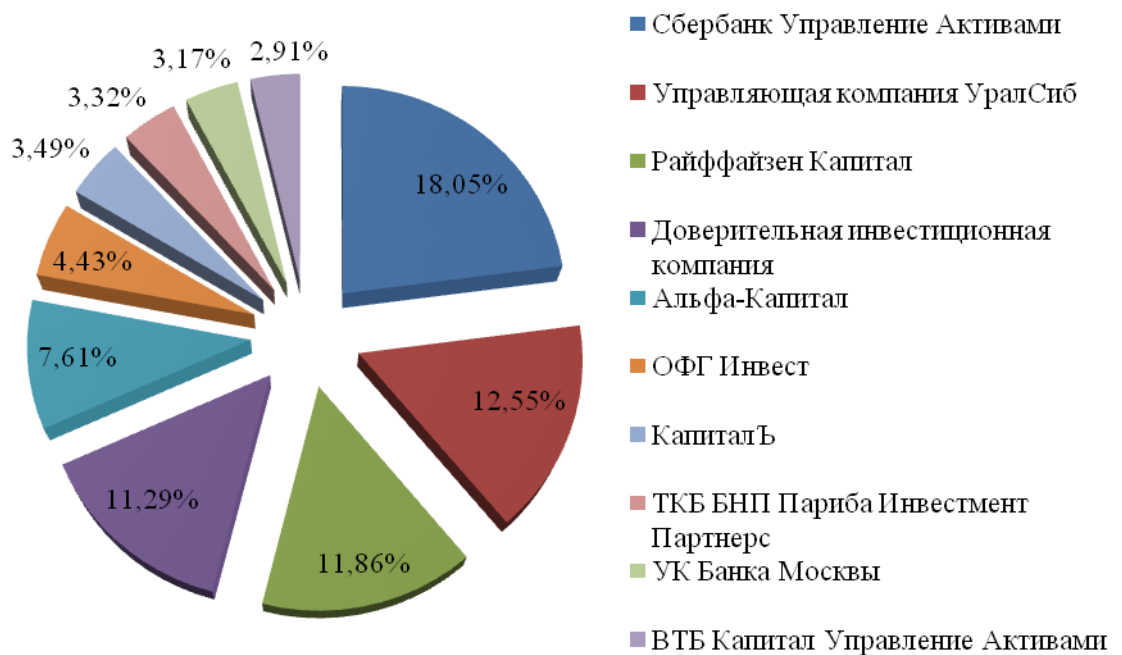


Рисунок 13 - Доли рынка в РФ управляющих компаний по состоянию на 31.01.2013 г.

¹⁸ Сост. по данным: Национальная лига управляющих: офиц. сайт 31.01.2013 г. URL-<http://www.nlu.ru/ranking-uk-scha.htm>.

¹⁹ Сост. по данным: Национальная лига управляющих: офиц. сайт 31.01.2013 г. URL-<http://www.nlu.ru/ranking-uk-scha.htm>.

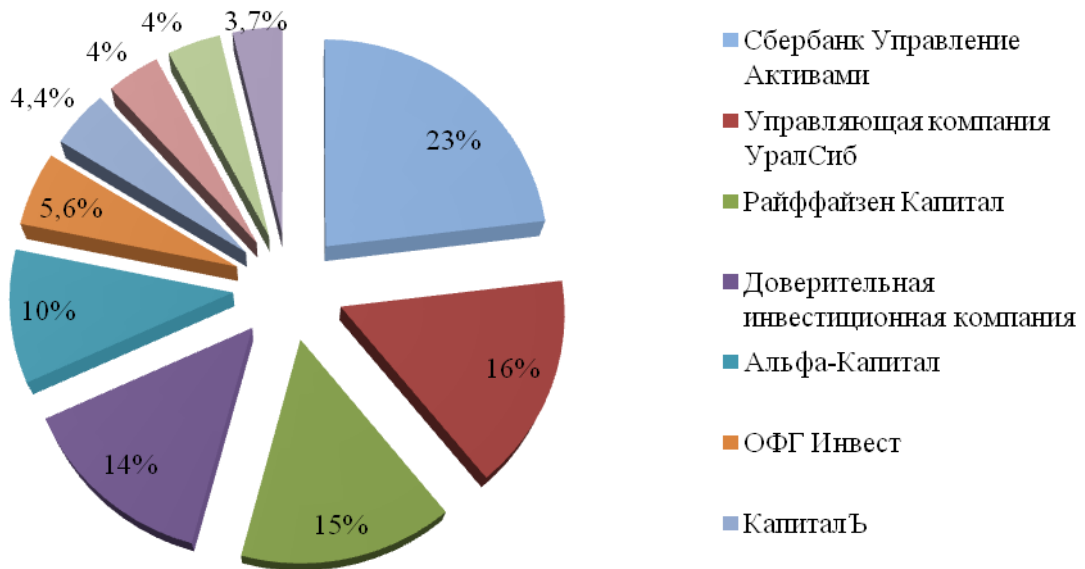


Рисунок 14 - Стоимость чистых активов управляющих компаний в РФ, по состоянию на 31.01.2013 г.

Анализ динамики финансовых показателей, отражающих активность инвесторов и доходность коллективных инвестиций, позволяет сделать следующие выводы.

Уровень развития финансового рынка в РФ не способствует эффективному управлению коллективными инвестициями в долго- или среднесрочной перспективе. Финансовые операции паевых инвестиционных фондов могут быть выгодны инвесторам только на коротких временных отрезках (менее года), т.е. имеют ярко выраженный спекулятивный характер. Приток средств в отечественную систему коллективного инвестирования возможен при условии достижения макроэкономической стабильности, повышения уровня благосостояния населения, увеличения доли среднего класса населения в обществе, наличия государственных компенсационных механизмов, в частности гарантии возвратности и необесценения вложенных в паи средств, (например, путем страхования вложений частных инвесторов в ПИФ по аналогии с банковскими вкладами).

2.2 Проблемы функционирования паевых инвестиционных фондов в РФ и направления их решения

Современный отечественный рынок коллективных инвестиций, также как и фондовый рынок в целом, имеет специфические характерные особенности: недостаточный уровень распространения в обществе, информационную непрозрачность, низкую ликвидность финансовых инструментов, отсутствие комплексности в стратегии развития, узость и низкое качество инвестиционных продуктов с высокими, по сравнению со среднемировыми, издержками инвестора.

В процессе становления отечественной системы коллективного инвестирования можно выделить несколько основных этапов. Формирование системы, начавшееся в 1996 г., продолжалось до 2006 г. В течение этого времени фондовый рынок рос, и именно в это время образовались открытые и интервальные ПИФ. Рост индекса РТС почти в 3 раза за три года обусловил значительное привлечение управляющими компаниями средств коллективных инвесторов в ПИФ и банками - средств вкладчиков в ОФБУ, что также способствовало и их количественному росту.

Следующий этап формирования рынка - с 2006 по 2007 г. В это время фондовый рынок начал испытывать трудности, связанные с высокой волатильностью и оттоком массовых инвесторов из открытых и интервальных фондов, которые уже не показывали стабильно высокую доходность, к которой привыкли пайщики. Но несмотря на замедление роста рынка, увеличился спрос крупных инвесторов на услуги управляющих, и в то же время сами управляющие компании, испытывая сложности в работе на розничном сегменте, стали вовлекать в инвестиционный процесс крупных корпоративных институциональных инвесторов, таких как страховые компании, негосударственные пенсионные фонды.

Третий этап - период 2008-2011 гг. Его можно охарактеризовать как период продолжающейся высокой волатильности фондового рынка и одновременного падения доходности от инвестиций в финансовые инструменты фондового рынка. Высокая волатильность, падение темпов роста рынка обусловили прекращение роста розничного сектора рынка коллективных инвестиций и его стагнацию. На фоне этого рынок коллективного инвестирования получил мощную поддержку только со стороны закрытых паевых инвестиционных фондов, а также вложений институциональных инвесторов.

Необходимо заметить, что в российской практике через закрытые паевые инвестиционные фонды часто реализуются строительные, инфраструктурные проекты, а интерес у крупных собственников они вызывают вследствие того, что через данный институт они могут структурировать свои активы. Поэтому зачастую закрытый фонд при создании ориентируется на конкретного крупного клиента, а не на массовый сегмент. Следует отметить, что у мелких инвесторов все же остается возможность приобретения паев закрытых фондов - как правило, на вторичном рынке, где нет минимального порога вхождения, а крупные паи могут дробиться при продаже.

Четвертый этап - с начала 2012 г. по настоящее время - характеризуется умеренным ростом доходности паевых фондов и постепенным возвращением доверия к рынку коллективных инвестиций у инвесторов.

Вместе с тем, проведенный анализ показал на наличие существенных проблем в развитии паевых инвестиционных фондов. Следует отметить, что предпосылки их формирования во многом обусловлены отсутствием в России широкого класса собственников, заинтересованных в развитии финансового и фондового рынка. Возможности решения данной задачи возлагались на проведение ваучерной приватизации, однако допущенные просчеты, возникшие при ее проведении, не позволили современной России сформировать важный институт общественной и финансовой жизни – класс массовых мелких собственников и среднедоходный, экономически активный слой населения. Также до сих пор в стране отсутствует институт массовых миноритарных акционеров крупных отечественных корпораций. В

результате значительная часть национальных активов сконцентрирована в руках небольшого круга крупных собственников, что не позволяет массовому инвестору включиться в процесс перераспределения национального богатства и участвовать в экономическом развитии страны. Более того, отсутствие опыта инвестирования не способствует повышению финансовой грамотности населения.

В этом контексте необходимо отметить, что система коллективного инвестирования способна реализовать данные задачи и активизировать вовлечение населения в процесс ускоренного развития российской экономики, а также повышения уровня его благосостояния. Однако при этом существенно возрастает роль государства, как основополагающего субъекта в создании условий для решения обозначенных задач: роста уровня благосостояния граждан, повышения интереса инвесторов к услугам коллективных инвестиций, а также участия населения в государственных значимых инфраструктурных проектах, разнообразных целевых национальных проектах посредством системы коллективных инвестиций.

На наш взгляд, дальнейшее развитие паевых инвестиционных фондов должно развиваться по рассматриваемым ниже направлениям.

Первое направление должно соответствовать целевой социальной направленности деятельности паевых инвестиционных фондов, т.е. трансформации сбережений населения в инвестиции, для чего необходимо преодоление структурного дисбаланса в системе коллективного инвестирования, повышение инвестиционной привлекательности паевых инвестиционных фондов.

В этой связи отметим, что в настоящее время активы крупных закрытых фондов формируют основную долю рынка коллективных инвестиций. Характер работы закрытых фондов не ориентирован на привлечение средств мелких инвесторов. Нередко сами управляющие компании закрытых паевых инвестиционных фондов входят в состав крупных финансово-промышленных групп, холдингов. Такие управляющие компании представляют собой кэптивную организацию, управляют средствами финансово-промышленных групп, активами их собственников, имеют перед собой задачу структурировать пакет активов и защитить права собственников этих активов. В этом случае структура закрытого паевого фонда представляет интерес

для инвесторов, в первую очередь, с целью снижения рисков потери прав собственности, и с целью приобретения льгот по налогообложению. Интерес управляющих компаний к крупным клиентам в рамках закрытых паевых инвестиционных фондов привел к лоббированию потребностей саморегулируемых организаций рынка в совершенствовании законодательства закрытых паевых инвестиционных фондов без учета запросов массовых инвесторов.

Повлиять на разрешение данного структурного дисбаланса может изменение спецификации статуса закрытого паевого инвестиционного фонда. В зависимости от заявленных целей и инвестиционных стратегий, на наш взгляд, следует осуществить разделение закрытых ПИФ на две разных группы и установить различные подходы к их регулированию и использованию их инвестиционных возможностей. Первая группа – ПИФы-трасты для крупных инвесторов, ориентированные на спекулятивную стратегию максимизации дохода при высоких рисках, это позволит данному типу фондов оптимизировать собственность инвесторов, режим налогообложения инвестируемых проектов, повысить прозрачность структуры собственников фонда. Вторая группа закрытых фондов - это классические коллективные паевые фонды, ориентированные на консервативную стратегию сохранения капитала и снижение издержек при невысоком уровне риска, предоставление возможности массовому инвестору участвовать своими сбережениями в воплощении государственных целевых программ, национальных проектов. Для инвесторов в данном случае должна быть обеспечена возможность их легитимного участия в крупных инфраструктурных проектах, программах по строительству жилья и в развитии ипотеки.

Второе направление развития паевых инвестиционных фондов заключается в росте их инвестиционного потенциала. В этой связи представляется необходимым участие управляющих компаний в реализации социально значимых инвестиционных проектов государства, в инфраструктурных государственных проектах, реализуемых также через механизмы государственно-частного партнерства, что в свою очередь позволит не только повысить эффективность использования финансовых ресурсов управляющей компании, но и будет являться гарантией независимости оценки и

максимальной эффективности использования бюджета проекта. Дополнительным финансовым инструментом в рамках данного партнерства может быть выпуск паевыми инвестиционными фондами инфраструктурных облигаций и ипотечных ценных бумаг под гарантии государства, что позволит фондам наращивать ресурсную базу.

Развитие рынка коллективного инвестирования оказывает существенное влияние не только на развитие социально-экономических процессов общества, но и на развитие финансового, в частности фондового, рынка. Вместе с тем эффективность размещения аккумулированных финансовых ресурсов инвесторов, уровень доходности на вложенный капитал и риск его размещения во многом определяются тем финансовым инструментарием, который может предложить рынок. В этой связи формируется третье направление развития паевых инвестиционных фондов, непосредственно сопряженное с ограниченной емкостью фондового рынка.

Существенными препятствиями для развития системы коллективных инвестиций являются невысокая степень капитализации российского финансового рынка, дефицит производных финансовых инструментов и ликвидных ценных бумаг. Слабо развитый рынок производных инструментов не дает возможности управляющим компаниям использовать инструменты хеджирования в целях снижения рисков падения доходности пая, обеспечения прогнозируемости и финансовой устойчивости своей деятельности. Мировой опыт свидетельствует, что прямым следствием роста доли частных инвесторов, институтов коллективного инвестирования на фондовом рынке становятся структурные изменения предложения капитала в экономике, рост спроса на финансовые инструменты долгосрочного характера, удлинение срочности рынка долговых инструментов. Существенная роль в развитии данных процессов должна быть отведена созданию условий для проведения сделок секьюритизации, упрощению процедуры государственной регистрации выпуска ценных бумаг; обеспечению формирования благоприятного налогового климата для участников системы коллективного инвестирования, обеспечению широкого участия розничных инвесторов на финансовом рынке и защиты их вложений.

Инвестиционная привлекательность паевых инвестиционных фондов во многом определяется информационной открытостью управляющих компаний. Автор рассматривает это положение в качестве следующего направления развития ПИФов и считает, что данное направление определяет характер взаимодействия инвестора и управляющей компании и обуславливает степень доверия инвесторов к указанным финансовым институтам.

В этой связи необходимо отметить, что существенным препятствием для развития системы коллективного инвестирования является недостаточная информационная открытость управляющих компаний в части публикации результатов работы управляющих компаний для широкого круга инвесторов. Ограничивающим фактором привлечения массовых инвесторов является неполная информация структуры инвестиционного портфеля, который не дает возможности пайщикам реально оценить риск участия в различных паевых фондах.

На наш взгляд, решению указанной проблемы будут содействовать внедрение и применение единых методов раскрытия информации на базе стандартов GIPS (Global Investor Performance Standards) для управляющих компаний. Стандарты базируются на практике профессиональных участников развитых рынков и рассматриваются как один из видов саморегулирования. Процедура прохождения верификации на соответствие стандартам подтверждается независимым аудитором, что повышает уверенность потенциального инвестора в выборе фонда для вложения сбережений. Важность внедрения стандартов обусловлена также развитием финансовой глобализации и привлечением иностранных инвесторов на российский рынок: невозможность компании заявить о своем соответствии стандартам может негативно сказаться на ее конкурентоспособности.

Пятое направление развития паевых инвестиционных фондов обусловлено недостаточным уровнем качества управления рисками управляющими компаниями паевых инвестиционных фондов. У большинства управляющих компаний период их формирования совпал с периодом роста отечественного

фондового рынка в 2002 - 2007 г. г. В этот период управляющими компаниями не уделялось должного внимания управлению рисками. Компании ориентировались на маркетинг и увеличение продаж инвестиционных продуктов. Мировой финансовый кризис показал неспособность многих управляющих компаний эффективно работать в условиях нестабильных и волатильных рынков.

Отечественная система коллективного инвестирования является инвестиционным институтом, сопряженным со всеми рисками фондового рынка. В связи с этим гарантией вложения средств инвесторов является эффективная система управления рисками паевого инвестиционного фонда.

Без эффективной системы риск-менеджмента невозможно получение высокой рейтинговой оценки инвестиционной деятельности управляющей компании. Однако институт рейтинговых оценок не развит в российской практике, у большинства управляющих компаний нет мотивации для повышения качества и надежности профессионального управления активами, в том числе за счет эффективного риск-менеджмента.

Мерами по разрешению данных проблем, на наш взгляд, могут быть: наличие риск-менеджера в организационной структуре управляющей компании и соответствие его определенным квалификационным требованиям, а также его участие в процессе принятия инвестиционных решений. В качестве мер, повышающих финансовую устойчивость и надежность управляющих компаний, можно предложить следующие: повышение минимального размера собственных средств управляющей компании, создание комплексной системы государственного риск-ориентированного пруденциального надзора.

Важная роль в системе коллективного инвестирования на отечественном финансовом рынке должна принадлежать профессиональным саморегулируемым организациям, экспертным рейтинговым агентствам, необходимо использовать их положительный зарубежный опыт в стабильном функционировании, регулировании и оздоровлении рынка коллективных инвесторов. Существенное значение для эффективного функционирования системы коллективного инвестирования будут иметь: создание государственного гарантийного фонда по

аналогии с государственным фондом Ассоциации страхования вкладов; использование различных компенсационных механизмов; введение обязательного страхования профессиональной ответственности управляющего в управляющей компании паевого инвестиционного фонда.

Низкая финансовая грамотность населения рассматривается в качестве шестого направления развития паевых инвестиционных фондов. В современных условиях функционирования инвестиционных институтов в России отмечается недостаточность информации для широких слоев населения как потенциальных инвесторов по возможностям применения различных инвестиционных стратегий с использованием механизмов паевых фондов. На наш взгляд, необходима комплексная государственная программа по повышению финансовой грамотности населения в средствах массовой информации, по введению в образовательную компоненту высшего образования специальности финансового консультанта, а также по разработке системы мер защиты прав инвесторов, что позволит повысить инвестиционную активность населения, привлечь в систему коллективных инвестиций значительные свободные денежные средства и обеспечить эффективное функционирование финансового рынка.

В целях повышения информационной прозрачности системы коллективного инвестирования необходимо создать единую базу статистических данных на основе информационных ресурсов финансового регулятора - Банка России, рейтинговых экспертных агентств, профессиональных саморегулируемых организаций.

На наш взгляд, эффективная система коллективных инвестиций позволяет: обеспечить рост валового внутреннего продукта; привлечь на отечественный финансовый рынок значительный объем долгосрочных финансовых ресурсов, необходимых для инновационного развития экономики; защитить права инвесторов посредством создания гарантийных компенсационных механизмов. Все это способствует устойчивому развитию финансовой системы России.

Следует отметить, что сбережения населения, аккумулируемые через паевые инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды,

позволяют формировать значительный капитал и на длительный срок, поэтому привлечение экономически активного населения в систему коллективного инвестирования обеспечит реализацию и развитие национальной программы пенсионного обеспечения.

Анализ существующих основных проблем развития системы коллективного инвестирования в России и направлений их решения позволил представить их в виде таблицы 6.

Таблица 6 - Систематизация основных проблем в развитии паевых инвестиционных фондов и направления их решения в РФ

Проблема	Содержание	Возможное решение
1	2	3
Структурный дисбаланс	Принадлежность основной доли рынка паевых инвестиционных фондов крупным закрытым фондам, которые не ориентированы на привлечение средств мелких инвесторов, в связи с чем не решается важная задача трансформации сбережений населения в инвестиции	Изменение спецификации статуса закрытого паевого инвестиционного фонда. Разделение закрытых паевых инвестиционных фондов на два типа: 1) ПИФы - трасты для крупных инвесторов, ориентированные на спекулятивную стратегию максимизации дохода при высоких рисках; 2) классические паевые инвестиционные фонды для массовых инвесторов, ориентированные на консервативную стратегию сохранения капитала и снижение издержек при невысоком уровне риска
Низкий инвестиционный потенциал	Недостаточная инвестиционная привлекательность ПИФ для массовых инвесторов, в частности обусловленная отсутствием компенсационных механизмов и гарантий вложений средств, определяет невысокую капитализацию данных финансовых институтов	Участие управляющих компаний паевых инвестиционных фондов в реализации социально значимых инвестиционных проектов государства, реализуемых в формате государственно-частного партнерства через механизм инфраструктурных облигаций и ипотечных ценных бумаг. Создание системы государственного фонда страхования вложений инвесторов; введение обязательного страхования ответственности управляющего в управляющей компании ПИФ

1	2	3
Ограниченная емкость фондового рынка	Низкая капитализация финансового рынка и дефицит производных финансовых инструментов снижают возможности проведения операций хеджирования в целях снижения рисков падения доходности пая	Создание условий для проведения сделок секьюритизации; развитие производных финансовых инструментов; совершенствование нормативно-правовой базы для активизации функционирования хедж-фондов; упрощение процедуры государственной регистрации выпуска ценных бумаг; обеспечение благоприятного налогового климата для участников системы коллективного инвестирования
Низкая информационная прозрачность управляющих компаний	Недостаток информации о структуре инвестиционных портфелей и финансовых показателях деятельности управляющей компании обуславливает недоверие к финансовым институтам и ограничивает приток средств частных инвесторов на рынок	Раскрытие информации с использованием единого стандарта на базе GIPS о результатах деятельности управляющей компании паевого инвестиционного фонда. Создание единой базы статистических данных на основе информации Банка России
Недостаточный уровень качества управления рисками в управляющих компаниях	Неспособность многих управляющих компаний эффективно действовать в условиях нестабильного рынка приводит к снижению доходности вложений инвесторов и оттоку капитала. Незрелость института рейтинговых оценок обуславливает отсутствие у большинства управляющих компаний мотивации для повышения качества и надежности профессионального управления активами	Введение должности риск-менеджера в организационную структуру управляющей компании; введение квалификационных требований к риск-менеджерам. Усиление роли саморегулируемых организаций и рейтинговых агентств в системе коллективных инвестиций

1	2	3
Низкая финансовая грамотность населения	Недостаточность информации для широких слоев населения как потенциальных инвесторов по возможностям использования различных инвестиционных стратегий с использованием механизмов паевых инвестиционных фондов	Необходимость осуществления комплексной государственной программы по повышению финансовой грамотности населения в средствах массовой информации, введению в образовательную компоненту высшего образования специальности финансового консультанта, а также в разработке системы мер по защите прав инвесторов, что позволит повысить инвестиционную активность населения, привлечь в систему коллективных инвестиций значительные свободные денежные средства и обеспечить эффективное функционирование финансового рынка

Таким образом, реализация и внедрение в действующую практику указанных предложений по совершенствованию функционирования паевых инвестиционных фондов в системе коллективного инвестирования будет способствовать повышению инвестиционной активности населения, привлечению в экономику значительных финансовых ресурсов и эффективному развитию российского финансового рынка в целом.

Глава 3 ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

3.1 Мировой опыт коллективного инвестирования и возможность его использования в российских условиях

На сегодня объем средств, находящихся под управлением в различных фондах, по всему миру составляет более 30 трлн евро, в том числе в странах Европы - 8 трлн евро. В ряде стран инвестиционные фонды управляют 10 - 35% финансовых активов домашних хозяйств, их активы составляют от 10 до 55% ВВП отдельных стран, а их доля в общем объеме биржевой капитализации достигает 20%. Инвестиционные фонды коллективных вложений все больше участвуют в мобилизации сбережений экономических субъектов для финансирования экономики, что приводит к уменьшению посреднической роли банков.

За последние десять лет, ежегодные темпы роста активов, находящихся в европейских инвестиционных фондах, составляли 23%, а в американских - 20%; в результате объем европейских активов возрос за десятилетие в 7 раз, американских - в 6 раз. Такой значительный рост фондов коллективных сбережений в европейских странах в первую очередь объяснялся тем, что население стало предпочитать долгосрочные вложения в инвестиционные фонды банковским вкладам и краткосрочным размещениям.

Большинство исследователей объясняют возникновение инвестиционных компаний с увеличением инвестиционной активности широких слоев населения. Инвестиционные компании объединяют индивидуальные инвестиционные ресурсы. Первые компании инвестиционного типа появились в Бельгии в 1822 г., а после, уже в начале XX в. в Великобритании и США.

В США в 1897 г. началось создание института финансового консультирования мелких инвесторов на постоянной основе, что в дальнейшем в кризисные периоды позволило избежать паники и ажиотажа, которые могли бы привести к негативным последствиям для всего финансового рынка. И уже в 1899 г. в США образуется первая инвестиционно-консультационная компания, в 1910 году таких компаний было уже десять.

Финансовыми консультантами, согласно законодательству США, могли быть отдельные предприниматели и физические лица, которые могли использовать статус консультанта для привлечения денежных средств отдельных предприятий и отраслей, а также были связаны с иными лицами, заинтересованными в привлечении финансовых ресурсов для выкупа контрольного пакета акций компаний. С течением времени такой вид деятельности перестал быть востребованным и затем исчез. Банки, организующие первичное размещение ценных бумаг, брокерские дома, дилеры также становились консультантами, преследуя цель обойти существовавшие ограничения на их операции с ценными бумагами. Только после Второй мировой войны инвестиционные компании во всех странах, главным образом в США, начинают развиваться ускоренными темпами, конкурируя уже с крупными банками и иными финансовыми институтами.

В соответствии с законодательством США об инвестиционных компаниях от 1940 г. регулирование и руководство инвестиционными компаниями осуществляются на федеральном уровне. Выпускаемые инвестиционными компаниями ценные бумаги должны регистрироваться Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC). Финансовые отчеты о деятельности фонда должны представляться периодически инвестиционными компаниями и раскрывать политику, которой они следуют для достижения своих инвестиционных целей. Согласно законодательству, инвестиционные компании не имеют права менять обозначенные цели без согласия держателей их акций. В законодательстве США об инвестиционных компаниях предусмотрено предотвращение несанкционированных действий управляющих и других лиц, ведущих к

конфликтным ситуациям, как, например, необоснованное повышение вознаграждения управляющим.

Следует отметить, что существенной особенностью закона является предоставление ряда льгот американским инвестиционным компаниям. Компании, получившие особый статус, или «регулируемые инвестиционные компании» (regulated investment company), в соответствии с законодательством полностью освобождены от налогов как на текущий доход, так и на прирост капитала. Это предусмотрено только для тех инвестиционных компаний, которые соответствуют определенным условиям: во-первых, распределяют не менее 90% своей прибыли за отчетный финансовый год среди акционеров; во-вторых, выполняют ряд нормативных требований по диверсификации и ликвидности своих активов, по краткосрочным сделкам и др.

Рассмотрим особенности инвестиционных компаний США, где данный сегмент финансового рынка наиболее развит (на долю США приходится более 50 % инвестиционных фондов мира).

В Соединенных Штатах Америки существуют три типа инвестиционных компаний: открытые фонды, закрытые фонды и паевые трасты.

Открытый фонд (open-end fund), или еще его называют «взаимный фонд» (mutual fund), реализует акции потенциальным инвесторам и должен выкупить эти ценные бумаги у тех владельцев, которые решили вернуть данные акции в фонд. Цена данных акций будет определяться рыночной стоимостью части инвестиционного портфеля взаимного фонда на установленную дату.

Взаимный инвестиционный фонд или брокер по доверенности от фонда продает акции взаимного фонда по цене продажи (предложения - offer price). Она представляет собой стоимость чистых активов фонда в расчете на акцию и включает в себя торговую наценку (надбавку или нагрузку), которую определяет сам фонд. Подобный фонд, реализующий свои акции с нагрузкой, называется фондом «с нагрузкой» (load fund). Нагрузка у такого фонда может устанавливаться до 8 % для сравнительно небольших сумм вложений, а для вкладов более 500 тыс. долл. США в размере 1 %. В том случае, если во взаимном фонде не предусмотрено взимание наценки за проданные акции, это

так называемый фонд «без нагрузки» или (no-load fund), цена продажи акций у такого фонда рассчитывается исходя из стоимости чистых активов компании на одну акцию фонда. Существующая конкуренция между этими фондами вынуждает многие указанные фонды вообще не устанавливать «нагрузку» или определять ее в размере от 3 - 4 %.

Если фонд не устанавливает нагрузку за продажу акций, то он может ввести дополнительную плату за выкуп (погашение) акций у владельца паев. Это так называемые фонды «с платой за выход», (или back-end load fund), размер комиссии определятся в размере до 6 процентов. В том случае, когда акции погашаются в течение короткого срока после их покупки (например, года), фонд может установить значительную сумму комиссионного вознаграждения и снижать эту сумму для инвестора при длительном сроке владения акциями. Такую нагрузку принято называть условно отсроченными расходами.

Закрытые фонды, в отличие от рассмотренных выше взаимных фондов, выпускают и продают акции, как и другие корпорации, но не осуществляют обратного выкупа своих акций. Продажа акций закрытых фондов осуществляется на фондовом или внебиржевом рынке. Инвестор уплачивает брокеру комиссионное вознаграждение как при покупке, так и при продаже акций закрытого фонда.

Спрос и предложение на акции такого фонда определяют их ценовую стоимость, которая иногда значительно отличается от стоимости чистых активов самого фонда. Акции могут называться дисконтными или премиальными, если они были проданы по цене выше стоимости чистых активов на одну акцию.

Большой интерес у инвесторов закрытых фондов вызвало появление в 1988 г. на американском рынке коллективных инвестиций фондов с фиксированным сроком жизни, или срочных трастов (term trust). Взаимные фонды и закрытые фонды не создавались с фиксированным и заранее определенным во времени периодом своего функционирования. По правилам срочного траста, такой фонд осуществляет инвестирование капитала в облигации, у которых срок их погашения, как правило, связан, но может и не совпадать со сроком

функционирования самого траста, и этот срок определяется при учреждении фонда. Основные цели создания данных фондов - возврат инвесторам вложенных первоначальных инвестиций и получение доходности выше, чем по ценным бумагам Казначейства США с аналогичным сроком погашения. Таким образом, срочные трасты - это «синтетические облигации», где доходность зависит от эффективности финансового управления за определенный период жизнедеятельности фонда.

Следующий вид инвестиционных фондов - так называемый паевой траст (unit trust), который также, как и закрытые фонды, выпускает фиксированное количество паев - паевые сертификаты (unit certificates). Как правило, объектом инвестирования средств паевых трастов являются облигации. По сравнению с взаимными и закрытыми фондами паевые трасты имеют свои особенности инвестирования. Следует отметить, что по облигациям, содержащимся в инвестиционных портфелях паевых трастов, не осуществляются активные торги, все облигации до их погашения эмитентом находятся у попечителя траста, так как паевые трасты образуются спонсором (обычно основным подписчиком облигаций или брокерской фирмой), а затем средства передаются в траст. В случае значительного снижения кредитного рейтинга ценной бумаги попечитель имеет право продать ее из портфеля, это свидетельствует о том, что расходы на управление взаимным и закрытым фондами намного выше, чем расходы на управление паевым трастом. Следующая особенность паевых трастов заключается в том, что у них, как и у срочных фондов, ограничен жизненный интервал деятельности, в отличие от закрытых и взаимных фондов. Третья особенность паевого траста выражается в том, что инвестор паевого траста информирован о строго определенном наборе облигаций, составляющих инвестиционный портфель и о минимальных рисках профессионального управления. Комиссионное вознаграждение при первичной продаже паев взимает каждый паевой траст, обычно сумма составляет от 3 до 5 %. Рассмотрим особенности функционирования фондов коллективного инвестирования континентальной Европы, где государства придерживаются Директивы создания

контрактных открытых инвестиционных фондов (Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities - UCITS). Коллективные инвестиции в этой системе представляют собой контракт между фондом и инвестором.

Между режимами европейских коллективных инвесторов имеются и большие сходства: благодаря Директиве ЮКИТС значительно сблизились нормы ведения бизнеса, надзора. Поэтому можно говорить о европейской модели коллективного инвестирования, в направлении которой движется большинство европейских стран.

В европейских странах наибольшее распространение среди коллективных инвесторов получила контрактная модель инвестиционного фонда. На немецком фондовом рынке преобладают крупные банки и инвестиционные фонды, контролируемые ведущими корпорациями. Банки осуществляют дополнительные связи, формируют финансово-промышленные группы.

Следует отметить, что контрактные фонды представляют собой неделимые партии трансферабельных (передаваемых) ценных бумаг, находящихся под профессиональным управлением по поручению коллективных инвесторов, чьи права представлены долями.

В проспекте и других предлагаемых инвесторам документах достаточно полно и подробно определены правила, в соответствии с которыми управляющая инвестиционная компания фонда осуществляет инвестиционную стратегию. В юридическом аспекте контрактные фонды, если они не представляют собой обособленные корпорации, отличаются от управляющей инвестиционной компании. В этой форме директор инвестиционного фонда отвечает за программную политику фонда и за ее соответствие положению об организации фонда, за прозрачность системы контроля фонда и соблюдение всех стандартов деятельности. Директор управляющей компании должен быть независимым от ее менеджмента, но это достаточно трудновыполнимое условие, так как существуют определенные организационно-финансовые отношения с материнской компанией, учреждающей фонд. Требование полной независимости управляющих директоров фонда поддерживают несколько стран Европы, такие как Финляндия, Дания, Бельгия.

Существующие в зарубежной практике разнообразные инвестиционные фонды можно разделить по инвестиционным стратегиям управляющих и целям вложений. По первому критерию можно выделить следующие фонды.

1. Национальные инвестиционные фонды одной страны, осуществляющие инвестиции на финансовом рынке этой страны. Как правило, большинство из таких фондов являются закрытыми паевыми инвестиционными фондами. В США зарегистрировано более сорока страновых закрытых и более десяти открытых паевых инвестиционных фондов. В открытых фондах инвестиционные портфели формируются в основном из ценных бумаг эмитентов из Канады, Японии.

2. Региональные фонды, которые являются инвестиционными компаниями осуществляют инвестиционные вложения внутри крупного региона или в Европе, Латинской Америке, Азии.

3. Международные фонды, т. е. инвестиционные компании, которые инвестируют в различные регионы за пределами своей страны и имеют во многих странах свои представительства. В международных портфелях американских инвесторов большая доля активов приходится на Японию.

4. Глобальные фонды, которые занимают важное место в системе коллективного инвестирования, они инвестируют как внутри страны, так и за рубежом, активы таких фондов размещены в большей мере на зарубежных рынках. Управляющие таких фондов могут переводить инвестиционные ресурсы между различными странами в зависимости от перспектив развития и роста финансовых инструментов на различных рынках, а также от изменчивости валюты, расширения инвестиционных стратегий.

По целям вложений выделяют следующие фонды:

- фонды, инвестирующие в акции;
- фонды, инвестирующие в облигации;
- фонд денежного рынка;
- сбалансированные фонды;
- семейство фондов.

Стоит отметить, что даже в том случае, когда фонды инвестируют средства в однородную группу активов, их цели могут существенно различаться. Существуют фонды, инвестирующие средства только в акции, основные цели этих фондов - получение устойчивого дохода и прирост капитала. Фонды могут осуществлять инвестирование в акции каких-либо заранее определенных отраслей экономики или принимать участие в перспективных венчурных, национальных проектах. В этом случае управляющий фонда должен быть квалифицированным экспертом, разбирающимся в сложной специфике отрасли, выбранной для инвестирования.

Достаточно новыми и интересными для инвесторов, желающих максимально диверсифицировать свой портфель, стали так называемые «индексные фонды», формирующие инвестиционные портфели, повторяющие структуру фондовых индексов на ведущих мировых биржах.

Фонды государственных облигаций, различаясь между собой по инвестиционным целям, могут инвестировать средства инвесторов только в государственные облигации США. На финансовом рынке присутствуют инвестиционные фонды, которые работают только с муниципальными облигациями, ипотечными ценными бумагами, корпоративными облигациями.

Следующие рассматриваемые нами в работе взаимные фонды денежного рынка осуществляют инвестирование средств пайщиков в различные инструменты денежного рынка, такие как казначейские векселя, коммерческие бумаги и обращающиеся депозитные сертификаты, краткосрочные ценные бумаги федеральных агентств Соединенных Штатов Америки, муниципальные ценные бумаги.

Сбалансированные фонды могут осуществлять смешанное инвестирование и в акции, и в облигации, формируя достаточно стабильный инвестиционный портфель.

Семейство фондов или группа - это множество фондов, управляемых одной управляющей компанией с различными инвестиционными целями, предоставляющих инвесторам как разнообразные инвестиционные программы и

возможности по вложениям своих активов внутри семейства фондов, так и свободу перемещения денежных средств в зависимости от изменяющихся инвестиционных предпочтений и ситуации на рынке.

Попытаемся сделать некоторые обобщения.

Изучение мирового опыта и практики коллективного инвестирования позволило выделить в странах ОЭСР три основных типа организации коллективного инвестирования²⁰, это:

1. корпоративная форма (Corporate Form), предполагающая создание корпорации, в которой активы принадлежат инвестиционной компании, а ее акционеры представлены инвесторами;

2. траст - (Trust Form), подобная организация предполагает, что указанная в документах активы и имущество организуются и передаются в управление доверенному лицу в пользу инвестора (бенефициара траста);

3. контрактная форма - (Contractual Form), определяющая порядок взаимоотношений, при котором инвестор заключает прямой договор с управляющей инвестиционной компанией на покупку ценных бумаг и передачу их в профессиональное управление.

Функционирование паевых инвестиционных фондов во всем мире, как правило, базируется на следующих основных принципах:

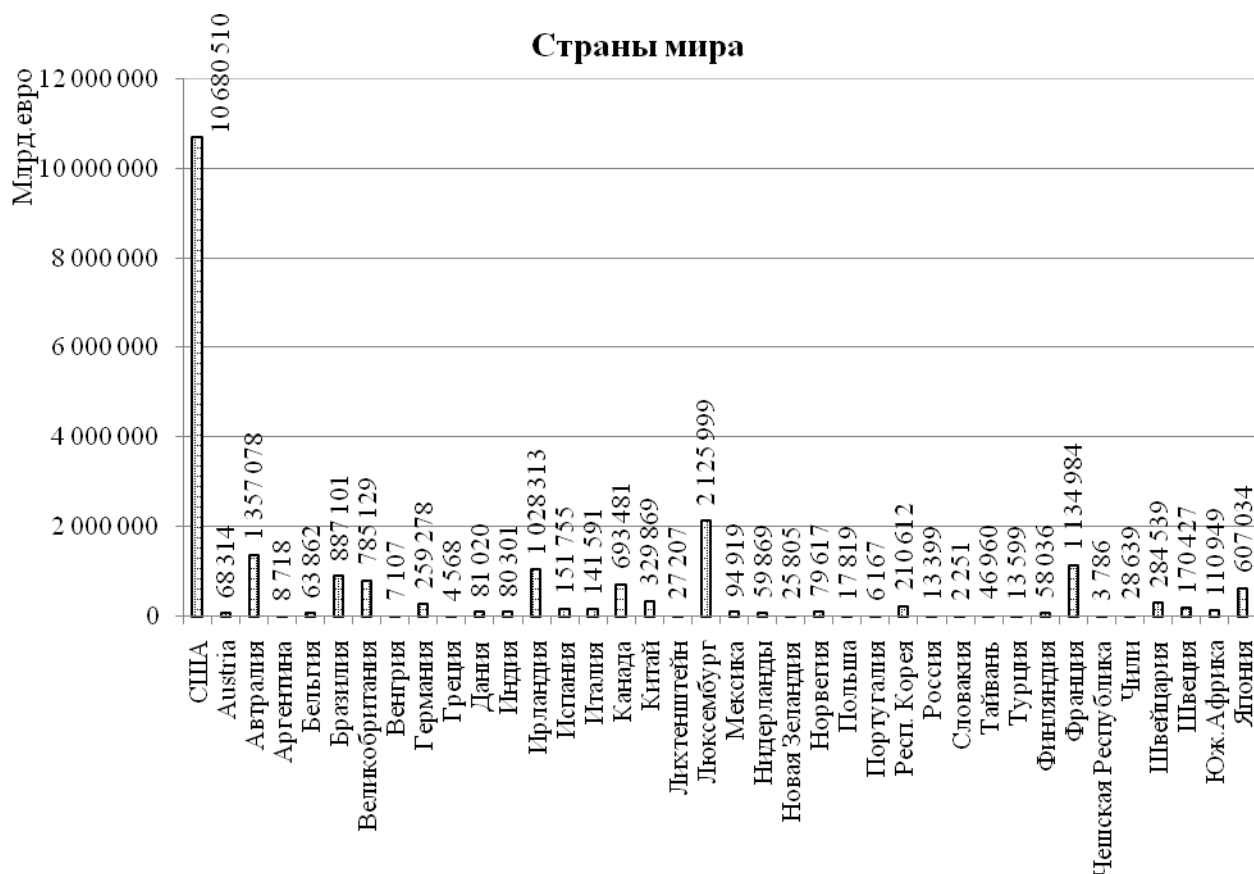
- управление и контроль за управлением активами фонда должны осуществляться разными организациями;

- помимо предыдущего требования, в ряде стран (например, в странах Европейского союза), депозитарий паевых инвестиционных фондов должен быть отделен и независим от управляющей компании фонда (поскольку он выполняет контрольные функции);

- регулирование управления активами паевого инвестиционного фонда призвано обеспечить профессиональное управление путем обязательного лицензирования и контроля деятельности данной организации.

²⁰ Подробнее см.: Authon P. The Regulation of Collective Investments: The Role and Responsibilities of a Trustee // Journal of Banking and Finance Law and Practice. V. & September. 1997, p.26

Подавляющую долю мирового рынка паевых фондов по стоимости чистых активов занимают США (49%). В то же время у Российской Федерации - небольшой объем стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов (менее 1%). То, что в России рынок паевых инвестиционных фондов зародился гораздо позже, чем на Западе, частично объясняет неразвитость в настоящий момент российского рынка коллективных инвестиций (рисунок 15)²¹.



**Рисунок 15 - Чистые активы паевых фондов стран мира
на конец 1-го квартала 2013 г.²²**

Количество ПИФ по всему миру составило 74 554 фонда в конце второго квартала 2013 г. По типу фонда 38 % составили фонды акций, 24 % - сбалансированные и смешанные фонды, 18 % - фонды облигаций и 4 % - фонды денежного рынка (рисунок 16)²³.

²¹ Worldwide mutual fund assets and flows first quarter 2013 of Investment company institute (ICI) - supplementary tables. <http://www.ici.org/research/stats/worldwide>.

²² Сост. по: Investment company institute (ICI).31.01.2013 г. - URL: <http://www.ici.org/research/stats/worldwide>.

²³ http://www.ici.org/research/stats/worldwide/ww_06_13.



Рисунок 16 - Структура паевых инвестиционных фондов в мире по типам по состоянию на II квартал 2013 г.

Активы паевых инвестиционных фондов, размещенные в мировом разрезе, представлены, в первую очередь, регионами Америки и Европы (рисунок 17)²⁴.

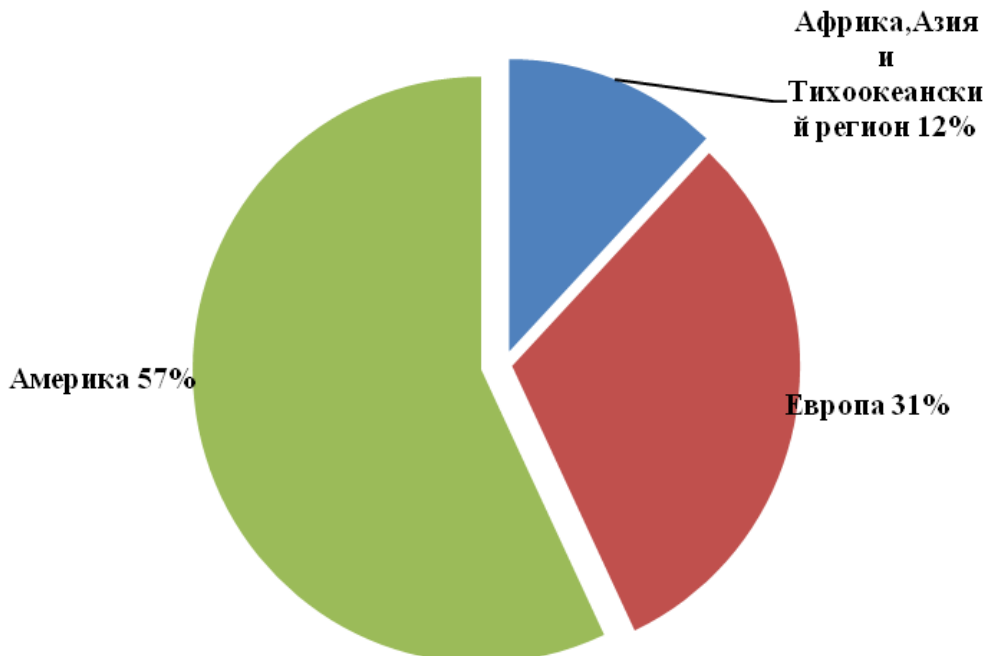


Рисунок 17 - Активы паевых инвестиционных фондов по регионам мира во II квартале 2013 г.

²⁴ http://www.ici.org/research/stats/worldwide/ww_06_13.

В настоящее время активы инвестиционных фондов в США намного превышают активы таких важных финансовых посредников, как страховые компании по страхованию жизни и сберегательные институты, и лишь незначительно уступают активам коммерческих банков. По состоянию на I квартал 2013 г. в США зарегистрировано и функционирует более 7,5 тыс. инвестиционных фондов, активы которых составляют около 10,7 трлн долл. Согласно статистическим данным, в США более 80 млн чел. или каждое второе домохозяйство, инвестируют в паевые инвестиционные фонды свои сбережения. Всего же в мире насчитывается свыше 74 тыс. фондов с суммарными активами 21 трлн долл.²⁵

В настоящий момент рынок паевых инвестиционных фондов в России сильно отстает по стоимости чистых активов как от европейского, так и от мирового уровня. В тоже время это означает большие перспективы и потенциал развития российского рынка паевых инвестиционных фондов в будущем.

Опыт развитых финансовых рынков свидетельствует, что организации коллективного инвестирования развивают свою деятельность преимущественно по двум направлениям:

- 1) повышение надежности для инвесторов;
- 2) обеспечение более высокой доходности по сравнению с другими инвестиционными институтами.

Российское законодательство в сфере коллективного инвестирования сформировалось с учетом мировой юридической и финансовой практики. В то же время для достижения вышеназванных стратегических целей развития паевых инвестиционных фондов в России можно рекомендовать следующее.

1. Создание попечительского совета или совета директоров паевого инвестиционного фонда (по принципу инвестиционных компаний США).

В функции и задачи совета входят организация деятельности комитетов по аудиту, ценообразованию, юридическому согласованию и номинациям, оценка и мониторинг инвестиционной политики фонда, соблюдение требований по

²⁵ <http://www.ici.org/research/stats/worldwide>.

диверсификации портфеля, ликвидности, использованию кредитных ресурсов, производных финансовых инструментов, соблюдению политики в области ценообразования.

Совет несет ответственность за соблюдение правил и ограничений, записанных и утвержденных в инвестиционных декларациях фонда и рекламных проспектах для инвесторов. В полномочия совета входят выбор аудитора фонда, депозитария, проверка сделок с аффилированными лицами, разрешение спорных вопросов с пайщиками фонда.

Независимый директор является наиболее трудноразрешимой задачей. По закону независимыми должны быть 40% директоров.

2. Наделение попечителя фонда функциями хранения активов и возложения на него фидуциарной ответственности за их сохранность перед инвесторами (по опыту Индии).

В структуре взаимных фондов в Индии выделяются три главных звена: спонсор, попечитель и управляющая компания. Подобная система создана для предотвращения случаев мошенничества со стороны учредителей фонда, как это имело место до принятия «Положения о взаимных фондах» в 1996 г. (Mutual Fund Regulations), а так же для повышения уровня финансового контроля. По оценке индийских экспертов в области финансовых рынков, данное постановление является одним из наиболее четко прописанных и понятных правил работы фондов в мире. В соответствии с подобной структурой функции управляющей компании сводятся лишь к предоставлению услуг по управлению средствами пайщиками за определенное вознаграждение (SEBI устанавливает лимит в 2,5% от чистых активов фонда)²⁶. При подобном распределении функций средства инвесторов находятся в трасте у попечителей и не принадлежат ни учредителю фонда, ни управляющей компании.

3. Развитие паевых инвестиционных хедж-фондов в составе системы коллективного инвестирования, в том числе за счет упрощения процедуры их организации, а также налогового стимулирования.

²⁶ Георгиева К. "Большая четверка" - быстроразвивающаяся экономика: сравнительный анализ // Леонтьевские чтения, М: Вып. № 4. 2006. С. 311.

Начиная с середины 90-х г. XX в. среднегодовые темпы роста активов хедж-фондов в Европе составляли более 40%. В результате объем управляемых активов возрос в 1995-2005 гг. более чем в 10 раз, приблизившись к отметке в 100 млрд долл.

В целом европейская индустрия инвестиционных фондов смогла в последние годы избежать острого кризиса и паники благодаря созданию и распространению структурированных продуктов и развитию новых способов альтернативного и многофункционального управления.

Хедж-фонды проводят активную инвестиционную политику, и если учесть, что хедж-фонды составляют всего 5 % от всех действующих в мире фондов, их доля в совокупных активах все фондов составляет значительно больше. Необходимо отметить, что основным преимуществом хедж-фондов является то, что их инвестиционная стратегия непосредственно не зависит от волатильности биржевых индексов и даже в условиях падения биржевых курсов позволяет получать доход.

Огромные средства пенсионных фондов (в первую очередь, это касается США) начинают в растущих масштабах передаваться в доверительное управление крупным специализированным компаниям, занимающимся управлением хедж-фондами, т.е. инвестироваться в так называемые «фонды фондов», в том числе международные.

Еще большей активностью в данном направлении отличаются благотворительные фонды. Согласно аналитическим и экспертным исследованиям, проведенным консультационной фирмой Greenwich Associates, почти 8% государственных пенсионных фондов, 11% корпоративных пенсионных фондов, 60% благотворительных фондов США инвестировали свои средства в хедж-фонды. Специалисты объясняют это явление неблагоприятным (несмотря на временные позитивные сдвиги) состоянием рынка ценных бумаг и инструментов с фиксированными доходами, а также весьма скромными прогнозами доходности ценных бумаг на ближайшие 5 -10 лет, что в сочетании с крайне низким уровнем процентных ставок вызывает озабоченность спонсоров пенсионных планов относительно выполнения ими своих обязательств.

Несмотря на негативные тенденции на отечественном финансовом рынке в 2008-2012 гг., паевые инвестиционные фонды сохранили свои позиции в его структуре.

Зарубежный опыт инвестирования позволяет российским компаниям в условиях глобализации финансовых рынков перенимать некоторые направления деятельности их паевых инвестиционных фондов. Благодаря многолетнему положительному опыту и стабильности дохода паевых инвестиционных фондов они воспринимаются американскими инвесторами как норма отношений государства и бизнеса, гражданина и государства.

Для России, в которой паевые инвестиционные фонды находятся на стадии развития, опыт США может оказаться полезным. Эксперты возлагают большие надежды на пенсионную реформу, которая станет стимулирующим фактором в развитии индустрии паевых инвестиционных фондов и привнесет приток денежных средств на рынок коллективных инвестиций России.

Функционирование паевых инвестиционных фондов в большинстве стран придерживается следующего принципа: управление и контроль за управлением активами фонда осуществляется разными организациями. Адаптируя рассмотренный зарубежный опыт функционирования инвестиционных фондов к российской практике, считаем, что в качестве дополнительного контролирующего органа может выступать попечительский совет паевого инвестиционного фонда. Попечительский совет является общественным органом и создается в целях надзора за деятельностью паевого инвестиционного фонда и защиты интересов инвесторов. В частности, попечительский совет участвует и согласовывает наиболее важные вопросы, затрагивающие права и интересы инвесторов. В состав членов попечительского совета помимо представителей от пайщиков фонда, от специализированного депозитария и специализированного регистратора, а также Национальной лиги управляющих, целесообразным считаем включить куратора из Банка России, как представителя от финансового регулятора. На рисунке 18 представлены состав, цели и функции

попечительского совета паевого инвестиционного фонда, адаптированные к российским условиям.

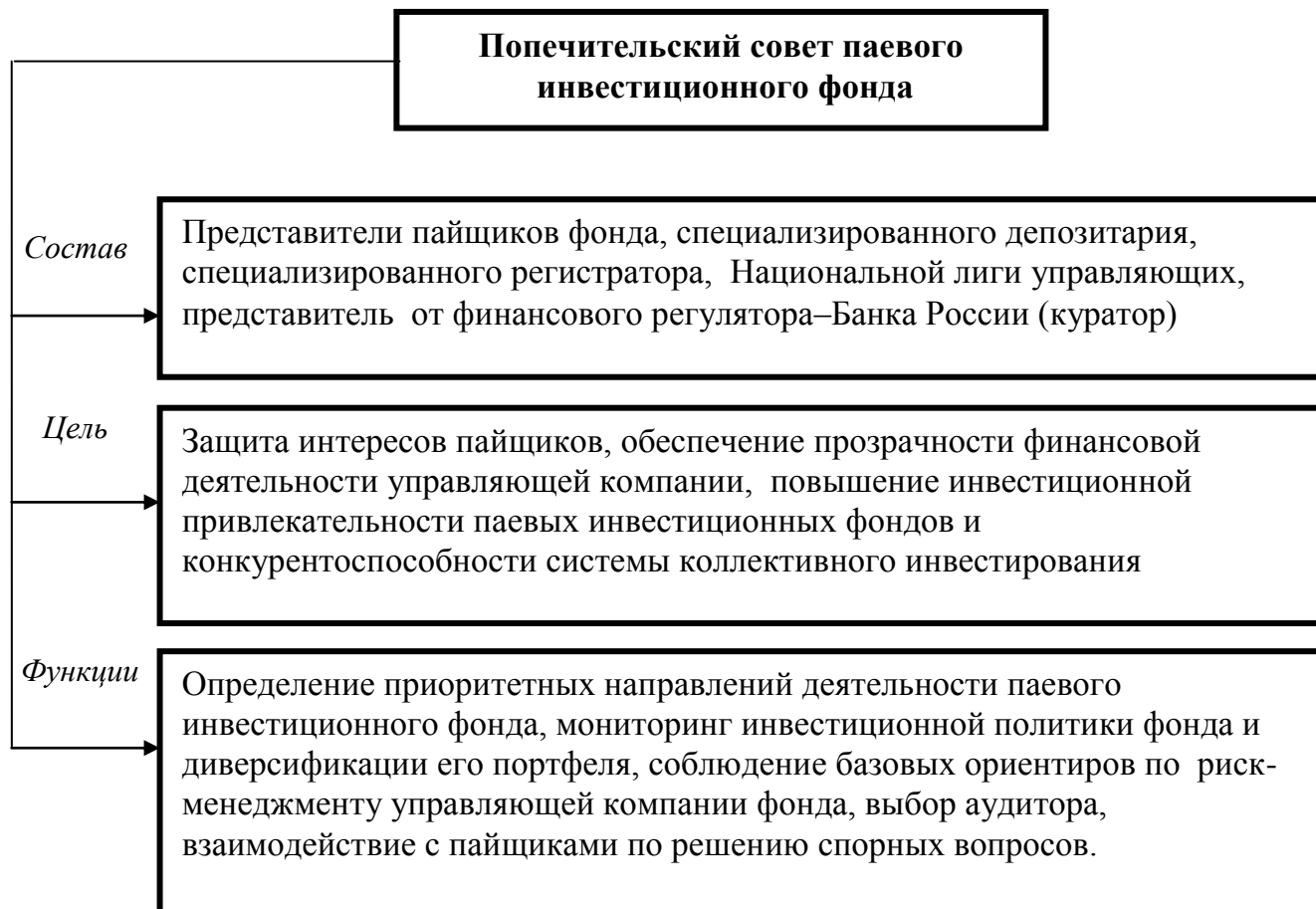


Рисунок 18 - Характеристика попечительского совета паевого инвестиционного фонда в РФ

По нашему мнению, формирование подобной структуры в российской практике функционирования паевых инвестиционных фондов в системе коллективного инвестирования позволит во многом решить проблемы, представленные во второй главе диссертационной работы.

3.2 Оценка показателей доходности паевых инвестиционных фондов в целях обеспечения информационных интересов инвесторов

В условиях наличия большого разнообразия типов и категорий паевых инвестиционных фондов в системе коллективного инвестирования в РФ перед потенциальными клиентами встает проблема выбора конкретного фонда. Более того, проблема выбора встает перед пайщиком и в рамках одной управляющей компании в линейке ее паевых инвестиционных фондов. По мере повышения инвестиционной культуры населения, появления представления о потенциальных доходности, риске, ликвидности и т.д., одной из актуальных проблем становится максимальное удовлетворение инвестиционных потребностей пайщиков при вложении средств в паевые фонды.

До сих пор большинство инвесторов при выборе фонда обращают внимание прежде всего только на один основной показатель эффективности работы паевых инвестиционных фондов - на их доходность, не принимая в расчет тот факт, что ее нельзя отделять от риска. Одним из стандартов оценки качества деятельности инвестиционных компаний по управлению активами паевых инвестиционных фондов, который отражает связь двух наиболее важных для инвесторов понятий: доходность и риск, является коэффициент Шарпа. Для инвесторов предпочтительна стратегия наибольшей доходности при наименьшем риске. Коэффициент «доходность/риск» определяет, сколько единиц доходности приходится на единицу риска. Общеизвестная мера риска - волатильность (стандартное отклонение средней доходности фонда).

Вложения будут тем эффективнее, чем выше значение коэффициента Шарпа. Невысокое значение коэффициента свидетельствует о том, что доходность от вложений средств не соответствует принятому уровню риска. Отрицательное значение коэффициента Шарпа показывает, что инвестирование в

ценные бумаги с низкой вероятностью риска принесли бы их владельцам больший доход, чем вложения в паевой инвестиционный фонд.

Существующие в настоящее время в действующей практике оценки инвестиционных портфелей паевых инвестиционных фондов ориентированы в основном на активного пайщика-инвестора, формирующего свой портфель фонда, исходя из конъюнктуры финансового рынка.

Пассивные пайщики, которые доверяют управлять своими инвестициями управляющей компанией паевого инвестиционного фонда, не могут самостоятельно провести анализ и выбрать наиболее надежный и эффективный фонд. Такие коллективные инвесторы нуждаются в публичной информации.

Проблема получения достоверных сведений о характере инвестиционной деятельности и, соответственно, о перспективности инвестиций актуальна для многих вкладчиков паевых инвестиционных фондов.

В соответствии с российским законодательством паевые инвестиционные фонды обязаны раскрывать следующую информацию для широкого круга пользователей: правила ведения реестра владельцев инвестиционных паев, сведения о стоимости чистых активов фонда, сведения о стоимости имущества фонда, отчет о динамике стоимости имущества фонда, баланс имущества фонда и бухгалтерский баланс, аудиторское заключение, отчет о прибылях и убытках управляющей компании и специализированного депозитария, перечень печатных изданий и информационных агентств, в том числе в Интернете, которые используются для раскрытия информации о деятельности фонда, иные нормативные документы, сведения о приостановлении операций с паями фонда с указанием причин этого, а также сведения об агентах, с которыми заключены договоры.

Нормативными документами предусмотрено, что в аналитических справочных материалах, предоставляемых инвесторам и раскрывающих деятельность управляющей компании фонда, должна содержаться следующая основная информация:

- информация о том, что доходность инвестирования в ПИФ государством не гарантируется, что стоимость инвестиционного пая может уменьшаться и увеличиваться, результаты инвестирования в прошлом не могут определять доходов в будущем;

- информация о результатах инвестиционной деятельности акционерного инвестиционного фонда (доходности), которая должна включать в себя сведения о приросте стоимости чистых активов фонда в расчете на одну акцию, рассчитанном за 3 месяца, 6 месяцев, 1 год и 3 года;

- информация о деятельности паевого инвестиционного фонда, управляющей компании фонда, которая должна быть отражена на их официальных сайтах в среде Интернет.

Можно отметить, что предоставляемые для потенциальных инвесторов сведения не несут в себе достаточной информационной наполненности, не содержат исчерпывающий перечень финансовой отчетности, поэтому даже ознакомившись со всем перечнем доступных материалов инвестор не в состоянии принять экономически мотивированное решение. Из этого следует, что государство фактически не проявляет заботу об инвесторах в части выбора управляющей компании и паевого инвестиционного фонда, не берет на себя ответственность за его выбор, предоставляя это право выбора и решения непосредственно самим участникам российской системы коллективного инвестирования.

Управляющие компании паевых инвестиционных фондов дают свои аналитические информационные справки в произвольной форме. В целях стимулирования инвестиционной активности потенциального пайщика в такие справки включают информацию как о самом паевом инвестиционном фонде (о его составе, активах, скидках и надбавках, динамике стоимости пая), так и рекламный материал, не всегда содержащий корректные сведения о направлениях вложений и степени риска. Показатели, характеризующие соотношение риска и доходности, например коэффициент Шарпа публикуют далеко не все паевые инвестиционные фонды, к тому же не всегда сопровождают эту публикацию

соответствующей экономической интерпретацией. Следующий показатель - глубину падения доходности от максимальных значений за определенный период - практически не публикует ни одна управляющая компания. Показатель стоимости чистых активов широко используется в рекламных проспектах управляющих компаний, но не стоит забывать о некоей двойственности значения этого показателя. С одной стороны, увеличение стоимости чистых активов является положительным показателем, имеющим прямую зависимость с приростом стоимости инвестиционного пая, что также положительно влияет на инвестиционную активность и увеличение количества инвесторов, получение прибыли и рост доходности. С другой стороны, в условиях достаточно ограниченного отечественного рынка акций слишком высокое значение показателя стоимости чистых активов приводит к уменьшению ликвидности и повышению риска инвестиционных вложений.

В средствах массовой информации для инвесторов не публикуются показатели реальной (с учетом инфляции) доходности портфеля, а также показатель чистого дохода пайщика фонда за вычетом всех сумм комиссионного вознаграждения.

По оценкам экспертов, комиссия управляющей компании включает в себя стоимость услуг самой управляющей компании, а также возмещение комиссий, которые управляющая компания уплатила брокерам, биржам, банкам, депозитариям, специализированным депозитариям, регистраторам, агентам, оценщикам и аудиторам.

Для повышения информационной прозрачности необходимо разработать форму отчетности для паевых инвестиционных фондов и управляющих компаний, обязательную для опубликования в средствах массовой информации, которая содержала бы стандартизированную информацию, позволяющую пайщикам прийти к однозначному выводу об эффективности данного института коллективного инвестирования.

Анализ информационных сайтов свидетельствует, что пассивным пайщикам предлагается судить о качестве управления инвестиционным фондом, опираясь на

определенные показатели его деятельности. Перечень показателей включает в себя:

- коэффициент Шарпа;
- коэффициент Сортино;
- коэффициент VAR;
- волатильность;
- коэффициент R²;
- коэффициент α ;
- коэффициент β .

Коэффициент Шарпа показывает доходность фонда, взвешенную с учетом риска. Это основной показатель, который используется в качестве оценки эффективности инвестиционных вложений в инвестиционные фонды. Инвестиционный фонд более эффективно управляется с точки зрения соотношения доходности и риска, если значение этого показателя достаточно высокое.

Коэффициент Сортино определяет доходность фонда, взвешенную по риску. Данный показатель также применяется для оценки эффективности инвестирования в фонд, при этом высокое значение этого показателя свидетельствует о том, что фонд эффективно управляется с точки зрения сочетания доходности, риска и качества управления. В отличие от коэффициента Шарпа, в коэффициенте Сортино учитываются только отрицательные значения доходности фонда, т.е. убытки.

Коэффициент VaR отображает следующее: в будущем месяце с вероятностью 95% убыток от инвестирования в фонд не превысит VaR %, что показывает максимально возможный размер убытка фонда.

Показатель волатильности фонда определяет риск инвестирования в него, и чем выше этот показатель, тем выше риск инвестирования в указанный инвестиционный фонд.

Показатель R² (коэффициент детерминации фонда) показывает тесноту взаимосвязи между динамикой стоимости пая и динамикой рынка. Данный

показатель может изменяться от 0 до 100%. Значение показателя, приближенное к 0, говорит об отсутствии взаимосвязи между доходностью фонда и движением базового индекса, а значение, приближенное к 100%, свидетельствует об очень высокой степени взаимосвязи между стоимостью пая и динамикой индекса.

Коэффициент α определяет заданную эталонную доходность, β -коэффициент показывает степень влияния рынка на доходность фонда, т.е. чем ближе значение данного показателя к 0, тем меньше зависит доходность фонда от конъюнктуры рынка.

Совокупность выбранных показателей обусловлена тем, что они в большей мере влияют на формирование результата деятельности паевого инвестиционного фонда.

На динамику доходности паевых инвестиционных фондов оказывают влияние различные показатели их деятельности. С целью определения определенных выше взаимосвязей и доходности паевых фондов проведен корреляционно-регрессионный анализ деятельности фондов за период с 2010 по 2012 г.

В качестве исходного статистического массива использовались данные по 10 паевым инвестиционным фондам (таблица 7).

Таблица 7 - Анализ данных ПИФ на основе факторных показателей

№ ПИФ	Доходность, Y	К-нт Шарпа, X_1	К-нт Сортино, X_2	VAR, X_3	Волат-ть, X_4	R^2 , X_5	α , X_6	β , X_7
1	-0,06	-0,56	-0,54	-9,39	5,94	87,78	-0,448	0,978
2	6,11	-0,014	-0,011	-10,31	6,68	94,97	0,822	1,144
3	29,28	0,06	0,053	-10,77	7,31	74,27	1,177	107
4	-6,28	-0,087	-0,086	-10,03	6,22	92,51	-0,215	1,051
5	46,76	0,078	0,076	-10,34	7,11	65,41	0,709	1,01
6	30,51	-0,156	-0,164	-14,63	8,63	65,79	0,209	1,229
7	12,07	-0,003	-0,003	-12,02	7,81	79,43	1,431	1,223
8	38,3	0,102	0,095	-7,99	5,63	91,08	0,241	0,945
9	16,22	0,012	0,01	-8,51	5,65	96,1	-0,099	0,972
10	19,64	0,013	0,012	-9,55	6,31	92,75	0,517	1,068

Результативным признаком диссертационного исследования являлась доходность (%), объясняющими переменными были показатели:

X_1 - коэффициент Шарпа;

X_2 - коэффициент Сортино;

X_3 - коэффициент VAR;

X_4 - волатильность;

X_5 - коэффициент R2;

X_6 - коэффициент α ;

X_7 - коэффициент β .

Отправной точкой эконометрического моделирования зависимости доходности фонда от рассматриваемых факторных признаков (объясняющих переменных) явилась модель множественной линейной регрессии:

$$Y = b_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_4x_4 + b_5x_5 + b_6x_6 + b_7x_7 + \varepsilon \quad (1)$$

Отбор факторов в модель производился на основе матрицы парных коэффициентов корреляции (таблица 8).

Таблица 8 - Матрица парных коэффициентов корреляции

	Y	X_1	X_2	X_3	X_4	X_5	X_6	X_7
Y	1							
X_1	0,5463	1						
X_2	0,5378	0,9997	1					
X_3	-0,096	0,108	0,1232	1				
X_4	0,2724	0,0709	0,0575	-0,962	1			
X_5	-0,6117	-0,058	-0,046	0,7058	-0,8045	1		
X_6	0,3404	0,5834	0,5857	-0,331	0,54581	-0,375	1	
X_7	0,2067	0,2104	0,2052	-0,08	0,21026	0,2889	0,4293	1

Коэффициенты $r_{YX_1}, r_{YX_2}, r_{YX_5}, r_{YX_6} > 0,3$, что свидетельствует о возможной тесной линейной связи переменных X_1, X_2, X_5, X_6 с зависимой переменной Y . Характер и направление взаимосвязи этих переменных визуализирован на рисунках 19-22.

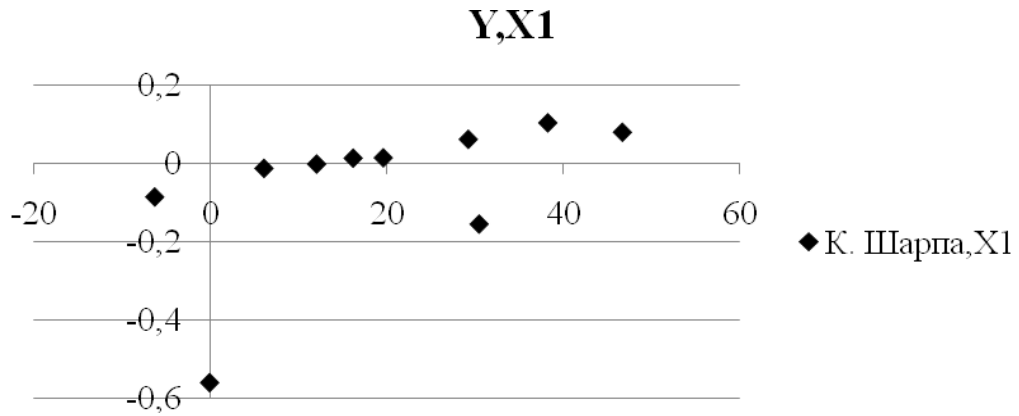


Рисунок 19 - Корреляционное поле, отражающее зависимость переменных Y, X_1

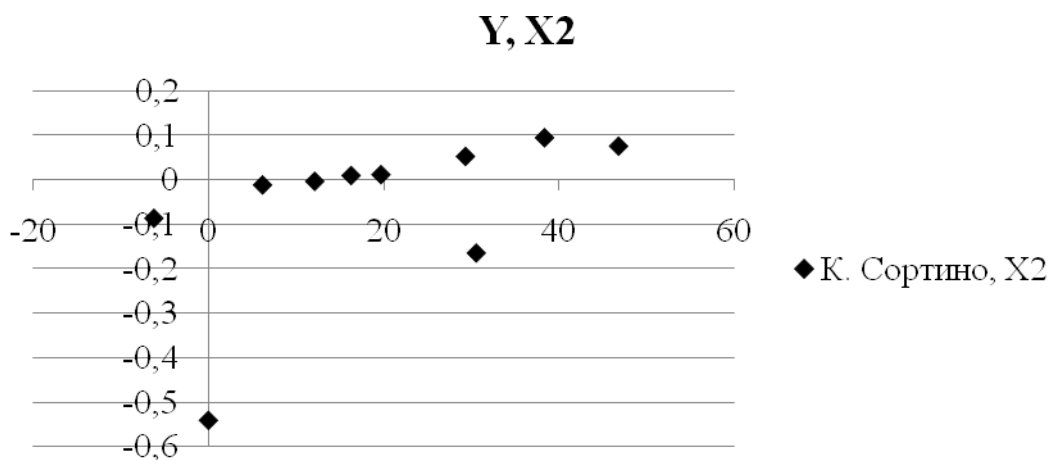


Рисунок 20 - Корреляционное поле, отражающее зависимость переменных Y, X_2

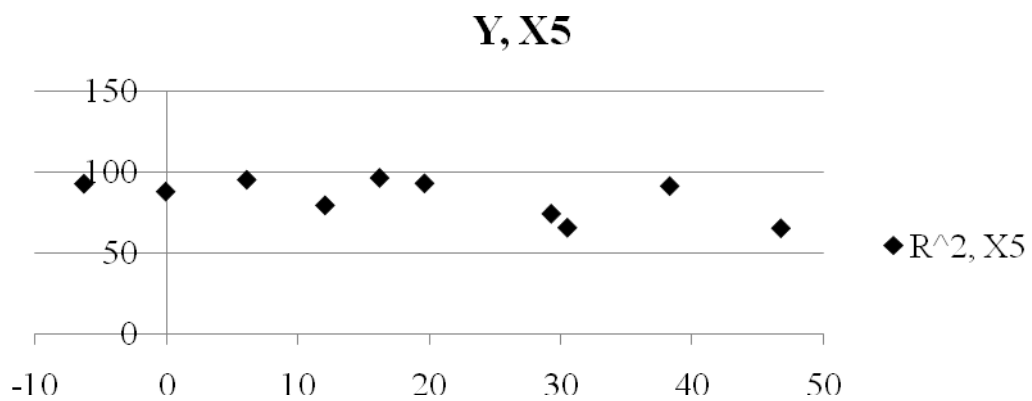


Рисунок 21 - Корреляционное поле, отражающее зависимость переменных Y, X_5

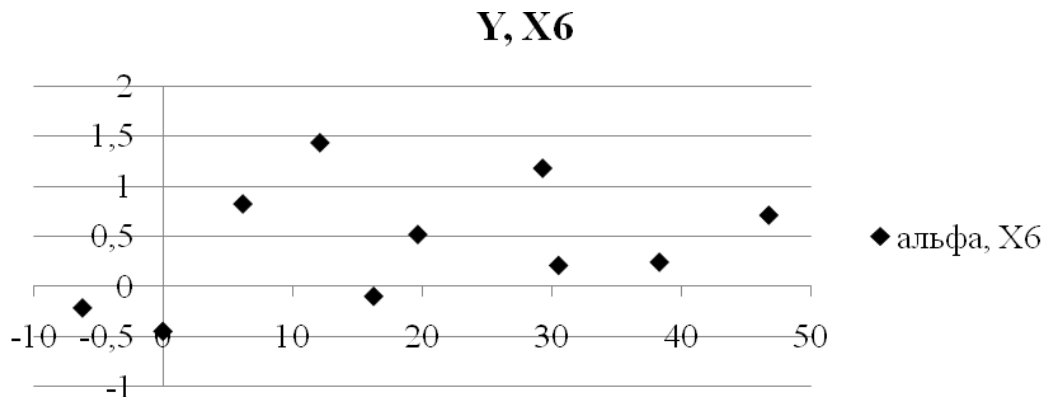


Рисунок 22 - Корреляционное поле, отражающее зависимость переменных Y, X₆

В матрице парных коэффициентов корреляции коэффициенты $r_{X_1X_2} = 0,9997$; $r_{X_2X_4} = -0,962$; $r_{X_4X_5} = -0,8045$ по модулю превышают 0,8 по абсолютной величине, что свидетельствует в пользу мультиколлинеарности факторов, т.е. их тесной линейной взаимосвязи. Их одновременное включение в модель регрессии приведёт к статистической неустойчивости оценок коэффициентов регрессии. В модель будет включена переменная X_1 , так как она теснее связана с Y, чем X_2 ; переменная X_5 , так как она обладает наибольшим коэффициентом корреляции с зависимой переменной Y и не мультиколлинеарна с X_1 ; переменная X_6 . Тогда модель регрессии будет иметь следующий вид:

$$Y = b_0 + b_1X_1 + b_5X_5 + b_6X_6 + \varepsilon, \quad (2)$$

где b_0, b_1, b_5, b_6 - теоретические коэффициенты регрессии,

ε - случайная компонента, отражающая влияние прочих факторных признаков, не включенных в модель регрессии.

По методу наименьших квадратов (МНК) была произведена оценка теоретических коэффициентов и получено следующее выборочное уравнение регрессии:

$$\hat{Y} = 109,925 + 61,331X_1 - 0,992X_5 - 9,078X_6. \quad (3)$$

Проверка статистической значимости оценок коэффициентов регрессии проводилась с использованием t-статистики, подчиняющейся распределению Стьюдента с $k = n - m - 1$ степенями свободы на уровне значимости 8% ($\alpha = 0,08$). Стандартные ошибки найденных оценок приведены ниже:

$$S_{\widehat{b}_6} = 32,355; S_{\widehat{b}_1} = 25,11; S_{\widehat{b}_5} = 0,357; S_{\widehat{b}_6} = 8,555.$$

где t - статистика имеет следующий вид:

$$t = \frac{\widehat{b}_j}{S_{\widehat{b}_j}}, j = \overline{0,1,5,6}. \quad (4)$$

Таким образом:

$$t_{\text{наб.}\widehat{b}_6} = 3,397; t_{\text{наб.}\widehat{b}_1} = 2,442; t_{\text{наб.}\widehat{b}_5} = -2,778; t_{\text{наб.}\widehat{b}_6} = -1,061.$$

Критическая точка распределения. Тогда, оценка коэффициента \widehat{b}_6 статистически незначима, так как $|t_{\text{наб.}\widehat{b}_6}| < t_{\text{кр}}^{\text{Дв}}$. Следовательно, переменная X_6 должна быть исключена из уравнения, а модель регрессии будет иметь вид:

$$Y = b_0 + b_1 X_1 + b_5 X_5 + \varepsilon. \quad (5)$$

По примененному нами методу наименьших квадратов найдены оценки коэффициентов и новое выборочное уравнение регрессии:

$$\widehat{Y} = 91,696 + 45,163 X_1 - 0,832 X_5. \quad (6)$$

Стандартные ошибки коэффициентов и значение t - статистики приведены ниже:

$$S_{\widehat{b}_0} = 27,663; S_{\widehat{b}_1} = 20,139; S_{\widehat{b}_5} = 0,327$$

$$t_{\text{наб.}\widehat{b}_0} = 3,315; t_{\text{наб.}\widehat{b}_1} = 2,243; t_{\text{наб.}\widehat{b}_5} = -2,547.$$

Для всех оценок коэффициентов регрессии наблюдаемое значение t -статистики по абсолютной величине превышает критическое, все оценки можно признать статистически значимыми.

Экономическая интерпретация рассматриваемого уравнения регрессии следующая: при увеличении коэффициента Шарпа (X_1) на 1 единицу средняя за 3 года доходность ПИФ увеличивается на 45,163%; при росте коэффициента детерминации фонда (X_5) на 1 % доходность снизится на 0,832%.

Объясняющая способность модели характеризуется величиной коэффициента детерминации фонда. Так, для уравнения (6) $R^2 = 0,64$, т.е. на 64% вариация доходности ПИФа объясняется вариацией учтённых в модели факторов. Модель в целом признана значимой на основе проведения проверки значимости с помощью F -статистики, имеющей распределение Фишера-Снедекора с

$k_1 = m = 2$ и $k_2 = n - m - 1 = 7$ степенями свободы на 8%-ном уровне значимости.

Остатки модели были подвергнуты графическому анализу (рисунке 23), а также протестированы на гетероскедастичность по тесту Голдфелда - Квандта.

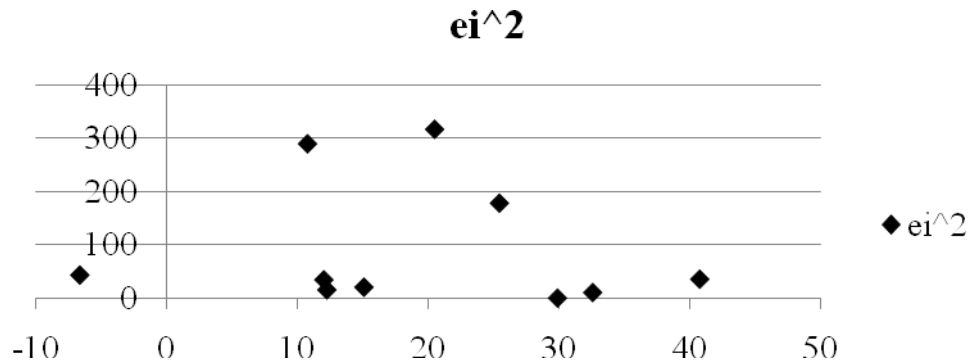


Рисунок 23 - График остатков модели регрессии (6)

График остатков позволил предположить выполнение третьего условия Гаусса - Маркова, т.е. наличие гомоскедастичных остатков в модели. Этот вывод был подтвержден и тестом Голдфелда - Квандта на 5%-ном уровне значимости.

Предполагалось наличие гетероскедастичности вида $\sigma(\varepsilon_i) \approx \frac{\mu}{x_i}$. Так, наблюдаемое значение (для признака X_5), где ESS_1, ESS_2 - остаточные суммы квадратов для крайних подвыборок при соответствующей переменной. Таким образом, гипотеза о гомоскедастичности модели принимается с вероятностью совершения ошибки 5%.

Также был рассчитан коэффициент автокорреляции первого порядка: $\hat{\rho} = -0,244$. На его основе был произведён расчет статистики Дарбина - Уотсона для тестирования модели (5) на автокорреляцию остатков. Так, наблюдаемое значение статистики $DW \approx 2(1 - \hat{\rho}) = 2,39$. Критические точки статистики DW в данном случае составили (отрицательная автокорреляция): $4 - d_1 = 4 - 0,466 = 3,534$; $4 - d_2 = 4 - 1,333 = 2,667$. Наблюдаемое значение попало в область принятия гипотезы, соответственно, автокорреляция в модели отсутствует.

Был произведен анализ остатков. Модель признана гомоскедастичной, с отсутствием автокорреляции.

В целом, можно утверждать, что построенная эконометрическая модель (6) зависимости доходности ПИФ от показателей X_1 и X_5 может быть практически применима, так как может быть используется для прогнозирования в краткосрочном периоде. Следовательно, можно рекомендовать инвесторам ориентироваться на динамику коэффициента Шарпа и показатель R2 при выборе ПИФ: если в течение 36 месяцев наблюдается стабильный уровень коэффициента Шарпа или его рост, а R2-статистика снижается, то паи фонда можно считать привлекательным инвестиционным активом.

Проведенное диссертационное исследование позволяет рекомендовать разработанную систему показателей доходности, характеризующую финансовую деятельность паевого инвестиционного фонда, для практического использования инвесторами в целях минимизации рисков.

Систему показателей оценки доходности паевых инвестиционных фондов необходимо включить в обязательную форму отчетности паевых инвестиционных фондов в целях повышения информационной прозрачности и инвестиционной привлекательности.

По нашему мнению, регулярное информирование инвесторов способствовало бы изменению негативной тенденции оттока денег пайщиков из открытых паевых инвестиционных фондов, что в среднесрочной перспективе повлечет за собой рост участников, а также объема рынка коллективных инвестиций и будет способствовать эффективному функционированию российского финансового рынка в целом.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенное исследование функционирования паевых инвестиционных фондов в системе коллективного инвестирования в Российской Федерации позволило определить следующие выводы и предложения.

Для привлечения инвестиций в экономику страны необходим эффективно работающий механизм мобилизации активов и трансформации сбережений в инвестиции через установление необходимых взаимоотношений между субъектами, которые нуждаются в средствах, и теми субъектами, которым необходимо инвестировать избыточный доход. Это и есть цель функционирования финансового рынка.

В современных условиях одной из главных задач финансового рынка является управление финансовыми инвестициями посредством профессиональных финансовых посредников, основными функциями которых становятся аккумуляция активов и денежных средств инвесторов, и размещение их в различные финансовые инструменты, что, в свою очередь, подразумевает определенные квалификационные требования и профессионализм в принятии инвестиционных решений, а также при оценке и хеджировании рисков.

Профессиональный финансовый посредник необходим, так как среднестатистический обладатель частных сбережений не имеет опыта в осуществлении инвестиций, и размер его сбережений недостаточен для самостоятельного формирования и управления диверсифицированным портфелем ценных бумаг, индивидуальное инвестирование всегда обусловлено высоким риском. Возможность объединения денежных средств многих частных инвесторов и профессионального управления активами предоставляют фонды коллективного инвестирования, в первую очередь, паевые инвестиционные фонды.

Коллективное инвестирование представляет собой процесс трансформации аккумулированных профессиональными управляющими в общий фонд денежных

средств инвесторов в различные инструменты финансового рынка и активы для получения инвестиционного дохода.

Проведенное исследование сущности коллективного инвестирования, анализ нормативно-правовой базы, экономической литературы по данному вопросу позволяют рассматривать коллективное инвестирование как некое системное образование.

Система коллективного инвестирования представляет собой совокупность взаимосвязанных субъектов, объектов коллективного инвестирования, функционирующих на единой организационно-правовой основе в процессе привлечения денежных средств и размещения их в различные инструменты финансового рынка, распределения инвестиционного дохода и осуществления финансового контроля.

По результатам проведенного исследования сущности паевых инвестиционных фондов, их классификации, организационно-функциональной модели взаимодействия с инфраструктурными звеньями системы коллективного инвестирования были сформулированы следующие выводы.

Паевые инвестиционные фонды являются относительно новой формой инвестирования на российском рынке.

Рассмотренные типы и категории паевых инвестиционных фондов позволили определить как общность объектов их инвестирования в инструменты финансового рынка так и значительное их отличие по инвестиционным стратегиям, уровням риска и доходности, что обеспечивает инвесторам широкий выбор инвестиционных предпочтений.

В процессе трансформации денежных средств инвесторов в различные инструменты финансового рынка, паевые инвестиционные фонды, как профессиональные участники финансового рынка формируют особую сферу взаимодействия между инфраструктурными звеньями системы коллективного инвестирования.

Нормативно-правовое регулирование деятельности паевых инвестиционных фондов в Российской Федерации, определяя порядок организационно-

финансовых взаимоотношений участников коллективного инвестирования, предусматривает достаточно строгий контроль за движением финансовых ресурсов, что обеспечивает снижение системных рисков рынка коллективных инвестиций и повышает его надежность и инвестиционную привлекательность.

Проведенный сравнительный анализ финансовых и организационных особенностей организаций коллективного инвестирования позволил резюмировать следующие положения.

Наиболее динамично развивающейся организационно-правовой формой организаций коллективного инвестирования является имущественный комплекс без образования юридического лица. Эта форма характерна для паевых инвестированных фондов и общих фондов банковского управления, представляющих договорную форму коллективного инвестирования.

Паевые инвестиционные фонды обладают рядом преимуществ по сравнению с ОФБУ и другими организациями коллективного инвестирования, а именно: размер активов паевого инвестиционного фонда законодательно не определен, что позволяет управляющему фондом объединять в профессиональное управление количественно неограниченную сумму активов; отношения сторон в паевом инвестиционном фонде более формализованы, управляющий обязан опубликовать в средствах массовой информации как проспект эмиссии паев, так и правила фонда, что позволяет привлечь массовых мелких инвесторов в коллективное инвестирование; инвестиции в ПИФ имеют бессрочный характер, инвестиционный пай имеет статус ценной бумаги; жесткие нормативные требования к структуре активов паевого инвестиционного фонда служат дополнительной страховкой для инвесторов и увеличивают надежность инвестирования в ПИФ; суммы вознаграждения и расходы в паевых инвестиционных фондах регламентированы, ограничены их предельные размеры.

Таким образом, в настоящее время паевые инвестиционные фонды являются самой перспективной формой организации коллективного инвестирования, наиболее эффективно решают задачи сбережения и

капитализации средств частных инвесторов по сравнению с другими организациями коллективного инвестирования.

Проведенный в диссертационном исследовании анализ динамики показателей деятельности паевых инвестиционных фондов позволил сделать следующие выводы.

К началу 2013 г. в РФ зарегистрировано 1463 паевых инвестиционных фонда. С 2009 по 2012 г. наблюдалось снижение числа управляющих компаний. Динамика количества паевых инвестиционных фондов за рассматриваемый период показывает их рост только по закрытым паевым инвестиционным фондам, доля закрытых паевых фондов в структуре общего количества фондов на конец 2012 г. составила 66,1 %, открытых паевых фондов - 29,7 %, интервальных - 4,2 %.

Значительный удельный вес закрытых паевых фондов в общей структуре фондов объясняется существенным интересом коммерческих банков и крупных инвесторов. На начало 2013 г. в закрытых паевых инвестиционных фондах было аккумулировано свыше 410 млрд руб. Это составляет более 75% всех денежных сумм, находящихся в российских паевых инвестиционных фондах.

Второе и третье места по распространенности после закрытых паевых инвестиционных фондов занимают фонды акций и фонды смешанных инвестиций, соответственно.

Начиная с 2009 г. наметилась положительная тенденция притока денежных средств на рынке паевых инвестиционных фондов, продолжавшаяся до 2011 г. Так, по итогам 2009 г. отток средств сократился и составил 12,6 млрд руб., а в 2010 г. -0,8 млрд.руб. По итогам 2011 г. приток средств составил 3,4 млрд. руб., что явилось лучшим результатом за предыдущие 4 года.

Анализ стоимости чистых активов показал, что под влиянием кризисных событий 2008 г. стоимость чистых активов всех паевых инвестиционных фондов снизилась на 44,6 %. Постепенно наблюдался рост стоимости чистых активов в периоде 2009-2011 г., а к 2012 г. рост стоимости чистых активов превысил уровень 2007 г. на 9,1%. Анализ стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов по состоянию на начало 2013 г. свидетельствует о

доминировании фондов недвижимости и рентных фондов. Традиционно емкими по стоимости чистых активов среди открытых фондов являются фонды акций (39,2 млрд руб.). Конкуренцию им составляют только фонды облигаций (31,1 млрд руб.). Другие открытые фонды пока остаются малопривлекательными для инвесторов.

Анализ доходности паевых инвестиционных фондов показал ее тесную зависимость от изменений фондовых индексов, связанных с кризисными явлениями в экономике. Если в 2008 г. средняя доходность по всем типам фондов имела отрицательное значение -48,5 %, то уже в 2010 г. она составила почти 67 %. В 2011 г. отмечалось отрицательное значение показателя доходности в результате проведенной коррекции на мировых финансовых рынках, и в 2012 г. наступило незначительное оживление рынка паевых инвестиционных фондов, при этом средняя доходность увеличилась чуть более 2,5%.

Таким образом, фонды не могут гарантировать постоянную высокую доходность, риск инвестирования в такой финансовый инструмент весьма высок, при этом он может компенсироваться потенциально высокой прибылью.

Анализ показал, что уровень развития финансового рынка в РФ не способствует эффективному управлению коллективными инвестициями в долго- или среднесрочной перспективе. Финансовые операции паевых инвестиционных фондов могут быть выгодны инвесторам только на коротких временных отрезках (менее года), т.е. имеют ярко выраженный спекулятивный характер. Приток средств в отечественную систему коллективного инвестирования возможен при условии достижения макроэкономической стабильности, увеличения емкости фондового рынка, роста капитализации организаций коллективного инвестирования, совершенствования нормативно-правовой базы, повышения уровня благосостояния населения, увеличения доли среднего класса населения в обществе, повышения финансовой грамотности населения, наличия государственных компенсационных механизмов, - гарантии (например, за счет страхования по аналогии с банковскими вкладами) возвратности и необесценения вложенных в паи средств.

Для достижения цели эффективного функционирования паевых инвестиционных фондов в системе коллективного инвестирования следует обратиться к зарубежному опыту, поскольку механизмы финансового рынка универсальны. Европейская индустрия инвестиционных фондов смогла в последние годы избежать острого кризиса и паники благодаря созданию и распространению структурированных продуктов и развитию новых способов альтернативного и многофункционального управления.

Опыт развитых финансовых рынков свидетельствует, что паевые инвестиционные фонды развивают свою деятельность преимущественно по двум направлениям:

- 1) повышение надежности для инвесторов;
- 2) обеспечение более высокой доходности по сравнению с другими инвестиционными институтами.

Российское законодательство в сфере коллективного инвестирования сформировалось с учетом мировой юридической и финансовой практики. В то же время для достижения вышеназванных стратегических целей развития паевых инвестиционных фондов в России можно рекомендовать следующее:

- создание попечительского совета паевого инвестиционного фонда, наделение попечителя функциями мониторинга инвестиционной политики фонда и диверсификации его портфеля, соблюдения базовых ориентиров по риск-менеджменту управляющей компании фонда, выбора аудитора и взаимодействия с пайщиками по решению спорных вопросов;
- развитие хедж-фондов, в том числе за счет упрощения процедуры их организации, и налогового стимулирования.

В условиях наличия большого разнообразия типов и категорий паевых инвестиционных фондов в системе коллективного инвестирования в России перед потенциальными клиентами встает проблема выбора конкретного фонда.

По мере повышения инвестиционной культуры населения, появления представления о потенциальных показателях доходности, риска, ликвидности и сохранности инвестиционных вложений, одной из актуальных проблем

становится максимальное удовлетворение информационных потребностей пайщиков при вложении в паевые фонды.

Пассивные пайщики, т.е. те, которые доверяют управлять своими инвестициями управляющей компанией паевого инвестиционного фонда, не могут самостоятельно провести анализ и выбрать наиболее надежный и эффективный фонд. Такие коллективные инвесторы нуждаются в публичной информации.

Публикуемая в соответствии с принятыми нормами информация не несет в себе достаточной информационной нагрузки. Даже ознакомившись со всем перечнем доступных материалов инвестор не в состоянии сделать экономически мотивированное решение. Таким образом, государство не защищает вкладчиков в процессе выбора управляющей компании и фонда, делегируя эти полномочия непосредственно участникам рынка коллективного инвестирования.

Необходимо разработать форму отчетности для паевых инвестиционных фондов и управляющих компаний, обязательную для публикации в средствах массовой информации. Данная форма должна содержать стандартизированную информацию, позволяющую пайщикам прийти к однозначному выводу об эффективности данного паевого инвестиционного фонда.

Результаты проведенного корреляционно-регрессионного анализа позволяют нам рекомендовать следующую систему показателей, характеризующую финансовую деятельность ПИФ, обязательную для отражения в СМИ:

- коэффициент Шарпа на одну из дат 36 месячного периода;
- показатель R2, отражающий тесноту взаимосвязи между динамикой рынка и динамикой стоимости пая на одну из дат 36 - месячного периода.

По примененному нами методу наименьших квадратов найдены оценки коэффициентов и новое выборочное уравнение регрессии:

$$\hat{Y} = 91,696 + 45,163X_1 - 0,832X_5.$$

Экономическая интерпретация уравнения регрессии следующая: при увеличении коэффициента Шарпа (X_1) на 1 единицу средняя за 3 года доходность

ПИФ увеличивается на 45,163%; при росте коэффициента детерминации фонда (X_5) на 1 % доходность снизится на 0,832%.

В целом можно утверждать, что построенная эконометрическая модель зависимости доходности ПИФ от показателей X_1 и X_5 может быть практически применима, так как может быть использована для прогнозирования в краткосрочном периоде. Следовательно, можно рекомендовать инвесторам ориентироваться на динамику коэффициента Шарпа и показатель R2 при выборе ПИФ: если в течение 36 месяцев наблюдается стабильный уровень коэффициента Шарпа или его рост, а R2-статистика снижается, то паи фонда можно считать привлекательным инвестиционным активом.

Проведенное диссертационное исследование позволяет рекомендовать разработанную систему показателей доходности, характеризующую финансовую деятельность паевого инвестиционного фонда, для практического использования инвесторами в целях минимизации рисков.

Систему показателей оценки доходности паевых инвестиционных фондов необходимо включить в обязательную форму отчетности паевых инвестиционных фондов в целях повышения информационной прозрачности и инвестиционной привлекательности.

По нашему мнению, регулярное информирование инвесторов содействует изменению негативной тенденции оттока денег пайщиков из открытых паевых инвестиционных фондов, что в среднесрочной перспективе повлечет за собой рост их участников, а также объема рынка коллективных инвестиций, способствуя эффективному функционированию российского финансового рынка в целом.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ**Нормативные документы²⁷**

1. Бюджетный кодекс Российской Федерации: от 31.07.1998 № 145-ФЗ: [в ред. от 02.11.2013 г.].
2. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая): от 26.01.1996 г. № 14-ФЗ: [в ред. от 23.07.2013 г.].
3. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) № 51-ФЗ: от 30.11.1994 г. [в ред. от 02.11.2013 г.].
4. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая): от 05.08.2000 г. № 117-ФЗ: [в ред. от 02.11.2013 г.].
5. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть первая): от 31.07.1998 г. № 146-ФЗ: [в ред. от 03.12.2013 г.].
6. О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг: федер. закон: от 05.03.1999 г. № 46-ФЗ: [в ред. от 23.07.2013 г.].
7. Об инвестиционных фондах: федер. закон: от 29.11. 2001 г. № 156-ФЗ: [в ред. от 23.07.2013 г.].
8. О лицензировании отдельных видов деятельности: федер. закон: от 04.05.2011 г. № 99-ФЗ: [в ред. от 02.07.2013 г.].
9. О минимальной стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, по достижении которой паевой инвестиционный фонд является сформированным: приказ Федер. службы по финансовым рынкам РФ № 06-125/пз-н от 02.11.2006 г.
10. О негосударственных пенсионных фондах: федер. закон: от 07.05.1998 г. № 75-ФЗ: [в ред. от 23.07.2013 г.].

²⁷ Электронные ресурсы. Доступ из справ.-правовой системы "КонсультантПлюс".

11. О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма: федер. закон от 07.08.2001 г. № 115-ФЗ: [в ред. от 02.11.2013 г.].
12. О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации: федер. закон от 27.07.2010 г. № 224-ФЗ: [в ред. от 23.07.2013 г.]
13. О регулировании деятельности специализированных депозитариев акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов: постановление Правительства Российской Федерации от 10.02.2004 г. № 04-3/пс: [в ред. от 15.04.2008 г.].
14. О рынке ценных бумаг: федер. закон от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ: [в ред. от 23.07.2013 г.].
15. О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации: федер. закон от 23.12.2003 г. № 177-ФЗ: [в ред. от 02.11.2009 г.].
16. О типовых правилах доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом: постановление Правительства Российской Федерации от 25.07.2002 г. № 564: [в ред. от 18.04.2013 г.]
17. О типовых правилах доверительного управления биржевым паевым инвестиционным фондом: постановление Правительства Российской Федерации от 15.07.2013 г. № 600.
18. О типовых правилах доверительного управления открытым паевым инвестиционным фондом: постановление Правительства Российской Федерации от 27.08.2002 г. № 633: [в ред. от 06.08.2013 г.].
19. О типовых правилах доверительного управления интервальным паевым инвестиционным фондом: постановление Правительства Российской Федерации от 18.09.2002 г. № 684: [в ред. от 06.08.2013 г.]
20. Об акционерных обществах: федер. закон от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ: [в ред. от 06.11.2013 г.].

21. Об акционерных обществах: федер. закон от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ: [в ред. от 06.11.2013 г.].
22. Об аудиторской деятельности: федер. закон от 30.12.2008 г. № 307-ФЗ: [в ред. от 23.07.2013 г.].
23. Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений: федер. закон от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ: [в ред. от 12.12.2011 г.].
24. Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации: федер. закон от 24.07.2002 г. № 111-ФЗ: [в ред. от 23.07.2013 г.].
25. Об ипотечных ценных бумагах: федер. закон от 11.11. 2003 г. № 152-ФЗ: [в ред. от 23.07.2013 г.].
26. Об оценочной деятельности в Российской Федерации: федер. закон от 29.07.1998 г. № 135-Ф: [в ред. от 23.07.2013 г.].
27. Об утверждении Инструкции "О порядке осуществления операций доверительного управления и бухгалтерском учете этих операций кредитными организациями Российской Федерации: приказ Банка России от 02.07.1997 г. № 02-287: [в ред. от 23.03.2001 г.]: (вместе с Инструкцией Банка России от 02.07.1997 г. № 63).
28. Об утверждении Положения о порядке передачи имущества для включения его в состав паевого инвестиционного фонда: приказ Федер. службы по финансовым рынкам РФ от 03.07.2008 № 08-27/пз-н: [в ред. от 22.06.2010 г.].
29. Об утверждении Положения о порядке ведения реестра паевых инвестиционных фондов и предоставления выписок из него: приказ Федер. службы по финансовым рынкам РФ от 18.03.2010 г. № 10-17/пз-н: [в ред. от 06.08.2013 г.].
30. Об утверждении Положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами: приказ Федер. службы по финансовым рынкам РФ от 18.03.2008 г. № 08-12/пз-н: [в ред. от 24.04.2012 г.].

31. Об утверждении Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года: распоряжение Правительства РФ № 2043-р от 29.12.2008 г.
32. Об учете прав на инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов: приказ Федер. службы по финансовым рынкам РФ от 15.04.2008 г. № 08-17/пз-н: [в ред. от 24.04.2012 г.].
33. Указ Президента Российской Федерации "Об утверждении комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров": [в ред. указов Президента Российской Федерации от 02.04.1997 г. № 277, от 16.10.2000 г. № 1756].

Научная литература

34. Абрамов, А.Е. Инвестиционные фонды. Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России [Текст] / А.Е. Абрамов. М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. 416 с.
35. Абрамов, А.Е. Купля-продажа ценных бумаг инвестиционного фонда на биржах [Текст] / А.Е. Абрамов // Вест. НАУФОР. 2002. № 6. С. 34-40 .
36. Алексеев, М.Ю. Рынок ценных бумаг [Текст] / М.Ю. Алексеев. М. : Финансы и статистика, 1992.
37. Андреева, И. Равнение на ПИФы [Текст] / И. Андреева, Н. Калиниченко // Эксперт. 1998. № 8. С.11-15.
38. Антипова, О.М. Правовое регулирование инвестиционной деятельности: (анализ теоретических и практических проблем) [Текст] / О.М. Антипова. М. : Волтерс Клувер, 2010. 236 с.
39. Балабанов, И.Т. Риск-менеджмент [Текст] / И.Т. Балабанов. М. : Финансы и статистика, 1996. - 192 с.

40. Бахаева, О.В. Развитие рынка коллективных инвестиций как фактор экономического роста региона: на примере Республики Татарстан [Текст]: дис. ... канд. экон. наук / О.В. Бахаева. Казань, 2005. 194 с.
41. Беневоленская, З.Э. Правовые формы доверительных отношений в сфере предпринимательства [Текст] / З.Э. Беневоленская // Правоведение. 1995. № 4-5. С. 7-12.
42. Беневоленская, З.Э. Определение, классификация видов и квалифицирующие признаки доверительной собственности (траста) по праву Великобритании [Текст] / З.Э. Беневоленская // Журн. рос. права. 2008. № 9. С. 118-126.
43. Берталанффи, Л. Общая теория системы: критический обзор // Исследования по общей теории системы [Текст] / Л. Берталанффи. М. : Прогресс, 1969. 520 с.
44. Бибикина, Е.А. Сберегательная система. Подход к определению состава и структуры основных эмитентов [Текст] / Е.А. Бибикина, О.В. Котина // Деньги, кредит. 2003. № 6. С. 51-54.
45. Бирюков, Д. О некоторых аспектах правового регулирования фондового рынка США [Текст] / Д. Бирюков // Рынок ценных бумаг. 2007. № 3 (330). С. 65-68.
46. Бланк, И.А. Инвестиционный менеджмент [Текст] / И.А. Бланк. М. : Эльга Ника-Центр, 2001. 448 с.
47. Богатырев, А.Г. Инвестиционное право [Текст] / А.Г. Богатырев. М. : Рос. право, 1992. 272 с.
48. Богданов, А.Е. Кредитование и залог имущества паевых инвестиционных фондов [Текст] / А.Е. Богданов // Рынок ценных бумаг. 2009. № 7 (382).
49. Богл, Дж. Взаимные фонды с точки зрения здравого смысла. Новые императивы для разумного инвестора. М.: Альпина Паблишер, 2002. 544 с.
50. Богл, Дж. Не верьте цифрам! Размышления о заблуждениях инвесторов, капитализме, "взаимных" фондах, индексном инвестировании, предпринимательстве, идеализме и героях. М.: Альпина Паблишер, 2013. 545 с.

51. Богл, Дж. Руководство разумного инвестора. Надежный способ получения прибыли на фондовом рынке М.: Манн, Иванов и Фербер, 2013. 224 с.
52. Богуславский М.М. Иностранные инвестиции: правовое регулирование [Текст] / М.М. Богуславский. М. : БЕК 1996. 462 с.
53. Бойко, Т.М. Сбереечь и накопить. Ваши деньги в паевых инвестиционных фондах [Текст] / Т.М. Бойко. М.: Акционер, 1998. 104 с.
54. Болдырева, Н.Б. Коллективные инвесторы в регионе [Текст] / Н.Б. Болдырева // Вестн. фин. акад. 2005. № 4. С. 117-126.
55. Болдырева, Н.Б. Влияние инвестиционной деятельности на риск и доходность коллективного инвестиционного фонда [Текст] / Н.Б. Болдырева // Вестн. Тюмен. гос. ун-та. 2006. № 6. С. 257-269.
56. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов [Текст] / Р. Брейли, С. Майерс. 2-е изд. М. : Олимп-Бизнес, 2008. 1008 с.
57. Брюков, В.В. Методика оценки управления инвестиционным портфелем [Текст] / В.В. Брюков // Рынок ценных бумаг. 2006. № 11 (314). С. 30-34.
58. Булатов, В.В. Экономический рост и фондовый рынок [Текст] / В.В Булатов. М. : Наука, 2004. 198 с.
59. Бычков, А.П. Инвестиционные фонды США: между рогами быка и берлогой медведя [Текст] / А.П. Бычков // США: экономика, политика, идеология. 1998. № 2. С. 67-69.
60. Валиева, О.В. Перспективы использования финансовых ресурсов паевых инвестиционных фондов [Текст]: дис. ... канд. экон. наук / О.В. Валиева. М. : РГБ, 2008. 193 с.
61. Ван Хорн Дж. Основы управления финансами [Текст] / Дж. Ван Хорн. М. : Финансы и статистика, 2005. 800 с.
62. Васин, М.А. Риски и возможности при долгосрочном инвестировании в паевые инвестиционные фонды [Текст] / М.А. Васин // Рынок ценных бумаг. № 5. 2012. С. 51-54.

63. Васин, М.А. Вопросы эффективности долгосрочного управления портфелем активов с фиксированной доходностью [Текст] / М.А. Васин. // Рынок ценных бумаг. 2012. № 8. С. 17-21.
64. Галанов, В.А. Рынок ценных бумаг [Текст] / В.А. Галанов, А.И. Басов. М. : Финансы и статистика, 2008. 448 с.
65. Галкова, И.В. О защите прав инвесторов на финансовых рынках [Текст] / И.В. Галкова, Б.В. Скребник // Финансы. 2009. № 8. С. 70-73.
66. Гаспарян, К.Л. Паевые инвестиционные фонды как институт коллективного инвестирования в Российской Федерации [Текст]: дис. ... канд. экон. наук / К.Л. Гаспарян. М., 2008. 154 с.
67. Гелюта, И. Перспективы паевых фондов на российском финансовом рынке [Текст] / И. Гелюта // Рынок ценных бумаг. 1996. № 6. С. 28-34.
68. Георгиева, К. "Большая четверка" - быстроразвивающаяся экономика: сравнительный анализ [Текст] / К. Георгиева // Леонтьевские чтения. Вып. 2006. № 4. 311 с.
69. Гончаров, А.И. Рынок ценных бумаг: учеб.: в 3 ч. Ч. 1 [Текст] / А.И. Гончаров, М.В. Гончарова. Волгоград: ИУНЛ ВолгГТУ, 2012. 311 с.
70. Гончаров, А.И. Рынок ценных бумаг [Текст]: учебник: в 3 ч. / А.И. Гончаров, М.В. Гончарова. Волгоград: ИУНЛ ВолгГТУ, 2012. Ч. 2. 223 с.
71. Гончаров, А.И. Рынок ценных бумаг [Текст]: учебник: в 3 ч. / А.И. Гончаров, М.В. Гончарова. Волгоград: ИУНЛ ВолгГТУ, 2012. Ч. 3. 216 с.
72. Гушин, В.В. Инвестиционное право: учебник [Текст] / В.В. Гушин, А.А. Овчинников. М. : Эксмо, 2009. 624 с.
73. Давиденко, Л.П. Институты коллективного инвестирования в РФ: ПИФы, ОФБУ, НПФ [Текст]: учеб. пособие / Л.П. Давиденко. СПб. : Изд-во Санкт-Петербур. гос. ун-та экономики и финансов. 2008. 134 с.
74. Данилова, М.Н. Связи с инвесторами как способ преодоления асимметрии информации между агентами и принципалами [Текст] / М.Н. Данилова. Финансы и кредит. 2009. № 2 (338). С. 64-69.

75. Доронина, Н.Г. Регулирование инвестиций как форма защиты экономических интересов государства [Текст] / Н.Г. Доронина, Н.Г. Семилютина // Журн. рос. права. 2005. № 9. С. 66-67.
76. Евстратова, У.А. Законодательные инновации - новые возможности ПИФов [Текст] / У.А. Евстратова // Рынок ценных бумаг. 2008. № 5 (356). С. 28-31.
77. Егорова, Н.В. Закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости как инструмент развития инвестиционного потенциала экономики: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05 [Текст] / Н.В. Егорова. М., 2006. 153 с.
78. Желтоносов, В.М. Паевые инвестиционные фонды в экономике России: модернизация и инновационное развитие [Текст] / В.М. Желтоносов, Ю.В. Марошник, Е.А. Скуратович // Финансы и кредит. 2011. № 32. С. 51-59.
79. Жук, Е.А. Квалифицированный инвестор в Евросоюзе, США и РФ: правовые модели [Текст] / Е.А. Жук // Рынок ценных бумаг. 2008. № 5. - С. 47-49.
80. Жуков, Е.Ф. Рынок ценных бумаг [Текст] / Е.Ф. Жуков. 3-е изд. перераб. и доп. / под. ред. Жукова Е.Ф. М. : ЮНИТИ-Дана, 2009. 567 с.
81. Зарук, Н.Ф. Экономические отношения в сельском хозяйстве в условиях перехода к инновационному развитию [Текст] / Н.Ф. Зарук, И.Г. Ушачев, Н.А. Борхунова, М. : Восход, 2011. 186 с.
82. Здоровенин, В.В. Хедж-фонды: инвестиционная деятельность и оценка ее эффективности [Текст] / В.В. Здоровенин. М. : Изд. дом ГУ ВШЭ, 2008. 139 с.
83. Ивашкин, Е.И. Рынок розничного страхования и факторы его роста [Текст] / Е.И. Ивашкин, С.В. Оганов // Финансы. 2009. № 4. С. 42-45.
84. Ильичев, Л.Ф. Философский энциклопедический словарь [Текст] / Л.Ф. Ильичев [и др.]. М. : Сов. энциклопедия, 1983. 840 с.
85. Инвестиционный менеджмент [Текст] / Л.П. Гончаренко [и др.]. М.: КноРус, 2005. - 60 с.
86. Информационный сайт The World Bank [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.worldbank.org> (дата обращения: 11.10.2013).

87. Информационный сервер агентства "С-Bonds" по паевым инвестиционным фондам [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.pif.investfunds.ru> (дата обращения: 12.10.2013).
88. Информационный сервер агентства "С-Bonds" по пенсионному обеспечению [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.npf.investfunds.ru> (дата обращения: 13.10.2013).
89. Информационный сервер агентства "С-Bonds" по рынку облигаций [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.cbonds.info> (дата обращения: 17.10.2013).
90. Информационный сервер Национальной лиги управляющих [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.nlu.ru> (дата обращения: 15.10.2013).
91. Информационный сервер Российской торговой системы [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.rts.ru> (дата обращения: 18.10.2013).
92. Капитан, М.Е. Инвестиционные фонды в Германии [Текст] / М.Е. Капитан // Инвестиции плюс. 1999. № 1. С. 10-16.
93. Капитан, М.Е. Американские взаимные фонды [Текст] / М.Е. Капитан // Инвестиции плюс. 1999. № 3. С. 13-18.
94. Капитан, М.Е. Паевые фонды: современный подход к управлению деньгами [Текст] / М.Е. Капитан. СПб. : Питер, 2007. 256 с.
95. Кейнс, Дж. Общая теория занятости, процента и денег [Текст] / Дж. Кейнс. М. : Гелиос АРВ, 2002. 352 с.
96. Кидуэлл, Д. Финансовые институты, рынки и деньги [Текст] / Д. Кидуэлл, Р. Петерсон, Д. Блэкуэлл. СПб. : Питер, 2000. 752 с.
97. Ковалева Т.М. Финансово-кредитные отношения в условиях глобализации [Текст]: монография / Т.М. Ковалева; под. ред. Т.М. Ковалевой. Самара: Из-во Самар. гос. экон. ун-та, 2011. 232 с.
98. Кокорев, Р.А. Базовый курс по рынку ценных бумаг [Текст] / Р.А. Кокорев. М. : Учеб.центр МКЦ, 2010. 352 с.

99. Колесников, А.А. Трансформация сбережений населения России в инвестиции [Текст] / А.А. Колесников // Финансы и кредит. 2007. № 14 (254). С. 61-70.
100. Кондратьева, З.А. Косвенное индивидуальное инвестирование через паевые инвестиционные фонды и общие фонды банковского управления в России в условиях влияния финансовой интеграции [Текст] / З.А. Кондратьева. Финансы и кредит. 2013. № 3. С. 16-30.
101. Ломтатидзе, О.В. Базовый курс по рынку ценных бумаг: учеб. пособие [Текст] / О.В. Ломтатидзе, М.И. Львова, А.В. Болотин. М. : КНОРУС, 2010. 448 с.
102. Маковецкий, М. Особенности инвестиционного процесса в России // [Текст] / М. Маковецкий // Инвестиции в России 2001. № 2. С. 13-15.
103. Маковецкий, М.Ю. Роль рынка ценных бумаг в инвестиционном обеспечении экономического роста [Текст] / М.Ю. Маковецкий // Финансы и кредит. 2003. № 21. С. 17-19.
104. Международный менеджмент [Текст] / под ред. С.Э. Пивоварова, Л.С. Тарасевича, А.И. Майзеля. М. : Петер, 2001. 576 с.
105. Миловидов, В.Д. Паевые инвестиционные фонды [Текст] / В.Д. Миловидов. М. : Анкил, ИНФРА-М, 1996. 416 с.
106. Миловидов В.Д. Становление паевых инвестиционных фондов в России [Текст] / В.Д. Миловидов // Рынок ценных бумаг. 1995. № 19. С. 42-46.
107. Миркин, Я.И. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой академии и Правительстве РФ [Текст] / Я.И. Миркин. М. : Перспектива, 2000. 536 с.
108. Назарова, В.В. Выбор критериев эффективности вложений в паевые инвестиционные фонды [Текст] / В.В. Назарова, И.С. Насыров // Финансы и кредит. № 7. 2013. С. 39-48.
109. Коробкина, Н. Кому в России нужны GIPS [Текст] / Н. Коробкина // Рынок коллективных инвестиций. 2012. № 10. С. 45-46.

110. Началов, А.В. Паевые инвестиционные фонды (ПИФ) [Текст] / А.В. Началов. М. : Налог. ИНФО: Статус-Кво 97, 2004. 35 с.
111. Никульшин, Д.А. Влияние рискованных финансовых операций на стабильность финансового рынка [Текст] / Д.А. Никульшин // Финансы. 2009. № 11. С. 60-63.
112. Ожегов, С.И. Словарь русского языка [Текст]/ под ред. д-ра филол. наук, проф. Н.Ю. Шведовой. 14 изд., стереотип. / С.И. Ожегов. М. : Рус. яз., 1983. 796 с.
113. Оксюк, Т.Т. Гражданско-правовое регулирование доверительного управления паевыми инвестиционными фондами [Текст]: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / Т.Т. Оксюк. М., 2005. 212 с.
114. Осипов, В.И. Коллективные инвестиции ценных бумаг [Текст] / В.И. Осипов, В.Ю. Чернятин. СПб. : Изд-во С.-Петербур. гос. ун-та экономики и финансов, 2001. 84 с.
115. Осипова, Е. Практические вопросы создания и функционирования кредитных фондов [Текст] / Е. Осипова, Е. Карпова // Рынок ценных бумаг. 2010. № 3. С. 6-8.
116. Официальный Веб-сайт Банка России [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.cbr.ru>.
117. Официальный Веб-сайт Национальной ассоциации негосударственных пенсионных фондов [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.napf.ru>.
118. Официальный Веб-сайт Пенсионного Фонда Российской Федерации [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.pfrf.ru>.
119. Официальный Веб-сайт Федеральной службы государственной статистики (Госкомстат России) [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.gks.ru>.
120. Пейко, И.М. Паевые инвестиционные фонды на рынке ценных бумаг Российской Федерации: Механизм функционирования и перспективы развития [Текст]: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / И.М. Пейко. СПб., 2003. 204 с.

121. Петров, В. Контроль за работой паевого фонда: анализ зарубежного опыта [Текст] / В. Петров // Рынок ценных бумаг. 2000. № 21. С. 45-46.
122. Погосьян, В.С. Закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости в России [Текст]: дис. ... кан. экон. наук: 08.00.10 / В.С. Погосьян. М., 2009. 128 с.
123. Ример, М.И. Экономическая оценка инвестиций [Текст] / М.И. Ример, А.Д. Касатов, Н.Н. Матиенко. 2-е изд. СПб. : Питер, 2008. 480 с.
124. Родин, А. Новые гарантии Российским инвесторам за рубежом [Текст] / А. Родин // Право и экономика. 2012. № 2. С. 18-22.
125. Рожкова, И.В. Экономическая сущность деятельности институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг [Текст] / И.В. Рожкова, Н.А. Азаря // Финансы и кредит. 2013. № 9. С. 51-54.
126. Российский рынок паевых инвестиционных фондов (ПИФов) в 2012 году. Текущее состояние и тенденции развития [Электронный ресурс]. Аналит. обзор. Информ. сайт агентства "Росбизнесконсалтинг". Режим доступа: <http://www.rbc.ru> (дата обращения: 14.10.2013).
127. Рубинин, Ю.Б. Портфель приватизации и инвестирования [Текст] / Ю.Б. Рубинин; под общ. ред. Ю.Б. Рубинина. М. : Соминтэк 2007. 752 с.
128. Рубцов, Б.Б. Современные фондовые рынки [Текст] / Б.Б. Рубцов. М. : Альпина бизнес Букс, 2007. 925 с.
129. Саркисянц, А.Г. Инвестиционные фонды: опыт развитых стран [Текст] / А.Г. Саркисянц // Аудитор. 2008. № 1. С. 53-60.
130. Славянский, А.В. Страхование вкладов в отечественной и зарубежной практике [Текст] / А.В. Славянский. М. : Страховое дело, 2011. С. 30-34.
131. Солабуто, Н.В. Секреты инвестирования в ПИФ [Текст] / Н.В. Солабуто. М. : Питер, 2008. 144 с.
132. Телякова, О.В. К вопросу управления рисками в негосударственных пенсионных фондах [Текст] / О.В. Телякова // Финансы и кредит. 2013. № 32. С. 56-63.

133. Терехова, Е.В. Финансово-правовые аспекты страхования инвестиционной деятельности [Текст] / Е.В. Терехова // Вопр. экономики и права. 2012. № 5. С. 116-120.
134. Тропников, О.А. Инвестируя в ПИФы [Текст] / О.А. Тропников. М. : Эксмо, 2007. 128 с.
135. Тюхтин, В.С. Отражение, системы, кибернетика. Теория отражения в свете кибернетики и системного подхода [Текст] / В.С. Тюхтин. М. : Наука, 1972. С. 256.
136. Урсул, А.Д. Природа информации [Текст] / А.Д. Урсул. М. : Политиздат, 1968. 288 с.
137. Фабоцци, Ф. Управление инвестициями [Текст]: пер. с англ. / Ф. Фабоцци. М.: ИНФРА-М, 2000. 932 с.
138. Финансы, деньги, кредит, банки [Текст]: учебник / кол. авт.; под ред. Т.М. Ковалевой. М. : КНОРУС. 2014. 256 с.
139. Финогенова, Ю.Ю. Роль страхового риск-менеджмента в системе финансов персонального инвестора [Текст] / Ю.Ю. Финогенова // Финансы. 2012. № 1. С. 49-53.
140. Фукс, А. Маркетинговые стратегии управляющих компаний паевых инвестиционных фондов [Текст] / А. Фукс, И. Христофорова // Маркетинг. 2009. № 2. С. 59-69.
141. Харсеева, А.В. Понятие и сущность инвестиций: проблема определения термина. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.teoria-practica.ru/1-2010/economics/harseeva.pdf>.
142. Цыбжитова, Т.О. Развитие фондового механизма коллективных инвестиций: дис. ... канд. экон. наук [Текст]: 08.00.01 / Т.О. Цыбжитова. М., 2006. 167 с.
143. Чистяков, Н. Рост фондового рынка стимулирует популярность торгов паями ПИФов на фондовой бирже ММВБ [Текст] / Н. Чистяков // Рынок ценных бумаг. 2007. С. 30-39.
144. Чулюков, Ю. Паевые инвестиционные фонды: формирование, управление и контроль [Текст] / Ю. Чулюков. Рынок ценных бумаг. 2006. № 24 (327). С. 53-57.

145. Шапран, В. Институты совместного инвестирования: топология фондов [Текст] / В. Шапран // Рынок ценных бумаг. 2004. № 5 (260). С. 40-45.
146. Шарп, У. Инвестиции [Текст]: пер с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. М.: ИНФРА-М, 2006. 1028 с.
147. Шостко, А.А. Развитие методов коллективного инвестирования в современной экономике РФ [Текст]: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05, 08.00.10 / А.А. Шостко. М., 2008. 148 с.
148. Authon, P. The Regulation of Collective Investments: The Role and Responsibilities of a Trustee // [Text] / P. Authon. Journal of Banking and Finance Law and Practice. V. & September. 1997. P. 25-32.
149. Grossman, J. On the Impossibility of Informationally Efficient Market / J. Grossman, J. Stiglitz // American Economic Review, 1980. Vol. 70. № 3. P. 393 -408.
150. Investment company institute (ICI) [Electronic resource]. Mode of access: <http://www.ici.org>.
151. Markowitz, H. Portfolio Selection // J. of Finance. 1952. P. 77-91.
152. Puschaver, L. In Pursuit of the Upside: The New Opportunity in Risk Management [Text] / L. Puschaver, R.G. Eccles // PwC Review. 1996. December. P. 2-10.
153. Weis, K. The Post-Offering Price Performance of Closed-End Funds [Text] // Financial Management. Autumn. 1989. P. 57-67.

Приложение А

Основные организационно-финансовые характеристики коллективных инвесторов в Российской Федерации

Организация коллективного инвестирования	Организационно-правовая форма	Орган управления	Собственные финансовые ресурсы	Состав активов	Документ, удостоверяющий долевое участие	Финансовый регулятор
АИФ	ОАО	1. Общее собрание акционеров 2. Совет директоров	Акционерный капитал	Государственные и муниципальные ценные бумаги (ЦБ), Корпоративные ЦБ российских эмитентов, ЦБ иностранных государств, Иностранные корпоративные ЦБ, Инвестиционные паи ПИФов, ипотечные ценные бумаги, российские депозитарные расписки, иные ценные бумаги, недвижимое имущество и имущественные права	Объединенная именная акция	Банк России
ПИФ, ОПИФ, ИПИФ	Имущественный комплекс без образования юр. лица	Управляющая компания	В доверительное управление передаются только денежные средства	Государственные и муниципальные ценные бумаги (ЦБ), корпоративные ЦБ российских эмитентов, ЦБ иностранных государств, иностранные корпоративные ЦБ, инвестиционные паи ПИФов, ипотечные ценные бумаги, депозитарные расписки	Инвестиционный паи	Банк России

Окончание приложения А

Организация коллективного инвестирования	Организационно-правовая форма	Орган управления	Собственные финансовые ресурсы	Состав активов	Документ, удостоверяющий долевое участие	Финансовый регулятор
ЗПИФ	Имущественный комплекс без образования юр. лица	Общее управление паев, управляющая компания	В доверительное управление паевые передаточные денежные средства Иное имущество, предпринимательская деятельность, кооперативная декларация	Государственные и муниципальные ценные бумаги (ЦБ), корпоративные ЦБ российских эмитентов. ЦБ иностранных государств, иностранные корпоративные ЦБ. Иностранное паевое ПИФ-ов, ипотечные ценные бумаги, российские депозитарные расписки, иные ценные бумаги, недвижимое имущество и ипотечные права	Инвестиционный паёв	Банк России
ОФБУ	Имущественный комплекс без образования юр. лица	Доверительное управление (кредитная организация)	В доверительное управление паевые передаточные денежные средства	Ценные бумаги российских и иностранных эмитентов, денежные средства в российской и иностранной валюте, производные финансовые инструменты, драгоценные драгоценные камни, драгоценные металлы, недвижимое имущество	Сертификат долевого участия	Банк России
НПИФ	Организационно-правовая форма некоммерческой организации специального обеспечения	Управляющая компания	Вклад учредителей Пенсионные резервы и пенсионные накопления	Иностранное государственные и корпоративные ЦБ через паевые инвестиционные фонды, активы для пенсионных резервов, кроме: муниципальных ЦБ, инвестиционных паев ЗПИФ-ов	Договор НПИФ, договор ОПС	Банк России Пенсионный фонд России

Приложение Б

Динамика стоимости чистых активов плевых инвестиционных фондов с 2007-2012 гг. в Р.Ф., млрд.руб.²²

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Рост по сравнению с 2007 г.
СЧА, млрд. руб	135	47	75	96	82	90	-33,59%
Открытые							
Количество	438	427	402	406	431	434	-0,91%
Среднее на 1 фонд, млрд. руб	0,31	0,11	0,19	0,24	0,19	0,21	-32,97%
СЧА в % к ВВП	0,41%	0,11%	0,19%	0,21%	0,15%	0,14%	-64,59%
СЧА в ценах 2007 г., млрд. руб	135	41	60	71	57	58	-56,87%
СЧА, млрд. руб	292	201	208	312	362	409	40,17%
Закрытые							
Количество	361	487	706	861	889	967	167,87%
Среднее на 1 фонд, млрд. руб	0,81	0,41	0,29	0,36	0,41	0,42	-47,67%
СЧА в % к ВВП	0,88%	0,49%	0,54%	0,69%	0,66%	0,66%	-25,27%
СЧА в ценах 2007 г., млрд. руб	292	175	166	229	251	266	-8,98%
СЧА, млрд. руб	44	13	22	27	19	15	-66,15%
Интервальные							
Количество	95	89	81	77	64	62	-34,74%
Среднее на 1 фонд, млрд. руб	0,46	0,15	0,27	0,34	0,30	0,24	-48,13%
СЧА в % к ВВП	0,13%	0,03%	0,06%	0,06%	0,04%	0,02%	-81,95%
СЧА в ценах 2007 г., млрд. руб	44	11	17	20	13	10	-78,02%
Общее количество	894	1003	1189	1344	1384	1463	
Сумма всех							
СЧА, млрд. руб	427	248	282	408	444	499	16,86%
СЧА в % к ВВП	1,28%	0,60%	0,73%	0,90%	0,81%	0,80%	-37,69%
ВВП в текущих ценах, млрд. руб.	33 248	41 429	38 809	45 166	54 586	62 357	87,55%
Инфляция по отношению к 2007 году	1	1,15	1,25	1,36	1,44	1,54	54,00%

²² Сост. по данным: Национальной лиги управляющих [Электронный ресурс]...-Режим доступа: <http://www.nbl.ru>.

Приложение В

Динамика доходности паявых инвестиционных фондов с 2007-2012 гг. в РФ, %²³

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Изменение с 2007 г.
Открытые паявые инвестиционные фонды							
Фонды акций	11,91	-62,63	132,10	33,59	-24,09	3,07	-8,84
Фонды облигаций	7,84	-19,62	33,23	13,90	5,94	9,17	1,33
Фонды смешанных инвестиций	9,99	-47,43	80,92	19,28	-12,67	4,40	-5,59
Фонды денежного рынка	6,75	4,22	10,94	8,12	5,23	7,72	0,97
Индексные фонды	17,50	-86,03	122,94	23,39	-18,20	7,17	-10,33
Фонды фондов	5,80	-55,77	64,79	20,17	-2,66	-0,56	-6,36
Закрывающиеся инвестиционные фонды							
Фонды акций			58,85	-6,95	71,07	3,97	
Фонды облигаций				-5,34	7,90	0,34	
Фонды смешанных инвестиций			21,78	26,59	-4,50	-2,52	
Фонды денежного рынка							
Индексные фонды							
Фонды фондов							
Интервальные паявые инвестиционные фонды							
Фонды акций	6,60	-75,93	162,20	50,38	-30,04	0,99	
Фонды облигаций			32,99	11,27	4,01		
Фонды смешанных инвестиций			46,58	15,09	-6,80	4,97	
Фонды денежного рынка							
Индексные фонды				37,32			
Фонды фондов			28,64	12,70	-12,13	-8,51	
Средняя доходность %	9,54	-48,47	66,93	18,62	-1,76	2,72	
Инфляция в году %	11,87	13,28	8,80	8,78	6,10	6,58	
Индекс ММВБ %	11,50	-67,20	122,70	23,21	-17	5,20	
Сравнительная ставка по банковским депозитам для физических лиц %	7,00	9,70	9,10	5,40	6,90	7,10	

²³ Сост. по данным: Национальной лиги управляющих [Электронный ресурс]...-Режим доступа: <http://www.nla.ru>.

Приложение Г

Динамика стоимости чистых активов 2007-2012 гг., млн руб.²⁴

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Открытые паевые инвестиционные фонды	10 834	-15 929	-11 494	674	3 377	-789
В текущих ценах, млн руб.						
В ценах 2007 г., млн руб.	10 834	-13 851	-9 195	495	2 345	-512
От денежной массы, %	0,29%	-0,42%	-0,28%	0,01%	0,06%	-0,01%
Закрывающиеся паевые инвестиционные фонды	220 120	32 205	33 496	44 071	40 118	37 489
В текущих ценах, млн руб.						
В ценах 2007 г., млн руб.	220 120	28 004	26 797	32 405	27 860	24 344
	5,95%	0,85%	0,83%	0,87%	0,68%	0,58%
Интервальные паевые инвестиционные фонды	2 711	-1 885	-1 077	-750	72	-3 454
В текущих ценах, млн руб.						
В ценах 2007 г., млн руб.	2 711	-1 639	-861	-552	50	-2 243
	0,07%	-0,05%	-0,03%	-0,01%	0,00%	-0,05%
Сумма всех	233 664	14 391	20 926	43 994	43 567	33 247
В текущих ценах, млн руб.						
В ценах 2007 г., млн руб.	233 664	12 514	16 741	32 349	30 255	21 589
	6,31%	0,38%	0,52%	0,87%	0,73%	0,52%
Инфляция по отношению к 2007 году	1	1,15	1,25	1,36	1,44	1,54
Денежная масса вне банковской системы, млрд руб.	3702,20	3794,80	4038,10	5062,70	5938,60	6430,10

²⁴ Сост. по данным: Национальной лиги управляющих [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.dba.ru>.