

AZƏRBAYCAN DÖVLƏT İQTİSAD UNİVERSİTETİ
«MAGİSTRATURA MƏRKƏZİ»

Əlyazması hüququnda

Vəlizadə Elmar Bayram oğlu

(magistranın soyadı, adı və atasının adı)

***«Паевые инвестиционные фонды и их роль
на рынке ценных бумаг»***

mövzusunda

M A G İ S T R D İ S S E R T A S İ Y A S I

İstiqamətin şifri və adı: 010000 Ümumi iqtisadiyyat

İxtisasın şifri və adı: 010003 Maliyyə və kredit

Elmi rəhbər:

i.e.n. F.Mürşüdlü

(A.S.A., elmi dərəcə və elmi ad)

Magistr proqramının rəhbəri

(A.S.A., elmi dərəcə və elmi ad)

Kafedra müdiri (A.S.A., elmi dərəcə və elmi ad):

i.e.d. Ə.Ə.Ələkbərov

B A K I - 2 0 1 6

О Г Л А В Л Е Н И Е

Введение	3
Глава 1. Паевые инвестиции как сегмент коллективных инвестиций	6-37
1.1. Экономическая природа и виды коллективных инвестиций	6
1.2. Паевые инвестиционные фонды и их особенности	16
1.3. Основные направления зарубежного опыта функционирования паевых фондов	27
Глава 2. Паевые инвестиционные фонды и их структура	38-69
2.1. Структура ПИФов и требования к структуре инвестиционного портфеля паевого инвестиционного фонда	38
2.2. Покупка-продажа паев, доходы ПИФов и его значение	49
2.3. Риски инвестирования в ПИФ	58
Глава 3. Роль паевых инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг	70-90
3.1. Роль и преимущества организации деятельности паевых инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг	70
3.2. Способы снижения рисков в деятельности паевых инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг	76
3.3. Инвестиционные портфели ПИФов и методы по повышению эффективности управления фондами на рынке ценных бумаг	83
Заключение	91
Литература	93
Xülasə	95
Summary	96

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Рост экономики любой страны невозможен без долгосрочных инвестиций. Банковские кредиты носят характер краткосрочного финансирования, являются дорогим и труднодоступным источником для большинства предприятий и не могут рассматриваться как источник долгосрочных вложений в модернизацию оборудования и организацию нового производства.

Поэтому одной из главных задач является создание механизмов долгосрочного инвестирования аккумулированных средств физических лиц, которые используются как долгосрочный источник инвестиционными фондами. Следует отметить, что средства страховых компаний, также являющиеся долгосрочным источником в развитых странах, в настоящее время используются также ограничено, поскольку на страховом рынке преобладают краткосрочные вложения.

Актуальность темы исследования обусловлена тем, что в условиях, когда частные инвесторы нуждаются в доходных и надежных инструментах размещения своих сбережений, а предприятиям необходимы дополнительные инвестиции и формирование рынка коллективных инвестиций должно стать тем локомотивом, который выведет частные сбережения и вовлечет их в инвестиционный процесс через формирование фондов под руководством профессионалов рынка, способных эффективно разместить средства мелких инвесторов, и обеспечить приемлемый уровень дохода на вложенный капитал. В современных условиях развития экономики полнота аккумуляции свободных денежных средств населения может стать самостоятельным фактором экономического роста.

Предмет и объект магистерской диссертации. Предметом исследования является денежные, правовые, информационные и организационные взаимоотношения, возникающих в процессе формирования, использования и

управления денежными ресурсами инвестиционных паевых фондов. **Объектом** исследования явились паевые инвестиционные фонды как субъекты института коллективных инвестиций на рынке ценных бумаг.

Теоретические и методологические основы исследования. Методология магистерской диссертации основана на принципах системном подходе к исследованию проблем функционирования паевых инвестиционных фондов, их надежности и доходности. Теоретической основой диссертации явились труды отечественных и зарубежных ученых по проблемам фондового рынка, деятельности институциональных инвесторов, денежной устойчивости и эффективности, а также материалы научных конференций и публикации в периодических изданиях.

Научная новизна диссертации заключается в том, что на основе комплексного анализа деятельности инвестиционных фондов разработаны рекомендации по совершенствованию механизма управления, повышению надежности и доходности паевых инвестиционных фондов.

1. В работе исследованы особенности функционирования паевых инвестиционных фондов по сравнению с другими институтами коллективных инвестиций и уточнена их классификация в зависимости от сроков и условий погашения паев, направлений инвестирования денежных средств, величины совокупных чистых активов, уровня доходности
2. Уточнены понятие рынка коллективных инвестиций и перечень его элементов, таких как источники коллективных инвестиций, инструменты их вложения, специализированные институты коллективного инвестирования и их инфраструктура
3. Конкретизирован институциональный состав участников рынка коллективного инвестирования, в том числе особенности инфраструктуры коллективного инвестора; на основе исследования зарубежного опыта функционирования паевых инвестиционных фондов сформулированы их принципиальные отличия от других форм коллективного инвестирования.

Практическая значимость магистерской диссертации заключается в возможности использования основных обобщений, выводов и конкретных рекомендаций при принятии решений по обеспечению эффективности деятельности паевых инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг совершенствованию механизма управления средствами корпоративных и частных инвесторов. Реализация разработанных в диссертации предложений по повышению надежности и доходности институтов коллективных инвестиций будет содействовать инвестиционной активности в республике, обеспечению высоких и стабильных доходов инвесторам, оптимизации процессов управления инвестиционными фондами.

Объем и структура диссертации. Магистерская диссертация состоит из 94 страниц и имеет следующую структуру: введение, три главы, девять параграфов, выводы и предложения и список литературы.

В первой главе исследуются экономическая суть коллективных инвестиций, освещаются основные особенности паевых инвестиционных фондов и основные направления зарубежного опыта по деятельности паевых фондов.

Во второй главе проанализировано формирование института паевых инвестиционных фондов, выделены факторы, оказывающие влияние на развитие паевых фондов, изучены вопросы по деятельности и структуре паевых инвестиционных фондов

Третья глава посвящена рассмотрению проблем повышения эффективности управления средствами паевых инвестиционных фондов: оценке качества управления денежными ресурсами и совершенствованию управления ими на рынке ценных бумаг.

В заключении обобщены важнейшие научно-теоретические выводы и практические рекомендации по результатам проведенного исследования.

ГЛАВА 1. ПАЕВЫЕ ИНВЕСТИЦИИ ФОНДА - СЕГМЕНТ КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

1.1. Экономическая природа и виды коллективных инвестиций

Инвестиции как экономическая категория выполняют различные функции, без которых невозможно функционирование любого субъекта денежной системы (государства, предприятий и организаций). Особенно велика роль инвестиций на макроуровне, поскольку они служат основой для:¹

- осуществления политики расширенного воспроизводства;
- ускорения научно-технического прогресса, повышения конкурентоспособности отечественных товаров;
- обеспечения обороноспособности государства;
- структурной перестройки общественного производства и сбалансированного развития всех отраслей;
- снижения уровня безработицы;
- выравнивая уровней развития регионов страны;
- реализации социальных программ;
- обеспечения охраны природной среды и др.

Таким образом, инвестиции необходимы для стабилизации экономики, увеличения темпов роста экономики. Длительный период спада производства в стране - это результат резкого снижения инвестиций, ведь сегодняшние инвестиции являются основой для состояния экономики в будущем.

Не менее значимы инвестиции и на микроуровне, поскольку способствуют расширению и развитию производства; повышению качества выпускаемой продукции (работ, услуг) за счет приобретения более совершенного оборудования; улучшению условий и повышению безопасности труда; оптимизации издержек и, в конечном итоге, увеличению прибыли.

¹ Рынок ценных бумаг. Учебное пособие. Под ред. проф. В.С. Золотарева. Р /Д. 2000.

Инвестиционная деятельность любого субъекта характеризуется с помощью совокупности показателей:

- общего объема инвестиций;
- доли инвестиций в валовом внутреннем продукте;
- доли реальных инвестиций в общей сумме инвестиций;
- общей величины реальных инвестиций и проч.

О масштабах инвестиционной деятельности можно судить и на основе данных о величине национального дохода, валового национального продукта и валового внутреннего продукта; производительности труда и др.

Инвестиционная деятельность в государстве осуществляется в том случае, если совпадают между собой инвестиционный спрос и предложение.

Инвестиционное предложение представляет собой набор объектов инвестирования - объекты недвижимости, ценные бумаги, оборотные средства и др. Инвестиционный спрос означает намерение юридического или физического лица направить имеющиеся у него временно свободные денежные средства на приобретение какого-либо объекта инвестирования.

В зависимости от критерия осуществления инвестиций инвесторов можно подразделить на:

- стратегических;
- портфельных;
- спекулятивных;
- некомпетентных.

Стратегические инвесторы приобретают крупные пакеты ценных бумаг для закрепления права собственности определенным предприятием, участия в управлении и контроле предприятия-эмитента и др. Доходность фондовых ценностей их интересует в меньшей степени, главная задача таких вложений - возможность принятия решений, контроль над предприятием, сегментом рынка или отрасли. При этом приобретается, как правило, Портфельные инвесторы заинтересованы в совокупной доходности ценных бумаг.

Портфельных инвесторов в зависимости от сочетания государственных и негосударственных ценных бумаг можно подразделить на робких, умеренных и агрессивных. Робкий инвестор формирует свой портфель в основном за счет государственных ценных бумаг (доля которых более 70%), у умеренного инвестора, стремящегося к получению стабильного дохода при минимальном риске, примерно равное соотношение государственных и негосударственных ценных бумаг, тогда как в портфеле агрессивного инвестора преобладают негосударственные ценные бумаги (причем наиболее доходные и рискованные корпоративные ценные бумаги, удельный вес которых превышает 70%).

1

Существует два подхода управления портфелем ценных бумаг: активный и пассивный. При пассивном портфеле инвестор приобретает разнообразные денежные активы, различающиеся сроком обращения, доходностью и рискованностью, и хранит их длительный период времени, ориентируясь на средний уровень дохода. Активное управление портфелем предполагает приобретение ценных бумаг и владение ими до тех пор, пока они являются прибыльными, затем структура портфеля пересматривается и корректируется.

Спекулятивные инвесторы приобретают ценные бумаги только для последующей продажи через определенный промежуток времени. Эти инвесторы стремятся получить максимальную прибыль за короткий промежуток времени. Для осуществления своей стратегии им приходится приобретать довольно рискованные акции создаваемых компаний.

Некомпетентные инвесторы приобретают ценные бумаги бессистемно, приобретая те или иные ценные бумаги по совету знакомых и проч.

¹ В.А.Лялин. Ценные бумаги и фондовая биржа. М., 2000

В зависимости от участников инвесторы на вторичном рынке подразделяются на индивидуальные и институциональные. К индивидуальным инвесторам относятся:

- промышленные предприятия;
- физические лица;
- брокерские фирмы, играющие на свои деньги;
- банки.

Институциональные (коллективные) инвесторы, играющие наиболее значимую роль на фондовом рынке, представлены:

- инвестиционными банками, компаниями и фондами;
- пенсионными фондами;
- страховыми компаниями;
- паевыми инвестиционными фондами и фондами взаимных вложений.

Все инвесторы также классифицируются по категориям в зависимости от размера капитала; частоты совершаемых операций, опыта работы на рынке, количества доступных рынков и проч.

По размеру капитала инвесторы подразделяются на:

- мелких (к мелким относят инвесторов с капиталом от 100 до 5000 дол. США);
- средних (капитал которых составляет от 5 до 100 тыс. дол. США);
- крупных (капитал которых превышает 100 тыс. дол.США).

По частоте совершаемых операций выделяют три категории инвесторов:

- совершаемых сделки редко (не более 1 -2 сделок в течение месяца);
- совершаемых сделки часто (от 5 до 100 сделок в день);
- совершаемых сделки со средней интенсивностью (не менее 1 сделки в неделю).

Коллективные инвесторы мобилизуют денежные средства юридических и физических лиц и инвестируют их в различные денежные активы.

Данные инвесторы обладают всеми преимуществами: являются крупными, опытными, обладающими разнообразной информацией, совершают сделки часто, владеют техническим и фундаментальным анализом, способны работать на рынках всех видов ценных бумаг и грамотно прогнозировать тенденции изменений и др.

Что касается страховых компаний, то из-за несовершенства законодательной базы и низкой платежеспособности юридических и физических лиц, незаинтересованности страхователей осуществлять долгосрочные виды страхования (страхование жизни, на дожитие до определенного возраста) их возможности используются пока недостаточно.

Операции инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг значительно шире, чем остальных коллективных инвесторов - эмиссия и размещение собственных акций, осуществление операций с ценными бумагами других эмитентов. Однако существует множество ограничительных условий для инвестиционных фондов, которые не имеют право:

- осуществлять иные инвестиции, кроме инвестиций в ценные бумаги;
- приобретать более 5% акций одного эмитента по номинальной стоимости;
- инвестировать более 15% своих чистых активов в ценные бумаги одного эмитента;
- инвестировать средства в ценные бумаги аффилированных лиц фонда (учредителей, акционеров, депозитария);
- выпускать долговые обязательства;
- совершать залоговые операции;
- приобретать акции других инвестиционных фондов;
- выдавать гарантии и проч.

Количество учредителей инвестиционных фондов должно быть не менее одного, причем учредителями могут являться фонды имущества, но их доля не должна превышать 5% уставного капитала фонда. Уставный капитал

инвестиционного фонда должен быть оплачен в течение 30 дней после государственной регистрации фонда. Взносы учредители могут осуществлять в денежной форме, ценными бумагами, недвижимым имуществом.

Доходы инвестиционного фонда составляют дивиденды по акциям и проценты по облигациям (которые представляют основную часть дохода), а также доходы от осуществления операций с ценными бумагами.

Инвестиционные фонды могут быть классифицированы в зависимости от различных критериев:

- целей;
- видов ценных бумаг;
- отраслей;
- регионов.

Доходы инвестиционных фондов формируются за счет дивидендов по акциям и процентам по облигациям (государственным и корпоративным).

Учитывая, что инвестиционные фонды не имеют права создавать резервные и специальные фонды, то после уплаты налогов и обязательных платежей, выплаты комиссионного вознаграждения управляющему (5-8% среднегодовой стоимости активов баланса фонда) и депозитарию, оставшаяся чистая прибыль используется на увеличение уставного капитала и выплату дивидендов акционерам.

Инвестиционные фонды бывают акционерными, чековыми и паевыми.

Акционерный инвестиционный фонд имеет право выпускать собственные акции, причем фондам разрешается осуществлять эмиссию только обыкновенных акций, дивиденды по которым выплачиваются только из чистой прибыли.

Чековый инвестиционный фонд создавался для мобилизации ваучеров (приватизационных чеков), которые выдавались физическим лицам при приватизации государственной собственности и на которые приобретались ак-

ции различных компаний на чековых аукционах или инвестиционных конкурсах.

Среди коллективных инвесторов в настоящее время наибольшую роль играют паевые инвестиционные и пенсионные фонды, способные привлекать «длинные» деньги, в первую очередь физических лиц. Пенсионным и паевым инвестиционным фондам присущи общие черты:

- мобилизуют средства мелких и средних инвесторов;
- фонды не могут объединять свою деятельность с другими функциями;
- инвестирование средств фондов осуществляется специальными управляющими;
- инвестору гарантируется возврат только части вложенных средств (первоначально внесенного пая, размера базовой части трудовой пенсии).

Каждый из инвестиционных посредников имеет свои особенности. Так, инвестиционный фонд работает и с юридическими, и с физическими лицами, клиентами пенсионных фондов (получателями денежных средств) являются только физические лица; структура вложений паевых фондов определяется декларацией фонда; паевые фонды, не будучи юридическими лицами, не являются плательщиками налога на прибыль; денежные ресурсы пенсионных фондов включают в себя как собственные, так и заемные, тогда как паевые фонды оперируют заемными ресурсами. Кроме того, инициатором вложений средств в паевые инвестиционные фонды являются сами юридические и физические лица; тогда как инвестировать средства в пенсионные фонды физические лица обязаны (они имеют только право выбора государственного или негосударственного фонда, управляющего их денежными средствами).

Инвестиционные сбережения — это особый вид сбережений, не предназначенный на потребительские нужды. Главная цель таких сбережений - инвестирование в приносящие доход активы. Сбережения этого вида аккумулируются сверх тех необходимых сбережений, которые используются на

потребительские цели. Размер таких сбережений зависит от общего уровня жизни общества, уровня доходов его граждан. Большинство сбережений такого вида вкладываются в различные ценные бумаги, в том числе акции, и могут быть краткосрочными и долгосрочными.

При этом следует иметь в виду, что розничный инвестор расходует собственные деньги, а институциональный - деньги, так или иначе полученные от розничных инвесторов. Каждый инвестор преследует на рынке ценных бумаг конкретные цели, отражающие его денежные возможности, представление о риске и другие личные обстоятельства. Чаще всего такими целями являются: 1) сохранность капитала в его первоначальном размере; 2) получение высокого и устойчивого дохода; 3) приумножение капитала; 4) ликвидность. Обычно инвестор ставит перед собой одну основную цель и несколько дополнительных. Безусловно, розничные владельцы инвестиционных ресурсов могут напрямую инвестировать их в предприятия. Однако для эффективного приложения капитала необходимо уметь, во-первых, принимать правильные решения, во-вторых, - делать это вовремя. Следует признать, что достаточно неоднородная и неоднозначная ситуация на денежных рынках не позволяет абсолютному большинству обладателей инвестиционных ресурсов, которые не имеют достаточных знаний и опыта, постоянно проводить адекватный мониторинг складывающейся экономической ситуации и принимать верные решения. Поэтому движение денежных ресурсов между инвесторами и получателями инвестиций, как правило, осуществляется через институты денежного посредничества.

Таким образом, на сегодняшний день роль денежных посредников в организации инвестиционного процесса находится на достаточно низком уровне. Это обуславливается низким уровнем сбережений населения (что связано с низким уровнем дохода на душу населения, основная часть которого направляется на потребление); неразвитостью денежной системы

страны, как совокупности денежных рынков, институтов и инструментов; недоверием населения к институтам денежного посредничества.

Удовлетворять всевозможным целям сбережений должны различные формы коллективных инвестиций.

Таким образом, потребность в коллективном инвестировании рождена тем, что традиционные денежные инструменты оказываются недоступны мелким инвесторам из-за высокой цены, сложностей работы с ними или нежелания эмитентов и посредников работать с небольшими сделками. Инфраструктура рынка многих долговых обязательств государства устроена так, что участникам этого рынка неудобно работать со средствами мелких инвесторов, а часть государственных ценных бумаг просто не предназначена для инвестирования со стороны населения.

Актуальность коллективного инвестирования связана также с тем, что для снижения риска инвестора любой инвестиционный портфель следует разнообразить. Однако небольшие портфели практически невозможно качественно диверсифицировать. Один или несколько человек не в состоянии купить даже минимальный лот на инвестиционном конкурсе или у крупной брокерской компании. Однако за счет объединения средств тысяч мелких инвесторов возможно формирование «коллективного» покупателя или продавца. Кроме того, доходы инвесторов во многом зависят от грамотного управления капиталом. А для управления объединенным капиталом можно нанять квалифицированных специалистов. Причем, успехи самих коллективных инвесторов в консолидации средств мелких собственников, профессионального управления активами и диверсификации риска существенно зависят от зрелости денежного рынка, развитости его инфраструктуры.

Изучение опыта стран, где преимущества различных форм коллективного инвестирования не вызывают сомнений, позволяет сделать следующие выводы. Прежде всего, от развития коллективных инвестиций выигрывает все население, поскольку с их помощью увеличится приток капиталов-

вложений в экономику, что создаст условия для экономического роста. Вырастут и налоговые поступления, а значит - улучшится финансирование социальных программ и бюджетных организаций. Возрастет спрос на государственные ценные бумаги при одновременном снижении цены заимствования.

Кроме того, расширятся возможности граждан сохранять и приумножать свои сбережения, что само по себе способно защитить их интересы и повысить доверие к рыночной экономике. На экономическом развитии страны положительно скажется и обострение конкурентной борьбы коллективных инвесторов и коммерческих банков за деньги населения - денежные ресурсы станут доступнее предприятиям. Кроме того, повышение цен на акции предприятий позволяет миллионам собственников - акционеров не только сохранить, но и существенно приумножить, свои капиталы.

1.2. Паевые инвестиционные фонды и их особенности

Паевой инвестиционный фонд это форма коллективного инвестирования, при которой средства вкладчиков инвестируются профессиональным управляющим в ценные бумаги, недвижимость и права на нее с целью получения прироста на вложенный капитал. Все инвестиции осуществляются в точном соответствии с правилами и проспектом эмиссии фонда.

Согласно действующему законодательству, ПИФы могут быть открытыми или интервальными. ПИФ признается открытым, если управляющая компания принимает на себя обязанность осуществлять выкуп выпущенных ею инвестиционных паев по требованию инвестора в срок, установленный правилами ПИФа, но не превышающий 15 рабочих дней с даты предъявления требования. ПИФ признается интервальным, если управляющая компания принимает на себя обязанность осуществлять выкуп выпущенных ею инвестиционных паев по требованию инвестора в срок, установленный правилами ПИФа, но не реже одного раза в год. Таким образом, принципиальное отличие открытых фондов заключается в большей степени ликвидности инвестиционного пая и заведомо более низком уровне риска для пайщика, в особенности в условиях нестабильной рыночной конъюнктуры.¹

В ПИФе средства мелких вкладчиков объединяются в крупные суммы и передаются в управление специалистам управляющей компании. При грамотном управлении имуществом ПИФа стоимость активов фонда растет, соответственно растет и стоимость пая (в противном случае - снижается). Продав пай по новой цене, инвестор, соответственно, получает доход или терпит убыток. Управляющая компания на свои нужды получает лишь небольшой процент от стоимости активов, все остальное принадлежит инвесторам.

Вся организационная структура ПИФов, представляющая собой группу независимых друг от друга компаний, создана таким образом, чтобы избежать любых возможных злоупотреблений со стороны управляющей

¹ Фобозци Фрэнк Дж. Управление инвестициями. М.: Инфра-М, 2000.

компании. Такая структура, а также жесткий контроль со стороны государства в лице ФКЦБ, строгие требования, предъявляемые к отчетности, обеспечивают наибольшую "прозрачность" всей деятельности ПИФов по сравнению с другими формами коллективного инвестирования.

Основные участники ПИФов и их функции следующие:

- 1) управляющая компания: управление имуществом фонда, размещение и выкуп паев;
- 2) специализированный депозитарий: хранение имущества, осуществление контрольных функций за законностью действий управляющей компании по отношению к имуществу фонда и правильностью расчета стоимости чистых активов и инвестиционного пая;
- 3) аудитор: проверка правильности бухгалтерского учета и отчетности фонда и управляющей компании, расчета стоимости чистых активов и стоимости инвестиционного пая;
- 4) независимый оценщик: оценка части имущества, которая не имеет котировки;
- 5) регистратор: ведение реестра владельцев паев;
- 6) агенты: размещение и выкуп паев фонда.

Такая структура традиционна во всем мире и позволяет снизить риск возможных злоупотреблений со стороны какого либо из ее участников. В связи с этим доверие населения к данному институту денежного рынка неуклонно растет.

Даже поверхностный сравнительный анализ, представленный выше, позволяет выделить общие черты у паевых инвестиционных фондов и иных форм коллективного инвестирования, в частности общих фондов банковского управления.

Указанные институты коллективного инвестирования характеризуются следующими признаками:

- денежные средства привлекаются преимущественно в форме размещения ценных бумаг (в том числе продажи инвестиционных паев) либо

заключения договоров (страхования, депозитных или на управление активами);

- размещение привлеченных ресурсов осуществляется в форме инвестирования привлеченных средств в ценные бумаги, депозиты, недвижимость и иные активы, рыночная стоимость которых способна расти и приносить доход (в форме дивидендов, процентов, прибыли от перепродажи и т.д.);

- полученные доходы распределяются между участниками схем коллективного инвестирования в соответствии с условиями заключенных договоров.

Следует также отметить, что коллективные инвесторы имеют ряд общих принципов организации их деятельности:

- лица, предоставляющие свои денежные средства финансовому посреднику (управляющему), сами несут риски, связанные с инвестированием;

- управляющий объединяет средства многих лиц (как физических так и юридических), обезличивая отдельные взносы в едином денежном пуле и усредняя тем самым указанные риски для участников коллективной инвестиционной схемы;

- в отличие от ряда традиционных форм инвестирования (банки, страховые компании) схемы коллективного инвестирования не предполагают обещания заранее оговоренных фиксированных выплат;

- инвестор, участвующий в коллективных инвестиционных схемах, осведомлен о направлениях инвестирования собранных средств и имеет в связи с этим возможность выбрать ту схему (форму) инвестирования, которая в наибольшей степени соответствует его инвестиционным предпочтениям.

В то же время, необходимо выделить характерные особенности ПИФов, отличающие их от других коллективных инвесторов, в частности, от акционерного инвестиционного фонда, а также от вложений в банковские депозиты.

Следует также провести сравнительный анализ двух наиболее популярных форм размещения мелких накоплений населения - инвестиционного пая и банковского депозита. По сравнению с банковским депозитом, инвестиционный пай является, пожалуй, более рискованным инструментом. Приобретение инвестиционного пая от открытия депозита в банке отличается, с одной стороны, существенно меньшим уровнем гарантии возврата вложенных денежных средств. По депозитному договору банк обязуется возратить принятую от вкладчика сумму и выплатить на нее определенные проценты. Помешать этому может только банкротство самого банка.

Когда инвестор передает свои деньги в доверительное управление (приобретает инвестиционные паи), управляющая компания не берет на себя обязательство вернуть ему уплаченные за паи деньги и выплатить доход.

Инвестор, решив приобрести паи того или иного фонда, конечно, рассчитывает вернуть свои деньги с приростом. Но действует он при этом на собственный страх и риск.

С другой стороны, вложения в ПИФы имеют повышенный риск, однако и потенциально более высокую доходность, поскольку все, что фонд "заработает" (за вычетом расходов на управление), становится собственностью владельцев паев. А банк независимо от того, сколько денежных средств он прирастил, пользуясь вкладами клиентов, выплатит им не более оговоренной ставки.

К тому же каждый коммерческий банк часть своих активов должен направлять в фонд обязательных резервов. Тем самым надежность вкладов повышается, но деньги из оборота банка отвлекаются. В ПИФе все деньги пайщиков включаются в оборот, поскольку его управляющая компания освобождена от такой необходимости.

Кроме того, банк как собственник денежных средств, полученных от вкладчиков, вправе распоряжаться ими по своему усмотрению и использовать для обеспечения собственных обязательств. Управляющая

компания ПИФа может использовать средства фонда для обеспечения исполнения только тех своих обязательств, которые связаны с доверительным управлением имуществом ПИФа (но не более 10% стоимости: чистых активов). Она обязана действовать в интересах владельцев паев.

Выбор между ПИФом и банком зависит от предпочтений и типа инвестора. Консервативный инвестор, скорее всего, поместит деньги в банк, стремясь обеспечить их сохранность и ликвидность, соглашаясь на более низкую доходность. А агрессивный инвестор рискнет в случае неудачи потерять часть своих вложений и купит паи разных ПИФов, рассчитывая на повышенную доходность. Конечно, возможен и смешанный вариант.

Группы фондов акций, фондов смешанных инвестиций и фондов облигаций неоднородны. Внутри них можно выделить подгруппы, для которых соотношение дохода и риска тоже будет различаться.

Фонды акций. Еще совсем недавно практически все фонды, вкладывающие средства пайщиков в акции, можно было смело называть фондами, которые инвестируют в наиболее торгуемые акции на рынке таких. Некоторые фонды остаются такими и сейчас.

Основными объектами для инвестирования являются ценные бумаги и недвижимость. При этом нужно отметить, что инвестированием средств пайщиков в ценные бумаги ПИФы занимаются с момента их создания. А возможность вкладывать средства в недвижимость появилась не так давно.

Как известно, основными разновидностями ценных бумаг являются акции и облигации. Соответственно те фонды, которые вкладывают большую часть средств в акции, называются фондами акций, а те, которые инвестируют преимущественно в облигации, — фондами облигаций.

Это важно иметь в виду при выборе паевого фонда.

Смешанные фонды могут осуществлять наиболее гибкую стратегию инвестирования, и не случайно, что открытых и интервальных смешанных

фондов создано больше, чем фондов акций и фондов облигаций, не говоря уже о других разновидностях ПИФов.

Акции и облигации имеют разные доходность и риск. Цены акций изменяются гораздо сильнее, чем цены облигаций. Потенциально покупка акций может принести гораздо больший доход, чем покупка облигаций, но она несет и больший риск.

В полной степени эти важные закономерности относятся и к паевым фондам, инвестирующим в данные инструменты: фонды акций более доходны и более рискованны, фонды облигаций соответственно менее рискованны, но и менее доходны по сравнению с фондами акций.

Легко догадаться, что фонды смешанных инвестиций занимают промежуточное положение между фондами акций и фондами облигаций.

Однако все больший интерес у управляющих вызывают менее ликвидные акции (так называемые акции второго эшелона), поскольку потенциал их роста выше, чем у голубых фишек. Акции второго эшелона все в большей степени включаются в портфели паевых фондов, и даже начинают появляться фонды акций второго эшелона, целиком ориентированные на такие акции.

Управляющий фондом может прийти к выводу, что та или иная отрасль имеет больший потенциал роста по сравнению с остальными, и создать фонд, который будет инвестировать:

- в акции телекоммуникационных компаний, или
- в акции компаний топливно-энергетического комплекса, или
- в акции предприятий электроэнергетики, или
- в акции компаний денежного сектора.

На Западе очень распространено деление фондов в зависимости от размера компаний, в которые они инвестируют. Соответственно выделяются фонды, инвестирующие в компании с большой, средней или малой капитализацией.

Отраслевые фонды, образно говоря, складывают все яйца в одну отраслевую корзину, вместо того чтобы разложить их по разным. Соответственно при благоприятной ситуации для данной отрасли рост стоимости пая отраслевого фонда окажется выше, чем в среднем по всему рынку акций. Разумеется, отраслевые фонды тем самым подвержены и большим рискам, так что пайщики таких фондов должны четко это понимать.

Можно ожидать, что с выходом на фондовый рынок предприятий иных отраслей будут появляться и новые отраслевые фонды акций.

Менее рискованную нишу среди фондов акций призваны занять так называемые *фонды привилегированных акций*. Здесь замысел управляющих заключается в том, что при инвестировании в акции с относительно большими дивидендными выплатами можно снизить риски падения их стоимости. Правда, нужно заметить, что управляющим этими фондами пока не удается сформировать портфели целиком из привилегированных акций, им приходится включать в них и обыкновенные акции.

Фонды облигаций. Среди фондов облигаций также возможна специализация. Например, есть фонды, которые инвестируют только в государственные облигации. Есть и такие, которые, наоборот, специализируются на корпоративных облигациях.

Крайними с точки зрения возможного риска среди фондов облигаций являются те, которые инвестируют в так называемые мусорные, или бросовые, облигации, т. е. облигации предприятий с плохим финансовым положением, которые могут отказаться выполнять свои обязательства.

Фонды смешанных инвестиций. Здесь, естественно, можно выделить более консервативные и более агрессивные фонды. Более консервативные — это те фонды, которые большую часть средств вкладывают в облигации. В таких фондах доля акций в портфеле которого не превышает 30%, тогда как 70% портфеля инвестируется в облигации. При противоположном случае, все

наоборот — 70% портфеля вкладывается в акции, а в облигации — не более 30%.

Некоторое время назад среди фондов смешанных инвестиций можно было выделить фонды отраслевой направленности. Помимо фондов акций, облигаций и смешанных инвестиций есть и некоторые другие разновидности паевых фондов.

Прежде всего, стоит сказать об индексных фондах. По сути, это паевые фонды, структура активов которых привязана к тому или иному фондовому индексу. Фондовый индекс — это способ показать в обобщенном виде динамику (рост или падение) всего рынка ценных бумаг (или какого-нибудь его сектора). Важно не само значение индекса, а его изменение с течением времени. Оно позволяет следить за изменением стоимости не какой-то одной ценной бумаги, а всего рынка акций или облигаций данной страны (или отдельного сектора). Большинство индексных ПИФов — это фонды акций.

Индексные фонды являются пассивно управляемыми, т. е. управляющему не нужно ломать голову, какие акции ему стоит купить, а какие — продать. Он просто должен следить за тем, чтобы структура портфеля соответствовала структуре индекса. Следовательно, не требуются расходы на дорогую аналитику, производится меньше покупок и продаж ценных бумаг, а если расходы управляющей компании существенно меньше, то можно снизить размер вознаграждения.

Размер вознаграждения управляющей компании для индексных фондов варьирует от 0,3 до 1,5%. А для фондов акций средний размер вознаграждения УК составляет 3,24% для открытых фондов и 3,36 - для интервальных.

На длительном промежутке времени более низкие издержки серьезно улучшают результаты работы фонда. Мировой опыт показывает, что в долгосрочной перспективе индексные фонды имеют преимущество перед активно управляемыми: большинству взаимных фондов на длительных периодах не удается сработать лучше индекса. А если побить индекс так

трудно, то не лучше ли просто вложить в него деньги? Поэтому в мировой практике индексные фонды очень популярны. Однако инвестору такого фонда надо иметь крепкие нервы, чтобы спокойно переживать падение стоимости его паев во время падения рынка. Ведь при падении рынка индексный фонд обязан падать вместе с ним. Это неприятно для любых инвесторов.

Следовательно, индексные фонды стоит выбирать тем инвесторам, которые собираются вкладывать деньги не менее чем на 2-3 года, а желательно и больше.

Поскольку изменение цены паев индексных фондов отражает изменение ситуации на рынке в целом, то пайщику очень легко получать аналитические материалы ведь любая инвестиционная компания готовит обзоры рынка и публикует свои прогнозы.

Еще одной разновидностью паевых фондов, о которой пока не было речи, являются **фонды денежного рынка**. Это фонды, которые не менее 50% своих активов должны держать на депозитах, остальное же инвестируется в облигации, причем, как правило, в краткосрочные. Это делает фонды денежного рынка еще менее рискованными, чем фонды облигаций. Но, конечно, они и менее доходны.

Управляющие считают, что доходность по фондам денежного рынка должна примерно соответствовать процентной ставке по банковским вкладам. Так зачем же инвестору нужен такой фонд? Фонд денежного рынка обладает одним большим преимуществом по сравнению с банковским вкладом. Если вкладчик банка не может досрочно снять основную сумму со своего срочного вклада без потери процентов, то в паевом фонде пайщик в любой рабочий день может погасить пай без потери дохода.

Существуют также паевые фонды, которые инвестируют в пай других ПИФов. Они называются **фонды фондов**.

Задачей управляющих такими фондами является отбор лучших из существующих ПИФов. Но поскольку история их работы пока очень коротка, трудно сказать, насколько успешно они смогут справиться с этой задачей.

Фонды фондов — популярный инструмент на западном рынке. Их развитие особенно активизировалось в конце 1990-х гг. на фоне поиска альтернативных инвестиционных стратегий. Более 10% частных сбережений американцев сосредоточено в данном секторе коллективных инвестиций, а большинство европейцев, впервые выходящих на фондовый рынок, выбирают именно фонды фондов.

Западный опыт показывает, что выигрывают те фонды фондов, которые и сами имеют низкие издержки, и покупают в свой портфель паи ПИФов также с низкими издержками.

Фонд фондов — новый для российского рынка паевых фондов продукт, который позволяет пайщикам одновременно доверить свои сбережения фактически целому ряду управляющих компаний, показывающих наилучшие результаты в своих сегментах рынка ПИФов. Это дает пайщику возможность вне зависимости от размера вложений достичь максимальной их диверсификации и снизить риски через увеличение числа стратегий, видов активов и управляющих.

Справедливости ради надо заметить, что помимо паев других ПИФов фонды фондов могут инвестировать часть активов и в акции. Например, в Российской практике в активах «Первого фонда фондов» (УК «Максвелл Эссет Менеджмент») паи ПИФов в разное время занимали от 25 до 77%, акции — от 8 до 35, денежные средства — от 2 до 51% (не считая начального периода работы фонда, когда денежные средства преобладали).

Теперь мы можем перейти к паевым **фондам недвижимости**. Из названия понятен объект их инвестирования. Нужно заметить, что в последние годы инвестирование в недвижимость именно как в финансовый актив, т. е. для получения дохода, а не для использования ее самим собственником по

прямому назначению, приобретает все большую популярность. Не только юридические лица и сверхбогатые граждане, но и «средний класс» с удовольствием вкладывает средства в такое имущество, которое способно и приносить регулярный доход (сдача квартир в аренду), и устойчиво расти в цене.

Не все частные инвесторы могут вкладывать в недвижимость суммы, сопоставимые со стоимостью целых квартир, большинство готовы вкладывать эквивалент нескольких тысяч или даже нескольких сотен долларов. Помимо большей доступности по сумме инвестирования инвестиции в недвижимость через ПИФы менее рискованны для частных лиц в силу большего контроля за их деятельностью со стороны государственного регулирующего органа.

Именно для таких инвесторов надежным инструментом приумножения средств и должны стать ПИФы недвижимости.

Среди паевых фондов недвижимости тоже существуют различные разновидности. Прежде всего, можно выделить *рентные* фонды, т. е. те, которым принадлежат офисы, бизнес-центры и т. д. и доходом которых является арендная плата. Другие фонды недвижимости зарабатывают на строительстве объектов недвижимости. При этом возможна специализация на жилой либо нежилой недвижимости, среди жилой - массовая застройка или элитная, городская или коттеджная.

1.3. Основные направления зарубежного опыта функционирования паевых фондов

Паевые инвестиционные фонды не являются изобретением, они имеют аналоги в зарубежных странах. Так, специалисты при разработке нормативных актов о ПИФах использовали опыт законодательства целого ряда государств в этой области, в частности: Германии, Франции, Великобритании, Швейцарии, Чехии и Словакии, а также директивы Совета ЕЭС.¹

В целях выработки взвешенной аргументации в процессе выделения специфических отличий паевых фондов, рассмотрим несколько подробнее мировой опыт в данной сфере.

В США имеется три типа инвестиционных компаний (фондов):

- компании сертификатов с номинальной стоимостью (face - amount certificate companies);
- паевые инвестиционные трасты (unit investment trusts);
- компании управленческого типа (management companies).

Первые привлекают средства мелких вкладчиков, гарантируя им возврат вложенной суммы и выплату процентов путем выпуска долговых обязательств. Как правило, инвестиции осуществляются под залог недвижимости. В настоящее время подобных компаний осталось очень мало.

Компании второго типа продают доли (паи), вкладывая вырученные средства в ценные бумаги. В таких компаниях отсутствует необходимость в совете директоров и профессиональных управляющих, так как инвестиционный портфель фиксирован с самого начала. В 60-70-е гг. для инвестиций в муниципальные ценные бумаги было организовано большое количество подобных трастов. Инвесторам перечислялся доход; при погашении облигаций выплачивалась вложенная сумма, а траст самоликвидировался.

¹ Аббасов А.М. Долговой рынок Азербайджана. Баку - 2002

Наиболее многочисленны компании управленческого типа. Эти компании вкладывают свои средства в акции, облигации, производные ценные бумаги и в инструменты денежного рынка. Для вкладчиков они привлекательны тем, что могут предложить профессиональное управление ценными бумагами, диверсификацию инвестиционного портфеля и высокую ликвидность при достаточно большой "прозрачности" их деятельности.

Управленческие компании создаются спонсором (управляющей компанией), который, как правило, имеет большой опыт работы на рынке ценных бумаг и способен профессионально управлять коллективными инвестициями.

В США инвестиционные фонды называют альтернативной банковской системой из-за того, что индустрия фондов разрослась до размеров гигантской отрасли управления коллективными инвестициями. Очень часто одна управляющая компания управляет целым семейством фондов различных типов и видов.

Управленческие компании делятся на открытые инвестиционные компании, или взаимные фонды, и закрытые инвестиционные компании, или трасты закрытого типа. Аналогом первых являются паевые инвестиционные фонды, а аналогом последних - акционерные инвестиционные фонды. Деятельность американских инвестиционных компаний регулируется Законом об инвестиционных компаниях 1940 г. Он предусматривает минимальный размер активов для обоих типов инвестиционных компаний в 100 000 долл. США.

Открытые компании (взаимные фонды) имеют право выпускать только обыкновенные акции, доход по которым для инвестора нельзя определить заранее. Он зависит от успешности управления капиталом фонда. Открытые инвестиционные компании обязуются выкупать выпущенные акции у своих акционеров по первому требованию. Таким образом, эти акции могут быть куплены только у компании и проданы ей же. Стоимость акции открытого фонда определяется исходя из стоимости чистых активов, приходящихся на 1

акцию. Под чистыми активами подразумевается весь капитал фонда за вычетом его расходов, которые уже произведены или должны произойти в ближайшее время. Чистая стоимость активов на 1 акцию определяется путем деления чистых активов фонда на количество выпущенных акций. Чистая стоимость активов взаимных фондов рассчитывается, по крайней мере, 1 раз в день. "Уолл Стрит Джорнэл" публикует данные о чистой стоимости активов, приходящейся на акцию взаимных фондов, за предыдущий день.

В США наиболее распространены взаимные фонды, поскольку:

- всегда можно продать фонду его акции;
- в долгосрочной перспективе они продемонстрировали доходность выше, чем на банковских депозитах;
- информация об их деятельности полностью открыта для инвесторов.

Ниже, после общего обзора инвестиционных компаний, мы отдельно более подробно рассмотрим взаимные фонды как институт коллективного инвестирования, наиболее близкий по особенностям организации деятельности к паевым инвестиционным фондам, особенности и перспективы функционирования которых являются объектом нашего диссертационного исследования.

Закрытые компании (трасты закрытого типа) не обязаны выкупать свои акции у акционеров. Их можно продать на бирже и внебиржевом фондовом рынке. Поэтому цена на эти акции не рассчитывается компанией, а устанавливается в зависимости от спроса и предложения на рынке. Закрытая компания имеет, право выпускать, кроме обыкновенных акций, облигации и привилегированные акции, процент по которым зафиксирован для инвестора. Для инвестора такие ценные бумаги предпочтительнее в случае, если компания работала не очень успешно и в среднем дивиденды невелики. Тогда владелец привилегированной акции выигрывает по сравнению с другими акционерами. Если же прибыль, фонда, наоборот, высока и дивиденды выплачиваются большие, на доходах владельца привилегирован-

ной акции это не отразится: он получит ровно столько, сколько зафиксировано заранее. Кроме того, привилегированные акции не позволяют участвовать в управлении компанией.

Функционирование закрытых компаний в США имеет долгую историю с периодами взлетов и падений. В начале XX в. закрытые трасты являлись преобладающей формой коллективного инвестирования. Однако во времена "великой американской депрессии" инвесторы таких компаний понесли огромные потери. В результате концепция трастов закрытого типа была предана забвению на многие годы. Популярность закрытых компаний снова повысилась в 80-е годы, когда рынок был на подъеме и приносил закрытым компаниям огромные доходы.

К числу закрытых инвестиционных компаний относится большинство "страновых фондов" - инвестиционных компаний, вкладывающих деньги в ценные бумаги какой-то одной страны. С точки зрения доходности для американцев особенно интересны развивающиеся рынки. Как известно, в развитые страны инвестировать деньги более надежно, чем в развивающиеся, но ожидать высоких доходов в стабильной экономике не приходится. В странах, которые только начинают поднимать свою индустрию, перспективы получения высоких спекулятивных доходов гораздо более радужные, однако сопровождаются повышенным риском (фондовый рынок в настоящее время относится именно к такому типу рынков). То, что с такими странами обычно имеют дело закрытые трасты, неудивительно. Чтобы выкупить акции своих акционеров, открытому фонду приходится продавать часть своих активов, но, если эти активы составляют ценные бумаги страны с нестабильной экономикой, то с этим могут возникнуть серьезные затруднения. Поэтому компания предпочитает не брать на себя такое серьезное обязательство, как обратный выкуп своих акций.

Конечно, и на развивающихся рынках, как правило, существуют сектора с надежными и ликвидными ценными бумагами. Например, в Азер-

байджане - это рынок государственных ценных бумаг. Поэтому для взаимных фондов в любой стране также найдется инвестиционное пространство.

Управленческие компании, как открытые, так и закрытые, могут быть диверсифицированными и недиверсифицированными.

Для повышения надежности инвестиционного фонда его деньги вкладываются в ценные бумаги многих предприятий. Это называется диверсификацией. Диверсификация повышает надежность управленческой компании (фонда), так как если какое-либо предприятие разорилось, то потери компенсируются доходами от других предприятий. Однако при высоком уровне диверсификации фонду уже не приходится рассчитывать на сверхприбыль, поскольку если какое-то одно предприятие принесло очень высокий доход, то его доля в общей сумме дохода по всем предприятиям будет невелика.

Чтобы иметь статус диверсифицированной компании, 75% активов (имущества) компании должно быть инвестировано таким образом, чтобы на долю каждого предприятия приходилось не более 5% активов компании и чтобы компании не принадлежало более 10% голосующих акций предприятия. Не диверсифицированные компании не имеют столь жестких ограничений, поэтому вложения в эти компании более рискованны, однако потенциально они могут принести более высокий доход.

Кроме указанных двух типов инвестиционных компаний в США существуют также так называемые юнит-трасты - своеобразные фонды, структура вложений которых жестко зафиксирована в момент создания и не меняется. Они позволяют гражданам с небольшими сбережениями, объединившись, приобретать большие пакеты ценных бумаг. Это позволяет покупать бумаги дешевле и экономить на издержках по хранению и оформлению сделок. Экономия также достигается за счет отсутствия вознаграждения управляющему.

Как уже говорилось, институты коллективного инвестирования сходны с паевыми фондами тем, что сами выкупают свои акции, а также тем, что стоимость акции фонда определяется на основе чистых активов.

Однако они принципиально отличаются от местных паевых фондов, поскольку являются акционерными обществами. Акционеры имеют право голоса, по вопросам, - связанным с выбором совета директоров, одобрением направлений; инвестиционной политики и одобрением договора с управляющим. По закону 1940 г. в США в совет директоров должно входить по крайней мере 40% директоров, не являющихся; управляющими компании (внешние директора).

Непосредственное руководство фондом возлагается на управляющего - юридическое или физическое лицо, получающее за выполнение своих- услуг вознаграждение, размер которого обычно зависит от чистой стоимости активов фонда. Обычно управляющим является учредитель фонда. Вознаграждение управляющему должно быть указано в проспекте эмиссии и составляет 0,25 -3% от чистых активов (обычно 0,5-1%). Вознаграждение управляющему является основной частью издержек фонда. Отношения с управляющим строятся на основе договора, который, подлежит ежегодному одобрению советом директоров и общим собранием акционеров.

Управляющий может руководить несколькими фондами - в этом случае говорят о "семействе" или группе фондов. В таблицах, приводимых в "Уолл Стрит Джорнэл", все фонды располагаются по названиям управляющих компаний в алфавитном порядке. Чтобы привлечь к себе как можно больше капитала, одна управляющая компания старается создать фонды всех возможных предпочтений.

Выбор инвестора зависит от его предпочтения той или иной степени доходности, надежности и ликвидности. Чем выше доходность, тем ниже надежность. Разным предпочтениям отвечают разные виды ценных бумаг.

Поэтому взаимные фонды классифицируются в зависимости от вида ценных бумаг, в которые они вкладывают средства.

Существуют достаточно жесткие законодательные требования к информационной "прозрачности" фондов. Так, они обязаны ежедневно публиковать данные о стоимости чистых активов.

В Великобритании существуют паевые трасты, подобные американским взаимным фондам, которые также выкупают паи у инвесторов по их требованию и наделены правом постоянно выпускать новые. При этом между американскими и английскими фондами существуют различия, обусловленные тем, что в английских фондах осуществляется доверительное управление имуществом инвестора путем передачи права собственности попечителю, а американские компании создаются в форме акционерных обществ. Несмотря на многообразие паевых трастов в Англии, они не так популярны, как их аналоги в Америке. Большие надежды в этом плане возлагаются на открытые инвестиционные компании, которые недавно начали приходить на смену паевым трастам. Английские специалисты считают, что такими компаниями, проще управлять, и они имеют более понятную для инвесторов структуру ценообразования. Их деятельность регулируется директивой Европейского Союза, а не специфическим английским законодательством.

Если у американцев наиболее популярным способом вложения денег является покупка акций взаимных фондов, или открытых инвестиционных компаний, и, кроме того, распространены закрытые инвестиционные компании, то в Великобритании аналогами первых стали так называемые юнит-трасты (или паевые трасты), а вторых - инвестиционные трасты.

Название "юнит-траст" происходит от английского "юнит", что значит "пай" или "единичный долевого взноса", и от "траст" - "доверять". Другими словами, смысл заключается в том, что инвестор передает в доверительное управление свои денежные взносы. Вкладывая средства в юнит-траст, он получает взамен свидетельство о внесении пая. Цена пая определяется путем

деления общей стоимости ценных бумаг, находящихся в портфеле юнит-траста, на количество выпущенных паев. При повышении спроса управляющие принимают решение о выпуске новых "юнитов". Их можно также выкупать у инвесторов и аннулировать, этим английский юнит-траст напоминает инвестиционную компанию открытого типа (взаимный фонд) в США. Отличие этих учреждений связано с тонкостями юридического права. В Великобритании существует возможность передать право собственности на деньги другому лицу, т.е. после того, как деньги инвестора попадают в юнит-траст, их доверительным собственником становится так называемый попечитель (траста). В США этот принцип не работает, поэтому взаимные фонды имеют форму акционерных обществ. Через покупку акций инвестор сохраняет за собой право собственности на внесенные денежные средства. Что касается юнит-трастов, то эти учреждения освобождены от уплаты налогов на прибыль, но обязаны распределять все полученные доходы после выплаты вознаграждения управляющему. Выплата доходов участникам осуществляется за вычетом подоходного налога (по базовой ставке).

Управление юнит-трастом осуществляется попечителями и управляющими. Задача попечителей - защита интересов инвесторов. В силу традиций число попечителей, которыми обычно являются крупные банки или страховые компании, невелико. Попечитель выполняет функции доверительного собственника ценных бумаг, которыми управляет менеджер.

Существует огромное разнообразие юнит-трастов, ориентированных на разных инвесторов. Одни вкладывают средства только в акции английских компаний, или в акции быстрорастущих компаний США, Европы, Австралии, Японии, стран Дальнего Востока, или в государственные ценные бумаги и т. п., другие занимаются покупкой-продажей только фьючерсов и опционов, инвестированием в недвижимость, варранты, краткосрочные денежные инструменты. Обычно куплю-продажу "юнитов" производят непосредственно управляющие юнит-трастов, которые объявляют цену покупки и

продажи (разрыв достигает 5-7%). Вознаграждение управляющему составляет примерно 0,75% от стоимости активов, но иногда доходит до 2%.

В отличие от юнит-трастов, инвестиционный траст не имеет права постоянно выпускать или выкупать собственные паи. Он имеет постоянный уставный капитал, который может изменяться лишь время от времени в связи с принятием акционерами решения о его увеличении (аналог американской инвестиционной компании закрытого типа). Акции компаний подобного типа имеют котировку на фондовой бирже. Это обычные корпорации, зарегистрированные согласно Закону о компаниях со всеми вытекающими особенностями, характерными для управления корпорациями. Основное отличие от обычных корпораций заключается лишь в том, что если средства последних вложены в машины, оборудование и. пр., то средства инвестиционных трастов - в ценные бумаги.

Как и юнит-трасты, инвестиционные трасты - это также весьма многочисленная группа учреждений, ориентированная на самые различные типы инвесторов.

Постепенно на смену юнит-трастам начинают приходить открытые инвестиционные компании. Полагают, что инвестиции в открытые инвестиционные компании окажутся более популярными, чем в паевые инвестиционные трасты. Управляющие фондами утверждают, что открытыми инвестиционными компаниями легче управлять, а инвесторам легче понять их структуру ценообразования. Правительство пошло на это изменение в связи с тем, что акции этих фондов легче продавать в других европейских странах, поскольку эти инвестиционные инструменты хорошо известны в континентальной Европе. Если паевые трасты действуют по законодательству Великобритании о трастовых компаниях, то открытые инвестиционные компании функционируют в соответствии с Директивой Европейского Союза "О предприятиях коллективного инвестирования в обращающиеся ценные бумаги" от 1985 года. Данная директива была призвана содействовать

распространению схем коллективных инвестиций в странах ЕС, при условии их соответствия установленным минимальным требованиям. Эти требования являются существенной частью законодательства и нормативного регулирования государств-членов, каждое из которых вправе устанавливать более детализированные правила и положения, которые, однако, должны соответствовать указанным минимальным: требованиям и не ограничивать конкуренцию между государствами-участниками.

Также весьма серьезный интерес с точки зрения практической реализации отдельных принципиальных положений представляет политика ФРГ в области коллективных инвестиций.

Инвестиционная сфера экономики Германии весьма специфична по сравнению с другими странами. Это связано с особой ролью банков, которую они в ней играют. Даже те институты, которые предназначены для обеспечения инвестирования посредством рынка ценных бумаг, подчиняются тому же законодательству, что и банки.

В Германии частные инвесторы могут продать или купить ценные бумаги на бирже только через банк, являющийся членом биржи, в связи с тем, что согласно Закону о банках покупка и продажа ценных бумаг за счет других лиц - банковские операции. Поскольку курсовые маклеры и свободные маклеры не являются банками, они не могут принимать заявки от частных клиентов-инвесторов. Поэтому особенность немецкой модели института паевых инвестиций состоит в том, что инвестиционными компаниями могут быть только банки. За ними осуществляется контроль со стороны федерального ведомства по надзору за кредитами и учреждениями при одновременном регулировании их деятельности законом об инвестиционных компаниях. По мнению специалистов, это делает регулирование деятельности таких компаний наиболее жестким из всех существующих в мире с точки зрения законодательной защиты прав инвесторов.

В Германии практически нет управляющих компаний, независимых (по капиталу) от депозитарного банка, хотя и установлены ограничения на взаимное участие должностных лиц депозитария и управляющей компании в органах управления друг друга. В таких условиях депозитарный банк имеет возможность косвенным образом контролировать деятельность управляющей компании. Поэтому он не опасается имущественной ответственности перед инвесторами фонда в случае ошибки при предварительном согласовании сделки, заключаемой управляющей компанией.

В результате, по сравнению с англосаксонскими странами в Германии за счет выпуска акций финансируется заметно более низкая доля капиталовложений. По удельному весу капитализации в ВВП (20-25%) Германия в 2 с лишним раза уступает США и в 5 раз - Великобритании. Большую часть потребностей крупных предприятий в долгосрочном капитале удовлетворяют банки.

Нам представляется, что проанализированные выше особенности регулирования деятельности паевых фондов и требования к управляющим компаниям с точки зрения максимального соблюдения и защиты прав инвесторов, можно в значительной степени использовать в национальной практике.

ГЛАВА 2. ПАЕВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ И ИХ СТРУКТУРА

2.1. Структура ПИФов и требования к структуре инвестиционного портфеля паевого инвестиционного фонда

Паевой фонд - это просто сложенные вместе средства всех пайщиков, на которые **управляющая компания** приобретает ценные бумаги или другие активы, разрешенные паевым фондам законодательством страны. Важно знать, что собственниками всего имущества ПИФа являются пайщики. Управляющая компания лишь осуществляет доверительное управление исключительно в интересах пайщиков и только в рамках Закона «Об инвестиционных фондах» и постановлений государственного регулирующего органа.

При этом сам ПИФ не является юридическим лицом. Паевой инвестиционный фонд называют имущественным комплексом.¹

Для того чтобы обезопасить средства пайщиков, управление средствами и их хранение осуществляются разными компаниями. Дело в том, что все ценные бумаги учитываются в особой организации - **специализированном депозитарии**, которая не только хранит ценные бумаги, но и контролирует все операции со средствами паевого фонда. На любом распоряжении о покупке или продаже ценных бумаг или ином расходе денежных средств паевого фонда должна стоять подпись не только руководителя управляющей компании, но и ответственного сотрудника спецдепозитария. Компании несут солидарную ответственность, и они будут отвечать своим имуществом при любом нарушении правил работы паевого фонда. Если управляющая компания захочет провести такие сделки, которые не соответствуют

¹ Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли В. «Инвестиции». - М: ИНФРА-М, 2001.

инвестиционной декларации фонда, специализированный депозитарий не даст на них согласия и заблокирует сделку.

Специализированный депозитарий не вправе пользоваться и распоряжаться имуществом паевого фонда, его задача — вести учет этого имущества и контролировать действия управляющей компании. Важно отметить, что специализированный депозитарий определяет стоимость чистых активов фонда, расчетную стоимость пая и количество выдаваемых паев, тем самым контролируя управляющую компанию.

Права пайщиков на долю имущества в ПИФе учитываются в реестре, который ведет специальная компания — специализированный регистратор (законодательство разрешает выполнять эту функцию специализированному депозитарию). В реестре записывается вся информация о владельцах инвестиционных паев и количестве принадлежащих им паев, информация об общем количестве выданных и погашенных инвестиционных паев. В реестре также хранятся записи о приобретении, обмене, передаче или погашении владельцем паев. Как видите, эту важную функцию по ведению реестра владельцев паев осуществляет не сама управляющая компания, а другая организация — специализированный регистратор.

Правильность ведения учета и отчетности управляющей компании проверяет аудитор.

Таким образом, в работе ПИФа участвует не одна, а целых четыре организации, что гарантирует надежность паевого фонда. Управляющие компании, спецдепозитарии и спецрегистраторы имеют лицензии государственного регулирующего органа, а аудиторы — лицензии Министерства финансов. Для каждой из этих организаций установлены жесткие требования (табл. 1).

Принцип разделения управления средствами пайщиков и их хранения — это уникальный механизм, который позволяет обеспечить высокую безопасность для инвесторов. Именно благодаря этому принципу и жесткому

контролю со стороны государства за все время работы паевых фондов не было ни одного случая обмана пайщиков, ни одного скандала. Поистине это уникальная ситуация! Однако все когда-то случается в первый раз. Эти случаи подтверждают: чем моложе компании, тем больше они зависят от финансирования со стороны учредителей, тем больше их риски.

Таблица 1.

Инфраструктура паевого фонда

Управляющая компания	Управляет имуществом фонда
Специализированный депозитарий	Хранит это имущество (ведет учет прав на имущество)
Специализированный регистратор	Ведет реестр владельцев паев
Агенты	Размещают и выкупают паи фонда
Аудитор	Проверяет правильность ведения учета и отчетности управляющей компанией фонда
Независимый оценщик	Оценивает ту часть имущества фонда (в интервальных и закрытых фондах), которая не имеет рыночной стоимости
Брокеры	Покупают и продают ценные бумаги
Инвесторы	Покупают и продают паи
Государственный регулирующий орган	Регулирует деятельность управляющей компании, специализированного депозитария, регистратора, независимого оценщика и регистрирует правила паевого фонда

Для расчетов по операциям, связанным с доверительным управлением паевым инвестиционным фондом, управляющая компания имеет отдельные банковские счета. На эти счета пайщики перечисляют средства за приобретаемые паи.

Схема взаимодействия сторон, участвующих в работе фонда:

1. Инвестор подает заявку на приобретение инвестиционных паев в управляющую компанию или через агента фонда по приобретению и погашению паев и переводит деньги на счет фонда.
2. Управляющая компания направляет документы специализированному регистратору, где ведется реестр владельцев паев, для зачисления паев инвестору.

3. Регистратор направляет инвестору уведомление о приобретении паев.
4. Управляющая компания отдает распоряжение брокеру на приобретение ценных бумаг и осуществляет перевод денег. Брокеры приобретают ценные бумаги на бирже.
5. Приобретенные ценные бумаги переводятся на счет фонда в депозитарии, где происходят учет и хранение ценных бумаг.
6. Депозитарий зачисляет ценные бумаги на счет фонда.

Управляющая компания является инициатором создания фонда и играет главную роль в его работе. Основные задачи управляющей компании выглядят так.

Во-первых, это профессиональное управление средствами пайщиков. Для этого управляющая компания должна определить направления инвестирования денежных средств, полученных от пайщиков в доверительное управление, аналитики компании должны проанализировать ситуацию на рынке ценных бумаг (или рынке недвижимости, если речь идет о паевом фонде недвижимости), наконец, компания должна приобрести те ценные бумаги, которые она считает наиболее подходящими.

Во-вторых, управляющая компания должна обеспечивать права пайщиков, своевременно исполнять их требования о погашении паев.

В-третьих, она должна вести бухгалтерский учет, проводить оценку стоимости чистых активов фонда и расчет стоимости инвестиционного пая.

В-четвертых, компания должна привлекать инвесторов, а для этого размещать рекламу фонда и проводить маркетинговые мероприятия.

Управляющая компания паевого инвестиционного фонда несет ответственность перед владельцами инвестиционных паев. Если она причинила пайщикам убытки в результате нарушения закона «Об инвестиционных фондах» или других законов либо из-за нарушения правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом, то она несет

ответственность в размере реального ущерба. Например, если была неправильно определена сумма, на которую был выдан инвестиционный пай, или неправильно рассчитана сумма при погашении инвестиционного пая.

Для того чтобы у управляющей компании не возникало посторонних рисков, ей не разрешено заниматься другой деятельностью, помимо управления активами. Управляющая компания может управлять активами паевых фондов, а также пенсионными резервами негосударственных пенсионных фондов, страховыми резервами страховых компаний, а также осуществлять индивидуальное доверительное управление ценными бумагами. Недавно появились новые разновидности деятельности управляющих компаний — это управление накопительной частью трудовой пенсии, а также управление ипотечным покрытием.

В соответствии с действующим законодательством управляющей компании запрещено:

- приобретать за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, объекты, не предусмотренные его инвестиционной декларацией;
- привлекать займы (кроме как для выкупа паев, не более 10% от величины чистых активов и не более чем на 3 месяца);
- предоставлять займы;
- использовать средства фонда для покрытия собственных обязательств в размере более 10% стоимости чистых активов фонда;
- покупать активы у своих аффилированных лиц (за исключением ценных бумаг, входя в их в листинг организатора торговли);
- покупать акции управляемых ею инвестиционных фондов или паи управляемых ею паевых фондов;
- покупать имущество паевого фонда;
- продавать свое имущество паевому фонду;

- покупать ценные бумаги, выпущенные управляющей компанией, депозитарием, аудитором и оценщиком (за исключением ценных бумаг, входящих в листинг организатора торговли);
- приобретать фьючерсы, опционы, форвардные контракты можно только с целью уменьшения риска снижения стоимости активов паевого фонда, причем доля таких бумаг не должна превышать 10% от размеров активов ПИФа.

Управляющая компания открытого паевого инвестиционного фонда может приобретать ценные бумаги и держать их в активах, только если эти ценные бумаги имеют признаваемые котировки на дату подписания договора или на предыдущую его заключению дату. В сложившихся условиях при покупке ценных бумаг соблюдение данных условий сложно достижимо, так как заключение контракта с брокером на приобретение инвестиционных паев является заключительной стадией на момент которого предсказать наличие признаваемой котировки ценной бумаги невозможно.

Возможные объекты инвестирования для интервальных паевых инвестиционных фондов расширены по сравнению с открытыми паевыми инвестиционными фондами. Помимо объектов инвестирования, разрешенных для открытых паевых инвестиционных фондов, для интервальных паевых инвестиционных фондов разрешены также акции закрытых и открытых акционерных обществ, не имеющих признаваемые котировки и недвижимость, и имущественные права на недвижимость.

Ограничения, наложенные на отсутствие в активов открытых паевых инвестиционных фондов некотируемых ценных бумаг связаны с природой открытых фондов, а именно с необходимостью ежедневной переоценкой их активов. При отсутствии котировок на определенный вид имущества требуется независимая экспертиза с целью определения стоимости этого имущества. Ежедневная независимая оценка некотируемых активов

технически неосуществима, что не позволяет производить операции по выкупу и размещению инвестиционных паев на ежедневной основе.

В целом запрещенные для инвестирования вышеперечисленные объекты объясняются необходимостью защиты интересов инвесторов паевых инвестиционных фондов от действий в результате сговора управляющей компании и ее аффилированных лиц, а также в результате приобретения некачественных и высоко рискованных ценных бумаг.

Другой немаловажной проблемой, связанной с объектами инвестирования для паевых инвестиционных фондов, является разрешение для приобретения в качестве активов депозитарных расписок.

В целом список инвестиционных объектов, законодательно разрешенных для инвестирования имущества паевых инвестиционных фондов, существенно снижают их инвестиционные возможности небольшим списком высоко ликвидных и надежных активов. Исключением являются лишь интервальные фонды, но и для них разрешены только два вида неликвидных активов - недвижимость и некотируемые акции открытых и закрытых акционерных обществ. Такое жесткое ограничение инвестиционных возможностей с одной стороны можно объяснить желанием правительства обеспечить надежность инвестирования для инвесторов, особенно физических лиц, для которых в основном и создавались паевые инвестиционные фонды. Но с другой стороны тем инвесторам, которые готовы рисковать, паевые инвестиционные фонды не смогут предложить инструмента, позволяющего профессионально осуществлять инвестиции в рискованные активы.

Помимо законодательного регулирования объектов, разрешенных для осуществления инвестиций, управляющая компания обязана соблюдать установленные требования к структуре активов паевых инвестиционных фондов. Структура активов открытого паевого инвестиционного фонда должна соответствовать следующим требованиям. По акциям эмитентов, имеющих признаваемые котировки для открытых и интервальных паевых

инвестиционных фондов, установлено ограничение по одному эмитенту. Стоимость ценных бумаг одного эмитента, за исключением государственных ценных бумаг, оценка которой произведена в соответствии с Положением о порядке оценки и составления отчетности о стоимости чистых активов открытых паевых инвестиционных фондов, не может составлять 10 (десять) и более процентов стоимости активов Фонда.

Это законодательно установленное ограничение на долю ценных бумаг одного эмитента способствует снижению систематического риска вложений в паевые инвестиционные фонды. Однако его соблюдение управляющими компания приводит и к негативным последствиям для владельцев инвестиционных паев. В нормативных документах установлено обязательство управляющей компании осуществить продажу ценных бумаг одного эмитента в случае нарушения этого ограничения. При росте оценочной стоимости определенных ценных бумаг их доля в портфеле активов фонда увеличивается, что приводит к нарушению установленных ограничений. Осуществление же немедленной продажи этих ценных бумаг может быть неэффективна, и противоречить интересам инвесторов паевого инвестиционного фонда. В мировой практике требование к соблюдению установленных пропорций установлено только на момент приобретения ценной бумаги. Таким образом, дальнейшие колебания цен на фондовом рынке не вынуждает управляющие компании продавать наиболее быстро растущие активы.

Все указанные ограничения должны не допустить использование активов паевого инвестиционного фонда в интересах управляющей компании и сделать вложения в них наиболее надежными.

В правилах и проспекте эмиссии паевых инвестиционных фондов управляющая компания также указывает объекты для осуществления инвестиций активов фондов. В данных документах описывается инвестиционная стратегия, которую управляющая компания будет предпринимать в зависимости от складывающейся конъюнктуры фондового рынка. Например,

при нестабильности или резких колебаниях на фондовом рынке в стране, или, наоборот, при слабой активности фондового рынка управляющая компания может предусмотреть возможность перевода активов из фондового рынка на рынок государственных ценных бумаг или просто в денежные средства на банковских счетах или во вкладах. Помимо этого управляющая компания может инвестировать до 20 процентов от стоимости активов фонда в высоконадежные иностранные ценные бумаги.

Определяя, таким образом, объекты инвестиций и инвестиционную стратегию в отношении каждого инвестиционного фонда, управляющая компания должна точно осознавать для какого типа инвестора создается тот или иной фонд. Специфические инвестиционные характеристики, а также описание рисков, которые помогут инвестору выбрать тот или иной фонд должны быть описаны в правилах и проспекте эмиссии фонда. В существующем законодательстве не существует пока таких требований, но их введение позволит более качественно защищать права инвесторов, повышая, таким образом, информационную прозрачность паевых инвестиционных фондов.

На протяжении всего периода функционирования паевых инвестиционных фондов наблюдалась высокая степень корреляции между рыночными индексами и индексами роста стоимости инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов. Управляющие компании оказались не в состоянии достичь большей доходности от управления имуществом паевых инвестиционных фондов, чем среднерыночные. Основная причина этого заключается в существующих ограничениях по составу и структуре активов паевых инвестиционных фондов.

Нормативными актами жестко регламентированы объекты инвестирования имущества паевых инвестиционных фондов - это могут быть только акции открытых акционерных обществ, государственные ценные бумаги, иностранные ценные бумаги и банковские депозиты. Ценные бумаги должны быть высоко ликвидные и обладать признаваемыми котировками, которые

необходимы для ежедневной переоценки стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда. Эти ограничения инвестиционных возможностей открытых паевых инвестиционных фондов с одной стороны играют положительную роль в обеспечении их надежности и устойчивости для российских инвесторов, особенно физических лиц. Но с другой стороны они существенно ограничивают возможности управляющей компании при управлении имуществом паевого инвестиционного фонда, негативно влияя на его инвестиционную привлекательность на момент разработки законодательства, определяющего порядок инвестирования имущества паевых инвестиционных фондов, инструменты фондового рынка были слабо развиты и крайне нестабильны.

Таким образом, список законодательно разрешенных объектов инвестирования имущества паевых инвестиционных фондов требует пересмотра и существенного расширения с добавлением в него манатных и валютных векселей наиболее надежных эмитентов, производных ценных бумаг, включенных в листинг признанных организаторов торговли, позволяющих хеджировать валютные и процентные риски, а также глобальных или американских депозитарных расписок. Кроме того, необходимо утвердить реальный порядок инвестирования средств паевых инвестиционных фондов в иностранные ценные бумаги, а также процедуру их регистрации и обращения на территории Республики.

Объекты инвестирования для интервальных паевых инвестиционных фондов расширены по сравнению с открытыми паевыми инвестиционными фондами. Для интервальных паевых инвестиционных фондов разрешены также акции закрытых и открытых акционерных обществ без признаваемых котировок, а также недвижимость и имущественные права на недвижимость. Требование наличия в активах интервальных паевых инвестиционных фондов контрольного пакета акций, не имеющих признаваемых котировок, как нельзя лучше отвечает условиям осуществления венчурного

инвестирования, и позволяет управляющей компании контролировать инвестиционный процесс. Оценка активов таких компаний осуществляется независимым оценщиком, институт которых также был создан для интервальных паевых инвестиционных фондов. Интервальные паевые инвестиционные фонды создавались для реализации венчурных проектов, связанных с реальным сектором экономики, и оказались, как показывает практика, достаточно эффективным механизмом их реализации.

Другой проблемой, связанной с управлением активами паевых инвестиционных фондов и влияющей на показатели роста стоимости их активов, является обязательство управляющей компании проверять на ежедневной основе соответствие структуры активов паевых инвестиционных фондов требованиям, установленным в нормативной базе. Цель этих требований заключается в обеспечении достаточной диверсификации активов, высокого уровня их ликвидности, а также недопущении использования средств, привлеченных в паевой инвестиционный фонд, в интересах управляющей компании по приобретению контрольного пакета голосующих акций. Соблюдение этих требований существенно снижает уровень риска вложений в паевые инвестиционные фонды. Однако вместе с положительным влиянием данные требования сказываются негативно на управление инвестиционным портфелем фонда.

Ежедневная проверка приводит к нестабильности инвестиционного портфеля из-за многочисленных нарушений, которые вызваны достаточно резкими колебаниями на фондовом рынке. Устранение таких нарушений подчас приводят к ущемлению прав инвесторов, так как продажа ценных бумаг, оценочная стоимость которых повышается, снижает доходность вложений в паевой инвестиционный фонд.

2.2. Покупка-продажа паев, доходы ПИФов и его значение

При внесении денежных средств в фонд инвестор становится владельцем пая. Но паи не выдаются на руки — сейчас почти все ценные бумаги существуют в бездокументарной форме, учет прав на инвестиционные паи осуществляется на лицевых счетах в реестре владельцев инвестиционных паев. Реестр пайщиков фонда, как вы уже знаете, ведет специализированный регистратор или специализированный депозитарий. Они фиксируют, сколько паев имеет каждый пайщик, и выдают пайщикам выписки из реестра в качестве подтверждения их прав собственности на паи.

Инвестиционный пай является именной ценной бумагой, удостоверяющей долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд. Пай дает право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления паевым инвестиционным фондом и право на получение денежной компенсации при прекращении деятельности фонда.

Инвестиционный пай также дает право владельцу требовать от управляющей компании погашения инвестиционного пая и выплаты в связи с этим денежной компенсации.

Владелец инвестиционных паев может распоряжаться инвестиционными паями так же, как и любой другой ценной бумагой. Их можно продавать, дарить, завещать, наследовать, оставлять в залог и т. д.¹

Инвестиционный пай не имеет номинальной стоимости, а количество инвестиционных паев, принадлежащих одному владельцу, может выражаться дробным числом. Когда инвестор становится пайщиком в фонде, он не покупает какое-то целое число паев, а просто вносит в фонд любую сумму средств не ниже минимальной суммы, определенной управляющей компанией для каждого фонда. На счет пайщика записывается определенное число

¹ Антонец О., Соколов А. Портфельные инвестиции: акции или облигации, 2003. ([http:// www. Director-info, ru](http://www.Director-info.ru))

паев, которое определяется делением суммы средств, внесенной пайщиком, на расчетную стоимость пая на день внесения записи в реестр.

Количество паев в открытом и интервальном фондах не ограничено. Управляющая компания будет выдавать столько паев, сколько средств вносятся пайщиками на протяжении всего срока работы фонда. В закрытом же фонде количество паев ограничено управляющей компанией на весь срок его работы.

Для каждого фонда есть два важных показателя. Первый показатель — это расчетная стоимость пая. По расчетной стоимости пая управляющая компания выдает и погашает пай. От изменения расчетной стоимости пая зависит доход пайщика. Второй показатель — это стоимость чистых активов (СЧА) фонда. СЧА характеризует величину фонда.

Стоимость чистых активов определяется следующим образом. Суммируется стоимость всего имущества фонда (ценные бумаги, депозиты, денежные средства, дебиторская задолженность) и вычитаются кредиторская задолженность и резервы предстоящих расходов и платежей.

Уже исходя из стоимости чистых активов фонда определяют расчетную стоимость пая. Для этого СЧА фонда делят на общее количество выданных паев:

$$\text{Расчетная стоимость пая} = \frac{\text{СЧА}}{\text{Количество паев}}$$

Расчет стоимости чистых активов и стоимости пая одновременно совершают и управляющая компания, и специализированный депозитарий паевого фонда. Это необходимое условие точности подсчета, таким образом, депозитарий контролирует управляющую компанию. После подтверждения специализированным депозитарием стоимости чистых активов и расчетной стоимости пая управляющая компания раскрывает эту информацию всем заинтересованным лицам.

Важно отметить, что расчетная стоимость пая открытого паевого инвестиционного фонда определяется и публикуется управляющей компанией ежедневно. Расчетная стоимость пая интервального паевого инвестиционного фонда определяется управляющей компанией ежемесячно, а также на последний день каждого интервала приема заявлений пайщиков на совершение операций с паями.

Стоимость активов фонда изменяется под воздействием двух факторов — в зависимости от того, как пайщики вносят и забирают деньги из фонда, и от того, как меняется рыночная стоимость ценных бумаг в составе портфеля фонда. А расчетная стоимость пая зависит только от одного из этих факторов — изменения рыночной стоимости ценных бумаг в составе портфеля фонда.

Управляющие компании раскрывают информацию о стоимости чистых активов фондов. График или таблицу изменения стоимости чистых активов фонда можно найти на сайте компании или запросить в пункте приема заявок. Но в таком виде эти данные не дают представления, за счет чего изменяется СЧА фонда — то ли растут (падают) ценные бумаги в портфеле фонда, то ли пайщики активно покупают (продают) паи.

Если сравнить прирост двух показателей — расчетной стоимости пая и стоимости чистых активов — за любой промежуток времени, можно узнать, вкладывают ли пайщики деньги или забирают их из фонда. Таким образом, динамика СЧА очищается от влияния изменения рыночных цен ценных бумаг.

Если прирост СЧА равен приросту стоимости пая за выбранный отрезок времени, значит, стоимость активов фонда изменяется только за счет изменения цены ценных бумаг и какой-то общей тенденции по покупке или продаже паев не наблюдается. Пайщики не идут в фонд и не уходят из него. Если прирост СЧА больше прироста стоимости пая, значит, баланс продаж паев положительный — пайщики покупают паев больше, чем продают.

Это никак не влияет на результаты управления фондом управляющей компанией и никак не сказывается на других пайщиках (особенно, если фонд крупный и в нем много мелких пайщиков). Зато эти данные дают нам представление о том, как другие пайщики оценивают привлекательность данного фонда и текущую конъюнктуру на рынке ценных бумаг, а также насколько активно управляющая компания привлекает пайщиков.

Доход пайщика складывается из прироста стоимости его паев. Стоимость паев со временем может как увеличиваться, так и уменьшаться, поскольку изменяется рыночная стоимость ценных бумаг в составе имущества фонда. Именно поэтому владельцы инвестиционных паев несут риск убытков, связанных с изменением стоимости паев. Доходность фонда не гарантируется ни государством, ни управляющей компанией. Управляющая компания также не вправе предоставлять какие-либо гарантии, обещания и даже делать предположения о будущей эффективности и доходности ее инвестиционной деятельности.

Владельцам паев открытых и интервальных ПИФов никакие доходы в виде процентов или дивидендов не начисляются и не выплачиваются. Пайщик получает доход только при погашении паев управляющей компанией или при продаже паев на вторичном рынке (конечно, если стоимость паев выросла и покрыла все расходы пайщика). В закрытых ПИФах могут быть установлены периодические выплаты, своего рода аналог дивидендов.

Подать заявки на покупку и погашение паев ПИФов можно в управляющую компанию и агентам фонда. Это самый обычный способ стать пайщиком. Такой способ приобретения паев называется покупкой паев на первичном рынке, или «первичное обращение паев». При приобретении паев фонда инвестор должен оформить заявку на покупку паев и оплатить указанную в ней сумму. Заявку можно подать как в управляющую компанию, так и в любой пункт продажи паев этого фонда. Деньги в обоих случаях поступают на банковский счет паевого фонда.

После подачи заявки и поступления денег на счет фонда инвестору открывается счет в реестре владельцев паев, куда зачисляются приобретенные им паи. Реестр владельцев паев — это система записей, в которой ведется учет того, кому и сколько паев принадлежит. Подтверждением покупки паев является выписка из реестра.

При погашении паев пайщик подает заявку на погашение паев — в управляющую компанию или любому агенту фонда. В реестр владельцев паев вносится запись о том, что паи погашены, — и пайщику перечисляются деньги на его банковский счет. Пайщику также выдается выписка из реестра.

Сейчас мы рассмотрели покупку и продажу паев на первичном рынке. Паи ПИФов являются ценными бумагами и имеют свободное обращение на рынке. Их, как и любую ценную бумагу (акции, облигации), можно купить или продать также и на вторичном рынке, хоть у знакомого, хоть через брокера. Представьте, что в вашем городе нет управляющих компаний или агентов по покупке-продаже паев. Или вам нужно продать паи интервального фонда, не дожидаясь периода открытия интервала. В обоих случаях вам поможет вторичное обращение паев.

Вторичное обращение паев отличается от первичного тем, что операции с паями совершаются не через управляющую компанию, а с другими собственниками паев, например через брокерские компании. Управляющая компания ПИФа не участвует в этих операциях.

Сделки с паями на вторичном рынке можно совершать как на бирже, так и вне биржи.

Рассмотрим сначала, как покупать и продавать паи на бирже.

На Фондовой бирже и на межбанковской валютной бирже началось вторичное биржевое обращение паев некоторых паевых инвестиционных фондов. Это значит, что паи ПИФов вошли в число тех бумаг, которые покупаются и продаются на бирже. Биржевое обращение паев позволяет инвесторам покупать паи инвестиционных фондов независимо от терри-

ториального местоположения. Организация биржевого обращения паев также создает дополнительные возможности для инвесторов, которые инвестируют в интервальные фонды, так как покупать и продавать паи на бирже можно в любое время, а не только во время установленного управляющей компанией периода открытия интервала. Таким образом, инвесторы могут в любое время выходить из этих фондов, фиксируя прибыль.

Еще большее значение имеет биржевое обращение для закрытых паевых инвестиционных фондов. Организация вторичного обращения позволяет инвесторам продавать паи закрытых фондов недвижимости, не дожидаясь окончания срока существования фонда. Проще становится и купить паи. Если минимальные суммы при формировании фондов недвижимости составляют большие суммы, то на бирже частные инвесторы смогут покупать паи на значительно меньшие суммы.

Обращение инвестиционных паев на биржах организовано по той же схеме, что и торги акциями и корпоративными облигациями. Чтобы приобрести паи на бирже, необходимо обратиться к брокеру, имеющему доступ к этим торговым площадкам, заключить договор на брокерское обслуживание, открыть счет у брокера и внести деньги на счет. Совершать операции с паями можно по Интернету через торговую систему, а также отдавая поручения брокеру напрямую или по телефону.

Биржевое обращение паев только начинает развиваться. Сделки с паями на бирже пока довольно редки. Основная проблема биржевого обращения паев — это небольшое количество продавцов и покупателей, которые готовы совершать такие сделки. Биржевой рынок паев неликвиден. Это значит, что на торгах мало предложений на покупку и продажу паев, разница между ценой предложения и спроса может составлять несколько процентов, а цена совершаемых сделок невыгодно отличается от цены, рассчитываемой управляющей компанией. Все это делает биржевое обращение паев пока малопривлекательным для инвесторов.

По мере роста ликвидности биржевого рынка сделки с паями на бирже будут иметь свои преимущества перед покупкой-продажей паев через управляющую компанию.

Например, при покупке и продаже паев на бирже становится возможным сэкономить на расходах, а именно на скидках и надбавках. При покупке паев управляющей компании или агенту выплачивается надбавка (до 1,5% от суммы), а при продаже — скидка (до 3% стоимости паев). На вторичном рынке скидок и надбавок нет. Зато есть рыночная цена пая, определяемая спросом и предложением паев в данный момент, комиссия брокеру, биржевая комиссия и депозитарные расходы за учет ценных бумаг. Комиссия брокеру и бирже вместе составляет в среднем 0,05-0,1% от суммы сделки (величина зависит от тарифов брокера и оборота за день). Депозитарные расходы также невелики (они существуют в виде либо ежемесячной абонентской платы, либо платы за каждое движение по счету депо). На ликвидном рынке биржевая цена пая будет стремиться к цене, рассчитываемой управляющей компанией.

Существенно сокращаются сроки совершения сделок и поступления денежных средств от продажи паев на счет инвестора. При традиционной продаже паев на первичном рынке вам необходимо подать заявку в управляющую компанию, примерно через день будет внесена запись в реестр, затем еще несколько дней (до двух недель) займет перечисление денег на счет пайщика. В случае интервального фонда этот процесс растягивается на еще больший срок.

При совершении сделки на бирже через интернет-брокера операция займет несколько секунд, деньги от продажи паев сразу поступят на ваш счет у брокера. А деньги на банковский счет будут перечислены брокером в считанные дни.

Хотя паевые фонды — это долгосрочный инструмент, оперативность никогда не помешает, особенно если на фондовом рынке возникли форс-

мажорные обстоятельства, например падение рынка акций в результате негативных политических новостей. Биржевая торговля позволяет обеспечить такое оперативное преимущество.

На вторичном внебиржевом рынке. Согласитесь, покупать и продавать паи интервальных фондов только в период открытия интервала не очень удобно. Многие инвесторы хотели бы совершать сделки с паями интервальных фондов в любой день. Для этого некоторые управляющие компании организуют вторичное обращение паев вне биржи через какую-либо инвестиционную компанию или банк. Эта компания (банк) продает и выкупает у пайщиков паи в любой рабочий день. В период открытия интервала компания (банк) покупает и погашает паи в управляющей компании. Но сама управляющая компания ПИФа не участвует в операциях на вторичном рынке. Собственником паев является другая компания (банк). Для совершения сделки инвестор и этот собственник заключают договор купли-продажи.

Важно отметить, как образуется цена на паи на вторичном рынке. Ежедневно компания (банк), которая выступает собственником паев, устанавливает свою цену пая. Эта цена может отличаться от расчетной стоимости пая, определяемой управляющей компанией, на 1-2%.

При покупке паев на вторичном рынке важно понимать, как переходит право собственности на паи и какой депозитарий ведет учет права собственности на них. Применяются две схемы вторичного обращения.

В первом случае при покупке паев на вторичном рынке у компании-собственника пайщик открывает лицевой счет в реестре пайщиков фонда. Компания-продавец на основании договора купли-продажи паев дает распоряжение организации, ведущей реестр, перевести паи на счет нового владельца. Аналогично при продаже паев на вторичном рынке — только теперь распоряжение перевести паи на счет нового владельца в реестре дает пайщик.

Во втором случае право собственности пайщика на паи регистрируется в реестре владельцев инвестиционных паев на лицевом счете номинального держателя. Таким номинальным держателем выступает другой депозитарий. Номинальный держатель ценных бумаг зарегистрирован в системе ведения реестра. Он является депонентом (т.е. за ним числятся паи), но он не является владельцем в отношении этих ценных бумаг. Номинальный держатель уже сам ведет учет, кому из пайщиков сколько паев принадлежит. Номинальным держателем могут быть только профессиональные участники рынка ценных бумаг – депозитарии.

Паи, купленные на вторичном рынке, можно погасить в управляющей компании в период открытия интервала. Для этого пайщику необходимо подать поручение на погашение паев депозитарию – номинальному держателю. Депозитарий, как номинальный держатель подает заявки с указанием имени владельца инвестиционных паев в управляющую компанию паевого инвестиционного фонда, которая осуществляет погашение паев инвестиционного фонда. Деньги от погашения паев перечисляются на счет владельца паев, указанный в заявке на погашение.

2.3. Риски инвестирования в ПИФы

Представление о рисках при вложении денег у большинства наших сограждан до сих пор сводится к стремлению понять, «надуют или не надуют». А поскольку опыт надувательства (или, скажем мягче, «недобросовестного исполнения своих обязательств») со стороны и родного государства, и тем более разных частных структур у всех нас накопился большой, то все незнакомое заранее вызывает опасения. Человек говорит сам себе: «Я в этом ничего не понимаю, кто-то что-то куда-то вкладывает, ну его от греха подальше, не буду я связываться». И статистика говорит, что большинство в нашей стране, обжегшись на молоке, до сих пор дует на воду.

Но и противоположное поведение: «Была - не была! Сосед вложил деньги в паевой фонд, и я тоже вложу» - ничем не лучше. Уже были примеры того, как люди начинали относиться к паевым фондам как к разновидности банковских вкладов, только с повышенными процентами. И когда в какие-то моменты рынок прекращал расти и начинал падать, такие вкладчики были очень разочарованы.¹

В предыдущей главе мы постарались наилучшим образом объяснить, во что вкладываются деньги при инвестировании через паевые фонды и какие организации задействованы при этом.

Теперь мы рассмотрим, какие риски при инвестировании в паевые фонды существуют и, в каких случаях инвестор может что-то предпринять, а в каких - нет.

Перед тем как принять решение об инвестировании средств в паевые фонды, инвестор должен четко представлять себе все риски инвестирования в экономику, ценные бумаги, в том числе и через ПИФы.

Итак, основное. Прежде всего, мы инвестируем в экономику страны, а не в японскую и не в американскую. Поэтому экономическая ситуация в

¹ Новиков А.В. Фондовый рынок как механизм привлечения инвестиций.-Новосибирск: издательство НГАЭиУ, 2000.-с. 57-70, 138- 160.

нашей стране и те факторы, от которых она зависит, оказывают наибольшее влияние на судьбу ваших инвестиций. На экономическую ситуацию влияют конъюнктура на мировых сырьевых и денежных рынках, политическая стабильность (или нестабильность), состояние промышленного производства и доходов населения и многое другое.

Все эти условия оказывают сильнейшее влияние на работу экономики страны, в том числе на ее денежные рынки, частью которых является и фондовый рынок. Если в стране улучшается экономическая ситуация, растет промышленное производство и валовой внутренний продукт (ВВП), увеличиваются доходы населения, а на мировых рынках растут цены на нефть, газ и другое сырье, которое страна продает за рубеж, то это напрямую положительно отразится на состоянии рынка ценных бумаг - цены на акции будут расти.

Но если на мировых рынках цены на нефть снижаются, экономическая ситуация в стране ухудшается, промышленное производство падает, доходы населения снижаются, то и внутренний рынок ценных бумаг пострадает — цены на акции пойдут вниз.

Ухудшение состояния экономики ощущают на себе все инвесторы, включая пайщиков в паевых фондах. Ценные бумаги не могут расти, если в экономике не все в порядке. Любое ухудшение экономики приводит к падениям цен на акции. А если в стране случается экономический кризис, то фондовый рынок не скоро оправдает надежды инвесторов. Примером тому может служить события 1998 года в России. Кризис государственных финансов, девальвация рубля и одновременно банкротство банков обрушили фондовый рынок, который смог восстановиться до прежнего уровня только спустя пять лет.

Поэтому, как мы видим, инвестиции в ценные бумаги подвержены, прежде всего, так называемому экономическому риску.

Следующий уровень риска - это риск самого рынка ценных бумаг.

Он называется рыночным риском и связан с изменением конъюнктуры фондового рынка. При неблагоприятной рыночной конъюнктуре активы паевого фонда снижаются, стоимость ценных бумаг падает, и пайщик может получить убыток в случае продажи паев. Рыночный риск проявляется в колебаниях цен акций и облигаций, изменении процентных ставок. В наибольшей степени рыночный риск характерен для рынка акций и в меньшей — для облигаций. Возможные потери на акциях могут достигать 30% от первоначальной стоимости вложенных средств и выше. На корпоративных облигациях — до 5-10%.

К рыночному риску относится и риск, связанный с производственной и денежной деятельностью отдельных компаний, ценные бумаги которых находятся в портфеле фонда.

Рыночный риск, возможно, снизить, но невозможно полностью исключить. Именно поэтому доходность паевых фондов не гарантируется. Снижение рыночного риска достигается управляющим фонда за счет вложений в различные виды активов — в акции и облигации, акции предприятий разных отраслей. Такой способ ограничения рисков называется диверсификацией вложений. Если бы в портфеле фонда находились акции только одной компании, риск был бы неоправданно высоким. Для устранения такого риска государство обязывает паевые фонды вкладывать средства в широкий набор разных ценных бумаг.

Наконец, с вложением средств в паевые инвестиционные фонды связан их собственный риск, который называется специфическим риском. Насколько надежен механизм защиты пайщика от противоправных действий со стороны управляющей компании? Что произойдет с фондом и средствами пайщиков, если управляющая компания обанкротится?

Первые паевые инвестиционные фонды создавались после крушения денежных пирамид в 1990-х гг., и правовое регулирование деятельности ПИФов разрабатывалось с целью максимально защитить частных инвесторов

при возникновении любой неблагоприятной ситуации. ПИФы созданы для того, чтобы аккумулировать и направлять средства населения в экономику посредством рынка ценных бумаг. Паевые фонды изначально предназначены для самого широкого круга инвесторов. Чтобы уберечь деньги населения от любого злоупотребления и противоправных действий со стороны тех, кто имеет к ним доступ, был разработан многоуровневый механизм защиты средств пайщиков.

Во-первых, защите средств пайщиков способствует инфраструктура паевых фондов — организации, которые принимают участие в работе фонда.

Ключевая фигура здесь — управляющая компания. Деятельность управляющей компании строго регулируется и контролируется. Чтобы управляющая компания не могла злоупотреблять средствами инвесторов, придумано разделение управления средствами от их хранения. Ценные бумаги хранятся в другой организации — специализированном депозитарии, который не только хранит, но и контролирует законность операций с ними. Для учета прав на ценные бумаги, составляющие паевой инвестиционный фонд, открываются отдельные счета депо в специализированном депозитарии. Для расчетов по операциям, связанным с доверительным управлением паевым инвестиционным фондом, управляющая компания открывает отдельный банковский счет.

Это называется принципом обособления имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, от имущества самой управляющей компании. Таким образом, управляющая компания не может злоупотреблять своим положением, присваивать деньги или распоряжаться ценными бумагами фонда по своему усмотрению.

Чтобы инфраструктура ПИФа выполняла свою основную функцию — обеспечение сохранности средств инвесторов, организован контроль за работой всех входящих в нее институтов. Внешний контроль осуществляет государственный регулирующий орган по финансовым рынкам, она выдает

и аннулирует лицензии управляющих компаний, специализированных депозитариев и регистраторов.

Внутренний контроль осуществляется самими участниками инфраструктуры. Специализированный депозитарий, который ведет хранение и учет прав на ценные бумаги, не вправе пользоваться и распоряжаться имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд, — он обязан осуществлять контроль за соблюдением управляющей компанией этого паевого инвестиционного фонда нормативных правовых актов и правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

Специализированный депозитарий в целях соблюдения требований к составу и структуре активов паевого инвестиционного фонда, согласно инвестиционной декларации фонда, следит за тем, куда управляющая компания направляет средства пайщиков.

В случае если управляющая компания дает специализированному депозитарию какие-либо распоряжения относительно имущества фонда, противоречащие законодательству, то специализированный депозитарий не вправе исполнять такие поручения. Он должен действовать исключительно в интересах пайщиков. Если специализированный депозитарий в ходе контроля над деятельностью управляющей компании выявляет соответствующие нарушения, то он обязан уведомить об этом государственный регулирующий орган.

Но на этом контроль за деятельностью управляющей компании не заканчивается. Ежегодно управляющая компания подвергается проверке аудитором. Аудиторской проверке подлежат система бухучета, ведение учета и составление отчетности по имуществу фонда, состав и структура активов фонда и пр.

И наконец, управляющая компания отчитывается перед государственным регулирующим органом и пайщиками.

ПИФы — одна из самых прозрачных структур на финансовом рынке. Управляющие компании обязаны раскрывать и публиковать информацию о своей деятельности по управлению паевыми фондами в открытых источниках.

Итак, как было сказано выше, инвесторы в паевых фондах наиболее подвержены влиянию трех видов риска: экономическому риску, рыночному риску и специфическому риску, связанному с функционированием институтов коллективного инвестирования.

Риски инвестирования в ПИФ описаны в правилах доверительного управления каждого паевого фонда, чтобы пайщик осознавал, какой риск он принимает на себя, покупая паи.

Описание рисков выглядит примерно таким образом.

Риски инвестирования в ценные бумаги включают, но не ограничиваются следующими рисками.

Политические и экономические риски, связанные с возможностью изменения политической ситуации, экспроприации, национализации, проведения политики, направленной на ограничение инвестиций в отрасли экономики, являющиеся сферой особых государственных интересов, падением цен на энергоресурсы и прочими обстоятельствами.

Системный риск, связанный с неспособностью большого числа денежных институтов выполнять свои обязательства. К системным рискам относится риск банковской системы.

И здесь за примером далеко ходить не надо — банковский кризис может привести к масштабным негативным последствиям.

Рыночный риск, связанный с колебаниями курсов валют, процентных ставок, цен денежных инструментов.

Цены могут не только расти, но и падать, так уж устроен рынок.

Кредитный риск, связанный, в частности, с возможностью неисполнения принятых обязательств со стороны эмитентов ценных бумаг и контрагентов по сделкам.

Пока кроме отказа государства платить по своим обязательствам других проблем такого рода ПИФы избежали. Однако с ростом числа эмитентов корпоративных и муниципальных облигаций вероятность неисполнения обязательств со стороны кого-то из них станет вполне значимой.

Риск рыночной ликвидности, связанный с потенциальной невозможностью реализовать активы фонда по благоприятным ценам.

Если значительное число пайщиков ПИФа захочет погасить паи, не исключена возможность, что малоликвидные активы паевого фонда придется продавать не по самым лучшим ценам.

Операционный риск, связанный с возможностью неправильного функционирования оборудования и программного обеспечения, используемого при обработке транзакций, а также неправильных действий или бездействия персонала организаций, участвующего в расчетах, осуществлении депозитарной деятельности, и прочими обстоятельствами.

Пока, к счастью, нет примеров того, чтобы пайщики пострадали от подобных событий. К тому же от операционных рисков (в отличие, например, от рисков рыночных) у управляющей компании существует возможность застраховаться.

Регуляционный риск, связанный с непредсказуемостью изменений действующего законодательства, а также с несовершенством законов и прочих нормативных документов, касающихся рынка ценных бумаг.

Риск возникновения форс-мажорных обстоятельств, таких как природные катаклизмы и военные действия.

В итоге сделаем выводы о рисках инвестирования в паевые фонды. Инвесторы паевых инвестиционных фондов подвержены значительному экономическому риску, связанному с непредсказуемым развитием экономики

страны; подвержены они и высокому рыночному риску, присущему финансовым рынкам и вложениям в ценные бумаги; но достаточно хорошо защищены от риска, связанного с функционированием самого фонда и организаций, образующих инфраструктуру коллективных инвестиций.

Одно из самых больших преимуществ паевых инвестиционных фондов для инвестора заключается в их информационной открытости. Любой человек может получить всю необходимую информацию о деятельности управляющей компании и паевого фонда еще до того, как стать пайщиком.

Поскольку паевые фонды созданы, прежде всего, для вложения денег населением, вопросу информационной прозрачности ПИФов в законодательстве уделено много внимания. Информационная открытость паевых фондов снижает риски пайщиков.

Все сделано для того, чтобы инвестор мог без труда получить исчерпывающую информацию об управляющей компании и результатах работы паевого фонда. Порядок раскрытия информации управляющей компанией прописан в государственном законе «Об инвестиционных фондах». Вот почему паевые фонды считаются максимально прозрачным инструментом на финансовом рынке.

Все данные о паевом фонде можно разделить на две группы — текущие данные по результатам управления фондом (стоимость пая, куда вложены деньги пайщиков, стоимость активов фонда) и общие данные о паевом фонде и его управляющей компании.

Получать текущие данные о деятельности фонда — значит всегда быть в курсе того, как растут ваши инвестиции и куда именно они вложены на фондовом рынке в данный момент. Поскольку все управляющие компании обязаны раскрывать такую информацию, не составляет никакого труда сравнивать прирост стоимости пая в разных фондах. Это дает инвесторам возможность выбирать фонды на основании показателя доходности за предыдущие периоды.

Преимущество паевых фондов, конечно же, заключается в том, что пайщик может постоянно следить за своими инвестициями. Для открытых фондов данные о стоимости пая публикуются ежедневно, для интервальных — раз в месяц. Некоторые интервальные паевые фонды также ежедневно рассчитывают стоимость пая. Это важно для тех инвесторов, которые покупают и продают паи не в управляющей компании в период открытия интервала, а на вторичном рынке. Представьте, заходите вы в Интернет на сайт управляющей компании и узнаете, на какой процент выросли вчера ваши паи. Нет Интернета — не беда, можно позвонить в управляющую компанию по телефону и узнать стоимость и прирост пая.

Данные по приросту паев всех фондов проще всего получить на сайте Национальной лиги управляющих (www.nlu.ru). Здесь можно сравнивать доходность фондов за разные периоды: месяц, три месяца, полгода, год, два года, три года, пять лет. Имеются все исторические данные по всем фондам, что очень удобно для сравнения и выбора ПИФа.

Отслеживать стоимость и прирост пая для пайщика не составляет труда — вся эта информация находится в открытых источниках (СМИ, Интернет), а также раскрывается самой управляющей компанией. Рейтинги и обзоры деятельности ПИФов публикуются в деловых газетах. Многие неспециализированные издания уделяют теперь паевым фондам довольно много внимания.

Чтобы принять обдуманное решение о вложении денег в фонд, кроме данных о приросте пая вам понадобятся несколько официальных документов паевого фонда, которые можно получить в любом пункте приема заявок на покупку паев.

Самый главный документ паевого фонда — это правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом, в них прописано почти все, что вам нужно знать о паевом фонде. Фактически правила являются договором доверительного управления фондом. Стоит отметить,

что эти правила для каждого фонда регистрируются в государственном регулирующем органе по финансовым рынкам (ФСФР), любые изменения в документ вносятся также с одобрения этого органа. В правилах доверительного управления фондом вы найдете все детальные сведения об управляющей компании и паевом фонде.

Информация о типе фонда (открытый, интервальный или закрытый) и виде фонда (акций, облигаций, смешанных инвестиций, индексный и пр.) раскрывается в полном названии фонда.

С правилами доверительного управления фондом всегда лучше ознакомиться заранее, а не после покупки паев. Возьмите правила у агента фонда или в управляющей компании и внимательно прочитайте их дома (этот документ можно также скачать с сайта управляющей компании). В правилах инвестор найдет ответ практически на любой интересующий его вопрос о работе паевого фонда, кроме вопросов о налогообложении, текущих инвестиционных вложениях фонда и результатах управления.

В правилах доверительного управления фондом есть глава, в которой перечислены все активы, в которые могут быть вложены деньги пайщиков (акции, облигации, отрасли экономики). Однако эта общая информация не дает представления о реальном портфеле паевого фонда. Конкретные данные можно найти только в отчете об инвестиционных вложениях.

Справку о стоимости активов (фактически — *отчет об инвестиционных вложениях*) фонда управляющая компания составляет и публикует на конец каждого квартала. Некоторые компании добровольно делают это чаще — каждый месяц, каждую неделю и даже каждый рабочий день. С помощью этого документа пайщик может узнать, в какие именно ценные бумаги и в какой пропорции вложены активы фонда. В отчете также указано процентное соотношение акций и облигаций в портфеле, что дает более точное представление об инвестиционной стратегии фонда.

Какие еще документы обязана предоставлять управляющая компания по требованию всех заинтересованных лиц? Если инвестор приходит в пункт по продаже паев, то по его просьбе ему обязаны предоставить целый набор документов. Сюда входят такие документы, как:

- правила доверительного управления ПИФом;
- правила ведения реестра владельцев паев;
- справка о стоимости имущества, составляющего ПИФ;
- справка о стоимости чистых активов фонда и расчетной стоимости пая;
- баланс имущества, составляющего фонд; бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках управляющей компании и специализированного депозитария; заключение аудитора;
- отчет о приросте (уменьшении) стоимости имущества фонда; сведения о вознаграждении управляющей компании и расходах из имущества фонда.

Инвестор без труда может узнать у сотрудников такую информацию, как величина скидок и надбавок, стоимость пая, узнать сроки приема заявок в интервальном фонде и прочую актуальную информацию, в том числе по телефону.

Согласно требованиям регулирующего органа, каждая управляющая компания должна раскрывать информацию и на своем корпоративном сайте в Интернете. Если у вас есть доступ в сеть Интернет, никаких проблем с получением всей необходимой информации об управляющей компании и ее фондах у вас не возникнет. В противном случае рекомендуем посетить любой пункт приема заявок на покупку паев.

Получить всю необходимую информацию о паевом фонде, включая результаты управления паевым фондом в прошлом, достаточно легко, а вот узнать прогноз относительно будущей доходности фонда вам не удастся. Если вы спросите в управляющей компании, на сколько вырастет сумма

ваших инвестиций в ПИФ или какой у компании прогноз доходности фонда, даже не надейтесь получить ответ на такой вопрос.

При распространении информации и рекламы управляющим компаниям запрещено давать какие-либо гарантии, обещания и предположения о будущей доходности паевых фондов под их управлением, а также делать заявления о будущих инвестициях, содержащие гарантии безопасности инвестиций и размеров доходов. Более того, в распространяемой информации должно содержаться положение о том, что стоимость паев может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, а государство не гарантирует доходность инвестиций в паевые фонды.

ГЛАВА 3. РОЛЬ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

3.1. Роль и преимущества организации деятельности паевых инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг

Необходимо выделить характерные особенности ПИФов, отличающие их от других коллективных инвесторов, в частности, от акционерного инвестиционного фонда, а также от вложений в банковские депозиты. ПИФы обладают рядом характеристик, которые делают их одной из самых безопасных и привлекательных форм вложения денег на фондовом рынке.¹

1. Диверсификация рисков. Обладание акциями только одной компании сопряжено со значительным риском: если дела у такой компании пойдут плохо и она обанкротится, инвестор потеряет все. Формирование инвестиционного портфеля, т.е. вложение средств в акции нескольких компаний; обеспечивает распределение (диверсификацию) риска. Ухудшение положения какой-либо одной компании не столь катастрофически отражается на состоянии хорошо диверсифицированного инвестиционного портфеля. Паевые инвестиционные фонды обычно держат в своих портфелях от десятков до нескольких сотен акций разных компаний. Диверсифицированные портфели хорошо "держатся" даже при падении котировок акций сразу нескольких компаний. Ущерб от убытков, покрывается за счет акций других компаний, котировки по которым в тот же самый момент, возможно, выросли.

2. Профессиональное управление. Инвесторам трудно выбрать акции для формирования инвестиционного портфеля, и во всем мире наблюдается возрастающая тенденция передачи сбережений в управление

¹ «Рынок ценных бумаг» УМК. под редакцией А. В. Новикова, Е. Е. Алексеева, П. А. Новгородова, И. Н. Николаева, Ю. В. Степаненкова. Новосибирск, 2003.

профессионалам. ПИФы управляются квалифицированным персоналом управляющих компаний. Работа управляющих периодически оценивается по объему общей заработанной прибыли. Тех, кто работает недостаточно эффективно, заменяют работниками с более высоким уровнем профессионализма. Персонал управляющих компаний состоит из специалистов, обладающих необходимыми опытом и навыками.

Если акционерный инвестиционный фонд - юридическое лицо, то ПИФ - нет. Паевой инвестиционный фонд представляет собой имущественный комплекс, т.е. объединение средств инвесторов (граждан и юридических лиц), переданных в доверительное управление управляющей компании, которая обязательно является юридическим лицом.

Требования к управляющей компании предъявляются Временным положением об управляющих компаниях паевых инвестиционных фондов, о деятельности по доверительному управлению имуществом паевых инвестиционных фондов и ее лицензировании.

При этом права собственности на имущество в соответствии с Гражданским кодексом сохраняются за инвесторами, а не переходят к доверительному управляющему. Именно они несут риск потери стоимости этого имущества, но и оказываются в выигрыше, если оно прирастает.

До недавнего времени в российском законодательстве, касающемся доверительного управления, имелась некоторая неопределенность. Согласно Гражданскому кодексу, долги по обязательствам, возникшим в связи с доверительным управлением имуществом, погашаются за счет этого имущества. Если его недостаточно, взыскание может быть обращено на имущество доверительного управляющего, а при недостаточности и его - на имущество учредителя доверительного управления (в данном случае - инвестора), не переданное в управление.

Иными словами, ГК допускает возможность обращения взыскания по требованиям кредиторов в конечном итоге на личное имущество учредителя

управления, что практически сводит договор о доверительном управлении к институту полного товарищества.

С этой точки зрения принятый в конце 2001 года закон "Об инвестиционных фондах" внес окончательную ясность по затронутому вопросу. Закон устанавливает, что "В случае недостаточности имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, взыскание (с целью погашения долгов фонда) может быть обращено только на собственное имущество управляющей компании", т.е. пайщик несет ответственность по обязательствам фонда только в пределах внесенного пая.

3. Многоуровневая система защиты инвесторов. Защита инвесторов обеспечивается организационной структурой фонда: независимыми друг от друга управляющей компанией и специализированным депозитарием. Функции управления активами ПИФа и их хранения, разделены: все имущество фонда хранится в независимой компании – специализированном депозитарии, а реестр пайщиков и все операции с паями оформляет спецрегистратор. Сговор между тремя независимыми компаниями практически исключен, т.к. законом предусмотрены ограничения по составу их учредителей и каждая из этих компаний обязана получить лицензию в КЦБ. Следует помнить, что огромный недостаток чековых фондов состоял в том, что они объединяли все перечисленные функции в одних руках. Это делало возможными многочисленные злоупотребления. Паевые фонды лишены такого недостатка в силу подобного перекрестного контроля за его деятельностью.

В случае банкротства управляющей компании требования кредиторов не могут быть удовлетворены из средств фонда. Сам фонд в этом случае переходит в управление к другой компании. Такая схема дает максимальную защиту пайщикам в случае банкротства управляющей компании.

4. Ликвидность пая. Конструкция "без образования юридического лица" не позволяет пайщикам ПИФа рассчитывать ни на дивиденды, ни на проценты (в отличие от владельцев акций и облигаций компаний). Сказы-

ваются особенность инвестиционных паев: их владелец не наделяется правом участвовать в управлении фондом (в отличие от владельцев акций АО), но может требовать от управляющей компании ПИФа выкупить принадлежащие ему паи. И она обязана это сделать. Паи фондов могут быть куплены и проданы достаточно быстро и просто. Паевые инвестиционные фонды создаются с целью предоставить пайщикам возможность регулярно покупать и продавать инвестиционные паи. Тем самым обеспечивается ликвидность паев, и пайщики могут легко получить стоимость своих паев - вернуть вложения, если им потребуются деньги для иных целей. В большинстве случаев ПИФы предлагают более высокий уровень ликвидности, чем индивидуальные инвестиции. Значительные средства могут быть инвестированы или выведены из фонда по текущей на данный момент цене пая, с учетом комиссионных за покупку или продажу соответственно. Кроме того, деньги могут быть переброшены с одного рынка на другой (например, из фонда облигаций в фонд акций) за минимальную комиссию или же бесплатно.

5. Льготное налогообложение. Паевой фонд не является юридическим лицом, а потому не платит налог на прибыль. Таким образом, прирост имущества паевого инвестиционного фонда, в том числе в виде дивидендов и процентов, налогом на прибыль не облагается. ПИФы, в отличие от акционерных инвестиционных фондов, созданы не в форме юридического лица, чтобы избежать двойного налогообложения. Дело в том, что имущество и его прирост, полученный в процессе доверительного управления, согласно действующему законодательству, налогом на прибыль не облагаются. Поэтому в ПИФах налог взимается только при продаже пайщиками ранее приобретенных ими инвестиционных паев фонда (именных ценных бумаг). Доход пайщик получает в виде положительной разницы между ценой выкупа паев управляющей компанией и ценой, по которой он их приобрел. При этом граждане как владельцы паев платят подоходный налог, а юридические лица - налог на прибыль. Если разница оказывается отрицательной, инвестор несет

убытки. Причем риск потери инвестированного капитала в результате рыночных факторов или неудачного управления, как и в случае с акциями, инвестор принимает на себя.

6. Низкие операционные расходы. При управлении небольшими суммами, объединенными в большой общий фонд, можно достичь значительного снижения инвестиционных издержек по сравнению с управлением индивидуальными портфелями. Поскольку ПИФы состоят из больших профессионально управляемых портфелей, то они несут относительно более незначительные издержки по выплате комиссионного вознаграждения по сравнению с индивидуальными инвесторами. Низкие операционные издержки благоприятно сказываются на общем инвестиционном результате.

Поскольку ПИФ не является юридическим лицом, у него нет руководителей и служащих. А так как паевой инвестиционный фонд - и не акционерное общество, у него нет совета директоров, правления или дирекции, ему не требуется проводить общие собрания акционеров. Значит, не возникает трудностей, которые сейчас ставят в сложное положение любое акционерное общество со значительным числом акционеров. К тому же одна управляющая компания вправе управлять несколькими паевыми инвестиционными фондами, что также позволяет уменьшить расходы по управлению имуществом, составляющим каждый фонд.

7. Информационная открытость. По первому требованию владельцев инвестиционных паев фонда управляющая компания и агенты по размещению и выкупу инвестиционных паев представляют следующую исчерпывающую информацию о деятельности фонда: правила и проспект эмиссии; справку о стоимости чистых активов; сведения денежной отчетности о деятельности управляющего фондом; денежные отчеты управляющего фондом и специализированного депозитария. По итогам каждого денежного года обязательно публикуются вся бухгалтерская

отчетность, а также информация о расходах, возмещаемых за счет имущества фонда, и направлениях инвестирования имущества, составляющего фонд.

Таким образом, ПИФы обязаны предоставлять пайщикам информацию о структуре портфеля, направлениях инвестиционной деятельности, объемах активов и размере собственных средств управляющей компании. ПИФ регулярно отчитывается и публикует отчетность в официальных печатных изданиях и Интернете. Деятельность паевого фонда абсолютно "прозрачна" для каждого заинтересованного лица, что полностью исключает возможность сокрытия нарушений.

Таковы основные преимущества ПИФов в сравнении с другими формами коллективного инвестирования.

Роль и значение институтов коллективного инвестирования, в том числе и ПИФов, в процессе преобразования мелких распыленных сбережений населения в источник инвестиционных ресурсов, а также в решении проблемы поиска форм и инструментов их выгодного вложения целью получения приемлемого уровня дохода с использованием возможностей фондового рынка, трудно переоценить. Дело в том, что для подавляющего большинства граждан ресурсы рынка ценных бумаг практически недоступны для вложения денежных средств в целях их сбережения и накопления.

При всех своих достоинствах, в числе которых - возможность приносить значительно более высокие доходы инвесторам (по сравнению с доходностью вложений в банковские депозиты и краткосрочные инструменты денежного рынка - банковские сертификаты и векселя), этот рынок требует профессионализма, значительных затрат времени и денежных средств, постоянной работы с информацией о рынке при условии наличия доступа к такой информации, а также умения профессионально анализировать ее с целью формирования достоверного прогноза изменения рыночной ситуации. Кроме того, номинальная стоимость большинства инвестиционных инструментов - акций и облигаций, обычно составляет довольно

значительную величину, что также ограничивает возможности использования относительно небольших частных сбережений отдельных граждан.

3.2. Способы снижения рисков в деятельности паевых инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг

Как уже указывалось, ПИФы начали работу в условиях проработанной нормативно-правовой базы, детально регламентирующей их деятельность. Тем не менее, паевые фонды, как и любой другой финансовый институт, не застрахованы от разного рода рисков. Речь в данном случае идет о следующих разновидностях риска:

I. Рыночный риск (системный или недиверсифицируемый риск) – минимальный уровень риска, которого можно достичь путем диверсификации по широкой группе ценных бумаг. Колебания дохода зависят от экономической, денежной, психологической и политической обстановки, воздействующей одновременно на все ценные бумаги. Указанный риск представляет собой общий риск на все инвестиции в ценные бумаги. Применительно к инвестициям в паевые фонды, по мнению автора, он будет означать риск того, что инвестор не сможет вернуть, не понеся потерь, инвестированные в ПИФ средства, вследствие экономической, денежной, психологической и политической обстановки, воздействующей одновременно на все ценные бумаги.¹

II. Специфический риск (несистемный или диверсифицируемый риск) вызывается событиями, относящимися только к компании или эмитенту, такими, как управленческие ошибки, новые контракты, новые продукты,

¹ Паевые фонды в российской экономике / Под. ред. М. Е. Капитана. - М.: Русское экономическое общество. - 2005.

слияния и приобретения и т. п.. Применительно к паевым инвестиционным фондам указанная категория риска будет, по мнению автора, означать возможность потерь средств, инвестированных в ПИФ, вследствие ошибок управляющей компании и/или недобросовестности участников операционной схемы паевого инвестиционного фонда.

Поскольку существует широкий спектр возможностей в отношении снижения указанной категории риска, остановимся на нем более подробно. Классификацию специфического риска для паевых инвестиционных фондов можно представить следующим образом:

1. Риск инвестиций в паевой инвестиционный фонд. Его составляющими являются:

а) риск ликвидности - риск, связанный с возможностью потерь пайщика при реализации паев управляющей компании / агенту.

В процессе деятельности ПИФа могут возникнуть следующие ситуации, когда имеет место указанная категория риска:

- управляющая компания приостанавливает размещение и выкуп паев в целях защиты инвестиций пайщиков при резком снижении фондового индекса с тем, чтобы не допустить разводнения паев, а также в иных случаях. Приостановление размещения и/или выкупа паев осуществляется только по согласованию с Комитетом по ценным бумагам;

- получение пайщиком при реализации принадлежащих ему паев отрицательной курсовой разницы вследствие снижения стоимости чистых активов, обусловленного неблагоприятными изменениями конъюнктуры денежного рынка.

С риском изменения конъюнктуры денежного рынка связан риск неблагоприятного изменения стоимости пая, обусловленный использованием управляющей компанией одного из двух возможных методов определения стоимости чистых активов и стоимости пая - исторического или форвардного.

При историческом методе стоимость пая определяется до подачи инвестором заявки на приобретение или выкуп паев (по итогам стоимости чистых активов на день, предшествующий дню приема заявок). В заявке инвестор указывает, сколько паев намерен приобрести или погасить (продать).

Поскольку стоимость пая известна, определяется сумма, которую он должен внести или получить. В связи с этим, исторический метод позволяет профессиональным спекулянтам приобретать паи по более выгодным ценам, так как им известна текущая ситуация на рынке. Указанное может нанести ущерб тем пайщикам, которые такой информацией не располагают. С другой стороны, инвестор заранее знает, сколько паев и по какой стоимости он купит или продаст.

Форвардный метод не дает возможности играть на изменении рыночных цен (и, таким образом, забирать денежные средства из ПИФа в ущерб пайщикам), поскольку инвестор, подавая заявку, не знает стоимости пая. Она будет известна только в конце текущего рабочего дня, к закрытию фондового рынка. В данном случае в заявке на приобретение паев инвестор указывает, какую сумму он вносит, а в заявке на выкуп - сколько паев намерен продать или какую сумму получить. Через несколько дней после сбора заявок и оценки активов управляющая компания сообщит, сколько паев приходится на данную сумму. Причем их число может быть дробным. При инвестировании в ПИФ, в котором принят форвардный метод оценки, существует вероятность неожиданного резкого подъема стоимости пая из-за внезапного роста стоимости активов, в которые данный фонд осуществляет инвестирование. Следовательно, он получит паи по более высокой цене, на которую не рассчитывал. Разница зависит от величины взлета. В настоящее время в действующих фондах принят форвардный метод оценки стоимости пая.

б) риск операционных ошибок - риск, связанный с возможностью потерь пайщика при реализации паев вследствие ошибок, допущенных управляющей компанией при расчете стоимости чистых активов, обуслов-

ленных неверным определением признанных котировок. Подчеркнем, что в данном случае речь идет не о недобросовестных действиях управляющей компании, а об ошибке в выборе признанного организатора торговли, на котором осуществляются торги ценными бумагами, входящими в инвестиционный портфель ПИФа. А именно выбор котировок признанного организатора торговли, на котором объем сделок с ценными бумагами, входящими в инвестиционный портфель ПИФа, не является максимальным.

в) риск недобросовестной деятельности - риск, связанный с возможностью потерь пайщика при реализации паев управляющей компании, обусловленный недобросовестностью участников операционной схемы ПИФа.

Одним из основных рисков, связанных с деятельностью паевого инвестиционного фонда является риск недобросовестной деятельности участников операционной схемы ПИФа, который может повлечь частичную либо полную утрату инвестором доверенных средств. В целях снижения указанного риска органами, осуществляющими регулирование и надзор за деятельностью паевых фондов, установлен ряд требований, нарушение которых может привести к приостановлению или отзыву лицензии на управление имуществом ПИФа. Данные требования позволяют в определенной степени застраховать инвестора от недобросовестности участников операционной схемы паевого инвестиционного фонда.

В целях снижения указанных видов риска и сохранения имущества неопытного инвестора от недобросовестного использования или ошибок управляющей компании, схема коллективного инвестирования требует, чтобы инвестор доверил денежные средства не одному, а двум ответственным перед ним лицам исполнителю-управляющему и относительно независимому от него контролеру - специализированному депозитарию. Это особенно актуально для денежного рынка, на котором еще ощущаются последствия деятельности нелегализованных денежных компаний.

Следовательно, другая категория риска вложений в паевые фонды связана с недобросовестной деятельностью специализированного депозитария. В целях снижения указанной категории риска предприняты следующие ограничения:

- спецдепозитарию запрещено быть кредитором или гарантом по отношению к имуществу, составляющему ПИФ;
- спецдепозитарию запрещено распоряжаться имуществом фонда иначе, чем в соответствии с договором, заключенным с управляющей компанией;-спецдепозитарию запрещено приобретать паи ПИФа, имущество которого находится у него на хранении, а также смешивать или продавать фонду свое собственное имущество. Он обязан хранить свое имущество и имущество фонда отдельно;
- спецдепозитарий обязан предоставлять для проверки финансовую и иную учетную документацию, а также реестры владельцев паев в ФКЦБ;
- к величине собственного капитала.

В отношении рисков управления портфелем и технических рисков необходимо заметить, что возможность их снижения зависит от компетентности управляющего.

Исходя из представленной классификации рисков, связанных с деятельностью паевых инвестиционных фондов, можно говорить о том, что они не существуют обособленно друг от друга, а наоборот взаимосвязаны и взаимообусловлены. Следовательно, при определении возможностей их снижения необходимо исходить из комплексности мер, используемых для решения указанной задачи.

Таким образом, можно видеть, что, несмотря на существующие жесткие ограничения деятельности паевого инвестиционного фонда, инвестиции в ПИФ представляются достаточно рискованными. Однако высокая рискованность инвестиций в ПИФ обусловлена возможностью получения более высокого дохода.

Итак, привлекательность ПИФов для инвесторов обусловлена следующими их качествами. Первое качество - доход. Инвестиционный фонд в результате специфики своей деятельности может предложить инвестору такой доход, который не предложит ни один из существующих в настоящее время денежных институтов. Указанный доход может быть более высоким, благодаря инвестициям и инвестиционным операциям, которые недоступны другим финансовым институтам и инвесторам.

Второе качество - возможность для инвестора выхода на новые инвестиционные рынки. Инвестиционные фонды появлялись в острой конкурентной борьбе с банками и другими денежными учреждениями. Сложность данной конкуренции состояла в том, что и банки, и страховые компании, и инвестиционные фонды - посредники. Полезность посредника именно в том, чтобы его услуга была действительно нужной, чтобы частный инвестор однозначно понимал, что без помощника или посредника он не обойдется.

Третье качество - тщательная регламентация деятельности паевых инвестиционных фондов со стороны регулирующих органов и участников операционной схемы ПИФов.

Четвертое качество - прозрачность деятельности для инвесторов.

Пятое качество - предоставление дополнительных услуг для инвесторов в новой, особой форме. За десятилетия своего стремительного роста в странах с устоявшейся рыночной экономикой инвестиционные фонды сумели найти такие формы обслуживания клиентов и инвесторов, которых не было ранее, которые не предлагались ни одним другим финансовым учреждением.

Привлекательность паевых инвестиционных фондов для инвесторов будет способствовать росту количества институтов указанной формы коллективного инвестирования, что является положительным фактором для экономики в целом вследствие следующих причин:

Фонды позволят повысить эффективность и информационную прозрачность рынка. Раскрытие информации фондами будет способствовать повышению информированности вкладчиков и накоплению ими денежного опыта, необходимого для инвестирования в сложных сегодняшних рыночных условиях. Все большее число инвесторов будет становится информированными, а, поскольку цены на рынках ценных бумаг складываются в результате торгов информированных инвесторов, следовательно, сами цены начинают отражать всю имеющуюся в экономике информацию о той или иной ценной бумаге или эмитенте. Рынок, где цены отражают всю информацию, где они складываются под влиянием знаний и информированности, называют эффективным рынком. Такой рынок гораздо более надежен и менее рискован.

2. Благодаря инвестиционным фондам, у населения появляется возможность создать диверсифицированный инвестиционный портфель, что поможет эффективно защитить их капитал от инфляции, а государство получит дополнительный источник инвестиций. На рынке ценных бумаг доходы и требования к капиталу выше. Чтобы действительно зарабатывать на рынке ценных бумаг высокие доходы, следует вложить больший капитал. Инвестиционные фонды аккумулируют сбережения множества вкладчиков и вкладывают их в различные ценные бумаги, в результате чего достигается диверсификация.

3.3. Инвестиционные портфели ПИФов и методы повышения эффективности управления фондами на рынке ценных бумаг

Система мероприятий по формированию портфелей фондов для инвесторов и по повышению эффективности управления самими ПИФаами предполагает проведение анализа для следующих целевых групп исследования:

1. для пайщиков всех типов, денежных консультантов и менеджеров по работе с клиентами Управляющих компаний;
2. для управляющих компаний ПИФаами:
 - в целях оценки эффективности управляющего фондами;
 - в маркетинговых целях;
 - в целях формирования инвестиционных портфелей в "фондах фондов";
3. для целей оценки надежности фондов регулирующими и контролирующими органами.

Система ценностей и инвестиционных предпочтений инвесторов отлична. Характерным является лишь то, что все типы инвесторов стремятся к сохранению и преумножению капитала. Однако рассматривать целевую функцию в таком контексте не представляется верным. Объективные причины – предрасположенность к риску, время инвестирования, рыночная ситуация и прочее накладывают ряд ограничений на выбор инвестора. В этой связи целесообразно рассмотреть наиболее общие цели вложения для определения типов фондов, соответствующих требованиям и инвестиционным предпочтениям инвесторов.¹

Как уже было отмечено, ПИФы обеспечивают возможность доступа на фондовый рынок как физическому, так и юридическому лицу.

¹ Кокшаров А. ПИФы против стратегии "купи и держи". // Журнал РЦБ, 2004 г.-№16

Большинство частных инвесторов рассматривают ПИФ как альтернатива простого сбережения, банковского депозита, вложения в валюту, в строительство, при этом целевой характер использования данного инструмента явно не определен. Во внимание берется доходность и принцип: "не класть все яйца в одну корзину".

ПИФы используются в качестве накопления на определенную дату под конкретную цель: стартовый капитал к совершеннолетию детей; средства, предназначенные для образования; использование фондов в качестве денежного потока на текущие платежи; пенсионные накопления.

Рекомендуемые модели поведения инвесторов будут отличаться в зависимости от выделенных признаков отнесения пайщиков к тому или иному типу - "активные" и "пассивные". В общем случае полученные результаты исследования должны применяться инвесторами при выборе ПИФа. Активные инвесторы-пайщики будут выбирать фонды с меньшим показателем монотонности при равнозначном показателе риска и доходности ПИФов, краткосрочные пассивные инвесторы склонны к выбору ПИФа с показателем монотонности близким к верхней границе значений.

Наибольшей доходностью на длительном горизонте характеризуются фонды акций. Однако мастерство управляющего, позволяющее максимизировать доходность, при наибольших значениях монотонности пая может проявиться в фондах смешанного типа и как показали проведенные расчеты в ПИФах облигаций. Необходимо учесть, что выявленный облигационный ПИФ подтвердил свое право на попадание в группу лучших фондов Роста при оценке сохранения тенденций.

Здесь и в дальнейшем отметим, что окончательное решение пайщика о целесообразности инвестирования или предложение рекомендаций специалистом следует принимать при учете инвестиционных предпочтений конкретного инвестора по факторам инвестиционной привлекательности ПИФа.

В ситуации, когда пайщик ограничен сроком инвестирования до 1 года и менее, и тем более, если инвестиционный горизонт явно не определен (погашение паев может состояться и в интервале спекулятивного периода), а также умеренных пайщиков по соотношению показателя доходность/риск наиболее предпочтительными фондами являются ПИФы, предполагающие максимизацию критерия монотонности, при наибольших значениях доходности соответствующих фондов.

Для краткосрочных пассивных пайщиков наибольший интерес представляют ПИФы, вошедшие в группу фондов краткосрочного Сохранения.

В данной группе преобладают фонды консервативного и умеренного толка - ПИФы облигаций и ПИФы Смешанных инвестиций. В силу неопределенного периода времени данный тип фондов оценивался по спекулятивному периоду при условии "падающего рынка". Следует отметить, что фонды в данной группе анализировались на критические значения и поэтому могут быть включены в портфели инвесторов с более длительным инвестиционным горизонтом.

Попадание в данную группу фондов смешанного типа особенно ценно для пассивных краткосрочных инвесторов, толерантных к повышенному риску. При этом пайщик и тем более финансовый консультант, должен иметь ввиду существующую вероятность отклонения от заданных параметров в выделяемых фондах смешанных инвестиций, что может негативно сказаться на результате по сравнению лучшими по данной выборке фондами облигаций.

Инвестиционная стратегия управления активами в ПИФах активного пайщика должна строиться исходя из трех основных стратегий:

- управление активами на растущем трендовом рынке;
- управление активами на падающем трендовом рынке;
- управление активами в состоянии явной неопределенности тренда рынка (высоковолатильный рынок, "боковик").

В общем виде задача оптимизации активного пайщика должна удовлетворять критериям минимизации монотонности пая, при обеспечении наибольшей доходности ПИФа в случае растущего и высоковолатильного рынка и максимизации монотонности пая, при наибольшей доходности ПИФа в случае падающего рынка. Исходя из данных умозаключений, выявим наиболее подходящие типы фондов и виды фондов, удовлетворяющие инвестиционным предпочтениям активного пайщика:

Для решения задачи управления активами на растущем рынке наиболее подходящими фондами являются ПИФы спекуляций, при этом наибольшей инвестиционной привлекательностью обладают ПИФы, застрахованные от фактора "действий управляющего" - это Индексные фонды, состав и структура активов которых соответствует выбранному рыночному индексу.

В группу фондов, подходящих для совершения спекулятивных операций, помимо индексных ПИФов, входят фонды акций. В данной ситуации фонды акций характеризуются либо пассивным управлением, которое порой повторяет динамику фондовых индексов, что обычно отражается в Инвестиционной декларации ПИФа. При этом выделяется возможность управляющего совершать пересмотр состава активов, что отразилось на смене в указанном фонде акций при реорганизации компании на акции, а также в невключении в состав активов компании.

Прочие фонды акций в группе характеризуются повышенной волатильностью на анализируемых периодах, что при соблюдении максимальной доходности говорит об агрессивной политике управляющего паевым фондом.

Основной задачей активного пайщика является получение доходности, превышающей аналогичную доходность, выбранного для сравнения ПИФа (бэнчмарка) посредством отслеживания рыночных тенденций, оперативного фиксирования прибыли/убытков (погашение пая) и входа в позицию (покупка пая).

В реализации задачи управления активами на падающем рынке активный инвестор может использовать следующие стратегии:

- перевести активы в *фонды Сохранения* на период нисходящей тенденции и дождавшись благоприятного момента осуществить инвестирование в трендовые фонды Роста или Спекуляций. При данной стратегии время реакции пайщика не столь актуально, поскольку слом той или иной тенденции не происходит в одночасье. В этом случае пайщик занимает выжидательную позицию, например, в фондах Облигаций или Смешанного типа, которые будут удовлетворять критериям максимизации монотонности, при обеспечении наибольшей доходности. Срок нахождения в данных фондах может оказаться затяжным, что негативно скажется на ожидаемой доходности, поэтому агрессивные активные пайщики могут воспользоваться следующей стратегией;

- вложение активов в фонды Сохранения осуществляется на краткосрочной основе, при этом необходимо выбрать именно те фонды, которые наиболее защищены от общей негативной тенденции – консервативные ПИФы - фонды *Сохранения Краткосрочные* в нашей типологизации ПИФов, проявляющие себя наиболее устойчиво на небольшом инвестиционном горизонте. При этом доходность инвестора в первую очередь будет формироваться за счет краткосрочного перевода активов в спекулятивные ПИФы, получение дохода на так называемых "отскоках" от общей тенденции. Данная стратегия сопряжена с повышенным риском возможности данного "отскока", так и с временным риском осуществления операций по перерегистрации прав в выбранных фондах. Наиболее предпочтительным для инвестора является выбор Управляющей компании, располагающей инструментарием проведения срочных операций с паями фондов.

При управлении активами на волатильном рынке активному пайщику подходит стратегия, описанная в предыдущем пункте и основанная на совершении краткосрочных операций между фондами Сохранения и фондами Спе-

куляций с ограниченным влиянием управляющего на сам процесс управления активами ПИФа.

Описанные выше стратегии могут применяться юридическими лицами - организациями, принявшими решение использовать ПИФы в качестве:

- актива, способного приносить текущий доход;
- диверсификации активов организации;
- инструмента оптимизации налогов;
- инструмента сохранения временно свободных активов;
- инструмента целевого накопления к отдаленной дате.

При этом на выбор активной или пассивной стратегии влияют в первую очередь временные ограничения на размещение ресурсов, что обуславливает частный подход к каждой конкретной организации.

Основными задачами создания и управления паевых инвестиционных фондов является обеспечение долгосрочного прироста стоимости активов учредителей управления. Руководство управляющей компании должно оценивать эффективность самого управляющего фондом, ведь именно от его профессионализма, мастерства и таланта зависят доходы инвестора, а соответственно и денежные результаты деятельности самой компании.

При этом необходимо учитывать специфику фонда, заданную изначально стратегией управления активами. Управление пассивными фондами носит скорее характер технического управления, предполагающего контроль за составом и структурой активов, нежели за их ценовой динамикой. Проводя риск - менеджмент активов фонда показатель монотонности используется в качестве критерия эффективности управления, значение которого должно быть максимизировано.

Одним из подходов в оценке эффективности является сопоставление результатов управления с эталонными показателями, например общепризнанными фондовыми индексами. В этом ключе управляющим компаниям целесообразно использовать показатель монотонности индексов, принимаемых в

качестве бэнчмарка устойчивости рынка по сравнению с устойчивостью ПИФом.

Управляющие компании ПИФаами должны учитывать показатель монотонности в качестве фактора инвестиционной привлекательности фонда, в том числе при планировании маркетинговой политики.

У каждого инвестора имеются свои инвестиционные предпочтения, на основе которых он принимает решение о вложении своих активов в ту или иную компанию, удовлетворяющую предъявляемым требованиям, учитывая их, компании могут привлечь большее число клиентов.

При выборе управляющей компании ПИФаами инвесторы руководствуются множеством показателей, которые отражают инвестиционную привлекательность данного инструмента.

Управляющая компания может увеличить свою клиентскую базу и повысить сервисность обслуживания за счет имеющегося инструментария, который может быть использован при работе с паями различными типами инвесторов. Так можно назвать возможность срочной покупки, продажи, обмена паев, что наиболее полно отражает инвестиционные предпочтения активного инвестора. Как активному, так и пассивному инвестору будет полезна услуга "ПИФ - брокера", позволяющая осуществлять операции по телефону в реальном времени. При прочих равных условиях, компания, имеющая такие услуги, будет предпочтительнее прочих.

Не так давно на фондовом рынке коллективного инвестирования появились "фонды фондов". Характеристикой данного вида ПИФов служит фондовый характер формирования активов. В портфель фонда управляющий приобретает не акции и облигации, а паи других ПИФов. При этом происходит усреднение показателей деятельности входящих в Фонд Фондов ПИФов.

При управлении таким ПИФом управляющий должен придерживаться активной стратегии управления, предполагающий жесткий контроль за сос-

тавом ПИФов в портфеле управляемого фонда. Поскольку процесс формирования такого ПИФа, управления им и оценки более трудоемкий, в том числе по времени возникает необходимость оценки всей совокупности фондов.

При наличии более длительной истории функционирования ПИФов возможно обоснование применимости нормативных значений ликвидности пая, выраженного в показателе монотонности. Понятно, что все значения будут лежать в диапазоне от 1 до -1. Нормативные значения показателей должны рассчитываться для каждого вида фондов отдельно. При этом также возможно сравнение данных значений со значениями по общерыночным индексам.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) - это объединенные средства инвесторов, переданные в доверительное управление управляющей компании. Сам паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом, а по сути, это инвестиционный портфель.

Сейчас ПИФы становятся все более и более популярными. Не только среди тех, кто давно следит за фондовым рынком и хорошо осведомлен о деятельности паевых фондов, но и среди быстро растущего числа частных инвесторов.

Во многом это связано с изменениями, происходящими на денежных рынках страны, - снижением процентных ставок по вкладам в банках, падением курса доллара. Владельцы сбережений становятся более восприимчивыми к информации о новых способах сохранения и приумножения своих денег.

Благодаря росту экономики постепенно развивается рынок ценных бумаг - все чаще в деловых СМИ появляется информация о росте рынка акций или стремительном развитии коллективных инвестиций (в том числе ПИФов).

Хотя рынок паевых фондов быстро меняется, но те основы, которые рассмотрены в этой работе, являются самыми важными для успешного инвестирования в паевые фонды и будут актуальны для инвестора спустя долгое время.

Совершать операции с паями можно по Интернету через торговую систему, а также отдавая поручения брокеру напрямую или по телефону.

По мере роста ликвидности биржевого рынка сделки с паями на бирже будут иметь свои преимущества перед покупкой-продажей паев через управляющую компанию.

Биржевой рынок паев неликвиден. Это значит, что на торгах мало предложений на покупку и продажу паев, разница между ценой предложения и спроса может составлять несколько процентов, а цена совершаемых сделок невыгодно отличается от цены, рассчитываемой управляющей компанией. Все это делает биржевое обращение паев пока малопривлекательным для инвесторов.

Биржевое обращение паев позволяет инвесторам покупать паи инвестиционных фондов независимо от территориального местоположения. Организация биржевого обращения паев также создает дополнительные возможности для инвесторов, которые инвестируют в интервальные фонды, так как покупать и продавать паи на бирже можно в любое время, а не только во время установленного управляющей компанией периода открытия интервала. Таким образом, инвесторы могут в любое время выходить из этих фондов, фиксируя прибыль.

Еще большее значение имеет биржевое обращение для закрытых паевых инвестиционных фондов. Организация вторичного обращения позволяет инвесторам продавать паи закрытых фондов недвижимости, не дожидаясь окончания срока существования фонда. Проще становится купить паи. Если минимальные суммы при формировании фондов недвижимости составляют большие суммы, то на бирже частные инвесторы смогут покупать паи на значительно меньшие суммы.

Паевые инвестиционные фонды занимают существенное место в сфере коллективного инвестирования как по количеству фондов и пайщиков, так и по активам, переданным в доверительное управление учредителями управления. Роль ПИФов заключается в возможности доступа частного инвестора к финансовым инвестициям путем аккумулирования денежных средств инвесторов и их вложением в инвестиционно-привлекательные объекты, обладающие потенциалом роста стоимости.

ЛИТЕРАТУРА

1. Капитан М.Е., Барановский Д.С. Паевые фонды: современный подход к управлению деньгами. Питер, 2007.
2. Капитан М. ПИФы в 2004 году // Инвестиции плюс (Москва). - №1 (63), 2005 г.
3. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. Учебник под ред. О.И.Дертмеровой, Н.М.Коржукова. М., 2002
4. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. Учеб. пособие. М., 2000
5. Ценные бумаги и фондовая биржа. В.А.Лялин., П.В.Воробьев. М., 2000
6. Ценные бумаги. Учебник. Б.А.Колманюк. С/П. 2001
7. Рынок ценных бумаг. В.А.Лялин. П.В.Воробьева. М., 2008
8. Рынок ценных бумаг. Учебное пособие. Под ред. проф. В.С. Золотарева. Р /Д. 2000.
9. Рынок ценных бумаг. Учебник под ред. проф. Е.Ф.Жукова. М. 2006
10. В.А.Лялин. Ценные бумаги и фондовая биржа. М., 2000
11. Б.А.Колтынюк. Ценные бумаги. Учебник, С/П. 2001
12. Ельник К. Активный и пассивный инвестиционный менеджмент. // Журнал РЦБ, 2004 г. - №3.
13. Зельцер М.Б. Инвестиционная привлекательность ПИФов//Информационно-аналитический журнал ММВБ "Биржевое обозрение". -М., №1(15), 2005.
14. Кокшаров А. ПИФы против стратегии "купи и держи". // Журнал РЦБ, 2004 г.-№16.
15. Новиков А.В. Фондовый рынок как механизм привлечения инвестиций.-Новосибирск: издательство НГАЭиУ, 2000.-е. 57-70, 138- 160.
16. Новикова И.Я. Зарубежные фондовые рынки: Современное состояние и тенденции развития: Учеб. пос.Новосибирск: НГАЭиУ, 2002.

17. Паевые фонды в российской экономике / Под. ред. М. Е. Капитана. - М.: Русское экономическое общество. - 2005.
18. Пушков А., Каштан М.Е. Кто есть кто на рынке коллективных инвестиций. — М.: Альпина Паблишер, 2003.
19. «Рынок ценных бумаг» УМК. под редакцией А. В. Новикова, Е. Е. Алексеева, П. А. Новгородова, И. Н. Николаева, Ю. В. Степаненкова. Новосибирск, 2003.
20. Фобоцци Фрэнк Дж. Управление инвестициями. М.: Инфра-М, 2000.
21. Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли В. «Инвестиции». - М: ИНФРА-М, 2001.
22. Альшанский Л. От чего зависит эффективность работы на финансовом рынке? // Журнал РЦБ, 2003 г. - №18.
23. Американские взаимные фонды: итоги III квартала 2003 г. K2Kapital, 2003.
24. Анисимов О., Кузин А. Как зарабатывают управляющие компании. // "Финанс", 2005.- №8.
25. Антонец О., Соколов А. Портфельные инвестиции: акции или облигации, 2003. ([http:// www. Director-info, ru](http://www.Director-info.ru))
26. Аринин С. Активное и пассивное управление портфелем. Финам, 2003.
27. Аббасов А.М. Долговой рынок Азербайджана. Баку - 2002
28. Бакстон С. Инвестиционные фонды Великобритании: современные тенденции // Инвестиции плюс, 1998, № 2.
29. Гитман Л.Дж, Джонк МД, Основы инвестирования. Пер. с англ.- М.: Дело, 1997.
30. Ельник К. Активный и пассивный инвестиционный менеджмент. // Журнал РЦБ, 2004 г. - №3.

X Ü L A S Ə

Hər bir ölkənin iqtisadi inkişafı uzunmüddətli investisiyalarsız mümkün deyil. Odur ki, əsas vəzifələrdən biri fiziki şəxslərdən akkumulyasiya edilmiş vəsaitlərin uzunmüddətli investisiyaya jəlb edilməsi mexanizmlərinin yaradılmasıdır ki, bununla da əsasən investisiya fondları məşğul olurlar.

Müasir dövrdə kollektiv investisiya problemləri hər bir ölkənin iqtisadiyyatının inkişafında mühüm əhəmiyyət kəsb edən problemlərdən biridir.

Pay investisiya fondları həm fondların və payçıların sayına görə, həm də təsisçilər tərəfindən etibarlı idarətməyə verilmiş aktivlərə görə kollektiv investisiya sferasında mühüm yer tutur. Eyni zamanda ayrı-ayrı investorların vəsaitlərindən akkumulyasiya edilmiş maliyyə investisiyalarına fərdi investorların çıxışının təmin edilməsində pay investisiya fondlarının rolu çox böyük əhəmiyyətə malikdir.

Pay investisiya fondları həm fiziki, həm də hüquqi şəxslərin fond bazarına çıxışını təmin edir.

İnvestorların əksəriyyəti pay investisiya fondlarını adi yığımlara, bank depozitlərinə, eləcə də valyutaya və tikintiyə edilən qoyuluşlara alternativ hesab edirlər.

Əsas investisiya obyektləri qiymətli kağızlar və daşınmaz əmlakdır. Onu da qeyd etmək lazımdır ki, pay investisiya fondları yaradıldığı vaxtdan başlayaraq payçıların vəsaitlərini qiymətli kağızlara investisiya əməliyyatlarını həyata keçirirlər.

S U M M A R Y

Economic growth is impossible without a long-term investment. Therefore one of the main tasks is the creation of long-term investment accumulates mechanisms, of funds, which are used by investment funds as a source of long-term.

At present, the problem of collective investment is extremely relevant for the economic development of any country.

Mutual funds hold a significant place in the field of collective investment. The role of mutual funds is the ability to private investor access to financial investments by accumulating funds from investors, their investment in the investment attractive objects.

Mutual funds provide access to the stock market of the physical and legal entity. Most private investors are considering mutual funds as an alternative to a simple savings, bank deposits, to investments in currency, investment in construction.

The main targets for investment are securities are the property. It should be noted that mutual funds engaged in investment funds of shareholders in securities.

О Т З Ы В
на магистерскую диссертацию магистра
Велизаде Эльмар Байрам оглы
по специальности 010003 –Финансы и кредит
на тему «Паевые инвестиционные фонды и
их роль на рынке ценных бумаг»

В развитых странах Западной Европы, в США и Японии одним из главных источников долгосрочных инвестиций является рынок ценных бумаг. Посредством выпуска акций и корпоративных облигаций предприятия этих стран привлекают 50-80% всех инвестиционных ресурсов

Рост экономики любой страны невозможен без долгосрочных инвестиций. Банковские кредиты носят характер краткосрочного финансирования, являются дорогим и труднодоступным источником для большинства предприятий и не могут рассматриваться как источник долгосрочных вложений в модернизацию оборудования и организацию нового производства.

Одной из главных задач является создание механизмов долгосрочного инвестирования аккумулированных средств физических лиц, которые используются как долгосрочный источник инвестиционными фондами.

На современном этапе проблемы коллективного инвестирования являются чрезвычайно актуальными для развития экономики любой страны. В этих условиях, важную роль приобретает исследование механизмов регулирования и стимулирования развития паевых инвестиционных фондов в целях наращивания инвестиционной направленности рынка ценных бумаг и мотивации его участников. Поэтому магистерская диссертация посвящена актуальной теме.

Тенденции последних десятилетий в части все более широкого использования методов коллективного инвестирования в США, Великобритании, Германии также подчеркивает теоретическую и практическую значимость этой проблематики.

Магистерская диссертация состоит из введения, трех глав, девяти параграфов, выводов и списка литературы.

В введении автор сумел обосновать актуальность темы.

В первой главе изучаются экономическая природа и виды коллективных инвестиций, а также паевые инвестиционные фонды и их особенности и обобщаются основные направления зарубежного опыта функционирования паевых фондов.

Вторая глава работы посвящена вопросам деятельности и структуре паевых инвестиционных фондов. В этой главе рассмотрены структура ПИФов и требования к структуре инвестиционного портфеля паевого инвестиционного фонда, изучены формы покупки и продажа паев, формирование доходов ПИФов и его значение в дальнейшей деятельности инвестором-пайщиков, а также дается классификация рисков инвестирования в паевые инвестиционные фонды.

Третья глава посвящена вопросам роли паевых инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг. В этой главе широко освещаются роль и преимущества организации деятельности паевых инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг, даются способы снижения рисков в деятельности паевых инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг, а также автором изучены вопросы формирования инвестиционного портфеля ПИФов и методы по повышению эффективности управления фондами на рынке ценных бумаг.

В заключение диссертации приведены выводы и предложения исследования и список литературы.

Объем магистерской диссертации состоит из 94 страниц.

В целом магистерская диссертация выполнена на высоком уровне. Работа интересная, выводы актуальные, и она отвечает всем требованиям, предъявленным магистерским диссертациям, работу считаю целесообразным допускать на защиту.

Научный руководитель:

к.э.н. Ф.Муршидли

О Т З Ы В
на магистерскую диссертацию магистра
Велизаде Эльмар Байрам оглы
по специальности 010003 –Финансы и кредит
на тему «Паевые инвестиционные фонды и
их роль на рынке ценных бумаг»

Успех модернизации отечественной экономики во многом зависит от способности создать условия, когда денежные средства, принадлежащие гражданам, будут легко переходить с помощью денежных посредников из разряда сбережений в разряд долгосрочных инвестиций и туда, где будут давать наибольшую прибыль.

Развитие реального сектора экономики любой страны напрямую зависит от способности привлечь денежные ресурсы на эти цели. Наиболее значительным по объему и достаточно долгосрочным инвестиционным ресурсом являются сбережения населения. В условиях транзитивной экономики полнота аккумуляции свободных денежных средств населения может стать самостоятельным фактором экономического роста.

В отличие от банковских, страховых и других видов денежных институтов, паевые инвестиционные фонды стали совершенно новой разновидностью института денежного посредничества.

Изучение опыта стран, где преимущества различных форм коллективного инвестирования не вызывают сомнений, позволяет сделать выводы о том, что от развития коллективных инвестиций выигрывает все население, поскольку с их помощью увеличивается приток капиталовложений в экономику, что создает условия для экономического роста.

Паевой инвестиционный фонд это форма коллективного инвестирования, при которой средства вкладчиков инвестируются профессиональным управляющим в ценные бумаги, недвижимость и права на нее с целью получения прироста на вложенный капитал.

Роль ПИФов заключается в возможности доступа частного инвестора к финансовым инвестициям путем аккумулирования денежных средств инвесторов и их вложением в инвестиционно-привлекательные объекты, обладающие потенциалом роста стоимости.

Большинство частных инвесторов рассматривают ПИФ как альтернатива простого сбережения, банковского депозита, вложения в валюту, в строительство. Эти и другие вопросы широко освещены в магистерской диссертации по теме «Паевые инвестиционные фонды и их роль на рынке ценных бумаг».

Работа состоит из введения, трех глав, из выводов и предложений, а также из списка литературы.

Автор во введении обосновывает актуальность темы.

В первой главе раскрывается экономическая суть коллективных инвестиций, освещаются основные особенности паевых инвестиционных фондов и основные направления зарубежного опыта по деятельности паевых фондов.

Во второй главе рассматриваются вопросы по деятельности и структуре паевых инвестиционных фондов, а также вопросы по покупке и продаже паев, по формированию доходов паевых инвестиционных фондов.

Третья глава посвящена роли паевых инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг. В этой главе автором даны методы по повышению эффективности управления фондами на рынке ценных бумаг.

В целом магистерская диссертация выполнена на высоком уровне и она отвечает всем требованиям, предъявленным магистерским диссертациям. Работу считаю целесообразным допускать на защиту.

Рецензент:

доц. З.Г.Ибрагимов

РЕФЕРАТ

на магистерскую диссертацию магистра Велизаде

Эльмар Байрам оглы по специальности – 010003

«Финансы и кредит» на тему «Паевые инвестиционные фонды и их роль на рынке ценных бумаг»

Актуальность темы исследования. Рост экономики любой страны невозможен без долгосрочных инвестиций. Банковские кредиты носят характер краткосрочного финансирования, являются дорогим и труднодоступным источником для большинства предприятий и не могут рассматриваться как источник долгосрочных вложений в модернизацию оборудования и организацию нового производства.

Поэтому одной из главных задач является создание механизмов долгосрочного инвестирования аккумулированных средств физических лиц, которые используются как долгосрочный источник инвестиционными фондами. Следует отметить, что средства страховых компаний, также являющиеся долгосрочным источником в развитых странах, в настоящее время используются также ограничено, поскольку на страховом рынке преобладают краткосрочные вложения.

Актуальность темы исследования обусловлена тем, что в условиях, когда частные инвесторы нуждаются в доходных и надежных инструментах размещения своих сбережений, а предприятиям необходимы дополнительные инвестиции и формирование рынка коллективных инвестиций должно стать тем локомотивом, который выведет частные сбережения и вовлечет их в инвестиционный процесс через формирование фондов под руководством профессионалов рынка, способных эффективно разместить средства мелких инвесторов, и обеспечить приемлемый уровень дохода на вложенный капитал. В современных условиях развития экономики полнота аккумуляции свободных денежных средств населения может стать самостоятельным фактором экономического роста.

Предмет и объект магистерской диссертации. Предметом исследования являются денежные, правовые, информационные и организационные взаимоотношения, возникающих в процессе формирования, использования и управления денежными ресурсами инвестиционных паевых фондов. **Объектом** исследования явились паевые инвестиционные фонды как субъекты института коллективных инвестиций на рынке ценных бумаг.

Теоретические и методологические основы исследования. Методология магистерской диссертации основана на принципах системном подходе к исследованию проблем функционирования паевых инвестиционных фондов, их надежности и доходности. Теоретической основой диссертации явились труды отечественных и зарубежных ученых по проблемам фондового рынка, деятельности институциональных инвесторов, денежной устойчивости и эффективности, а также материалы научных конференций и публикации в периодических изданиях.

Научная новизна диссертации заключается в том, что на основе комплексного анализа деятельности инвестиционных фондов разработаны рекомендации по совершенствованию механизма управления, повышению надежности и доходности паевых инвестиционных фондов.

1. В работе исследованы особенности функционирования паевых инвестиционных фондов по сравнению с другими институтами коллективных инвестиций и уточнена их классификация в зависимости от сроков и условий погашения паев, направлений инвестирования денежных средств, величины совокупных чистых активов, уровня доходности
2. Уточнены понятие рынка коллективных инвестиций и перечень его элементов, таких как источники коллективных инвестиций, инструменты их вложения, специализированные институты коллективного инвестирования и их инфраструктура
3. Конкретизирован институциональный состав участников рынка коллективного инвестирования, в том числе особенности инфраструктуры

коллективного инвестора; на основе исследования зарубежного опыта функционирования паевых инвестиционных фондов сформулированы их принципиальные отличия от других форм коллективного инвестирования.

Практическая значимость магистерской диссертации заключается в возможности использования основных обобщений, выводов и конкретных рекомендаций при принятии решений по обеспечению эффективности деятельности паевых инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг совершенствованию механизма управления средствами корпоративных и частных инвесторов. Реализация разработанных в диссертации предложений по повышению надежности и доходности институтов коллективных инвестиций будет содействовать инвестиционной активности в республике, обеспечению высоких и стабильных доходов инвесторам, оптимизации процессов управления инвестиционными фондами.

Объем и структура диссертации. Магистерская диссертация состоит из 94 страниц и имеет следующую структуру: введение, три главы, девять параграфов, выводы и предложения и список литературы.

В первой главе исследуются экономическая суть коллективных инвестиций, освещаются основные особенности паевых инвестиционных фондов и основные направления зарубежного опыта по деятельности паевых фондов.

Во второй главе проанализировано формирование института паевых инвестиционных фондов, выделены факторы, оказывающие влияние на развитие паевых фондов, изучены вопросы по деятельности и структуре паевых инвестиционных фондов

Третья глава посвящена рассмотрению проблем повышения эффективности управления средствами паевых инвестиционных фондов: оценке качества управления денежными ресурсами и совершенствованию управления ими на рынке ценных бумаг.

В заключении обобщены важнейшие научно-теоретические выводы и практические рекомендации по результатам проведенного исследования.