СОДЕРЖАНИЕ

Введение

1 Сущность и основы деятельности паевых инвестиционных фондов

1.1 Понятие, отличительные особенности и классификация паевых инвестиционных фондов

1.2 Законодательное регулирование деятельности паевых инвестиционных фондов

2 Анализ деятельности российских паевых инвестиционных фондов

2.1 Развитие паевых инвестиционных фондов на современном этапе

2.2 Основные субъекты инвестирования в паевые инвестиционные фонды

2.3 Сравнительный анализ различных инструментов инвестирования

3 Проблемы повышения эффективности деятельности российских паевых инвестиционных фондов

3.1 Развитие инструментов инвестирования паевых инвестиционных фондов

3.2 Необходимость и основные направления реформирования законодательства о паевых инвестиционных фондах

Заключение

Список использованной литературы

Введение

Паевые инвестиционные фонды (ПИФ) в Российской Федерации действуют на основании «Закона об инвестиционных фондах» N 156-ФЗ от 4 декабря 2001 года, который дает следующее определение ПИФа:

Паевой инвестиционный фонд - обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителями доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией. Паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом.

Основная деятельность инвестиционного фонда - выпуск акций, их продажа и вложение мобилизованных средств в другие ценные бумаги, приносящие доход. Таким образом, цель инвестиционного фонда - обеспечение доходности вложений и приращение вложенных средств. В отличие от инвестиционных компаний у инвестиционных фондов отсутствует ограничение на источники формирования ресурсов. Они могут формировать свои ресурсы за счет средств населения.

Паевые инвестиционные фонды в России были образованы по зарубежному образцу для совершенствования инвестиционной деятельности на вторичном рынке ценных бумаг. Законодательной основой создания ПИФов в России послужил Указ Президента РФ “О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации” от 26 июля 1995 г. ПИФ денежного рынка является юридическим лицом, обычно акционерным обществом, которое выпускает акции и погашает их при выходе инвестора из фонда. В настоящее время издан ряд нормативно-правовых документов, которые обеспечивают приоритетное развитие ПИФов в России[[1]](#footnote-1).

Актуальность дипломной работы обусловлена тем, что в настоящее время коллективные инвестиции – одна из самых динамично развивающихся отраслей в России. Как известно, большинство российских предприятий не обладает реальными источниками восполнения и наращивания собственных ресурсов, что обусловливает необходимость использования заемных и привлеченных ресурсов. Низкий уровень рентабельности определяет невозможность развития как за счет реинвестирования прибыли, так и путем эмиссии ценных бумаг. Состояние рынка корпоративных ценных бумаг не позволяет рассматривать вложения в акции и облигации акционерных обществ как ликвидные. Вследствие неразвитости фондового рынка банковский кредит выступает как одна из основных форм поддержки инвестиционных проектов. В то же время сложился ряд факторов, которые служат серьезными препятствиями для инвестиционной деятельности банков.

Сейчас, в связи с развитием различных способов инвестирования в нашей стране, и растущей информированностью населения о фондовом рынке, паевые инвестиционные фонды становится все более популярным инструментом осуществления инвестиций. Однако, следует понимать, что паевые фонды, в большинстве своем рассчитаны на среднесрочные и долгосрочные инвестиции.

Цель дипломной работы – рассмотреть функционирование и деятельность паевых инвестиционных фондов.

Для реализации поставленной цели необходимо осуществить следующие конкретные задачи:

- дать понятие инвестиций и инвестиционной деятельности;

- рассмотреть сущность коллективных инвестиций и развитие рынка коллективных инвестиций;

- описать историю развития паевых инвестиционных фондов в России и за рубежом;

- дать характеристику паевых инвестиционных фондов;

- рассмотреть виды паевых инвестиционных фондов;

- описать правовое регулирование паевых инвестиционных фондов;

- проанализировать деятельность VIP на российском рынке коллективных инвестиций.

Объектом данной дипломной работы является виды деятельности паевых инвестиционных фондов.

Предметом – паевые инвестиционные фонды на рынке коллективных инвестиций.

Проблемы развития паевых инвестиционных фондов освящены в работах Витрянского В.В. , Игнатьевой Д. А., Михайлова Д. М., Окулова В. Л., Петрова В. С., В. В. Семенихина и др. Работы этих и других авторов были использованы для написания данной дипломной работы.

1 Сущность и основы деятельности паевых инвестиционных фондов

1.1 Понятие, отличительные особенности и классификация паевых инвестиционных фондов

Паевой инвестиционный фонд - обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителями доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией.

В строгом соответствии с Инвестиционной декларацией и Правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом Управляющая компания размещает эти средства в различные активы, снижая риски инвесторов.

Имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, не принадлежит управляющей компании, а является общим имуществом владельцев инвестиционных паев и принадлежит им на праве общей долевой собственности.

Объединение денежных средств в паевом инвестиционном фонде предоставляет инвесторам возможность:

* совершать сделки на более выгодных условиях, наряду в крупными инвесторами;
* снизить брокерские и депозитарные затраты;
* снизить затраты по банковским переводам;
* Уменьшить риски путем распределения средств в различные активы.

Деятельность Управляющей компании строго регулируется российским законодательством и находится под контролем Федеральной службы по финансовым рынкам России.

Инвестиционный пай – именная ценная бумага, удостоверяющая право ее владельца на долю в имуществе паевого инвестиционного фонда.

Инвестиционный пай имеет свою стоимость, которая регулярно рассчитывается Управляющей компанией на основе стоимости активов, составляющих паевой фонд.

Владелец инвестиционного пая называется пайщиком ПИФа.

Права, удостоверенные инвестиционным паем, фиксируются в Реестре владельцев инвестиционных паев.

Пайщик имеет право требовать от Управляющей компании погашения принадлежащий ему паев в соответствии с Правилами доверительного управления фондом.

Организационная структура ПИФа[[2]](#footnote-2)

Поскольку паевой инвестиционный фонд представляет собой совокупность имущества и не является юридическим лицом, он не может осуществлять свою деятельность самостоятельно. Система отношений между организациями, участвующими в управлении и обслуживании паевого инвестиционного фонда, и владельцами инвестиционных паев представлена на рис. 1.1.

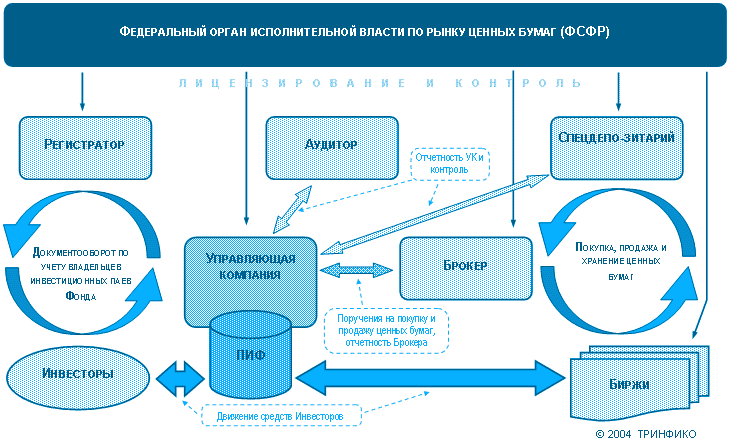


Рис. 1.1 – Система отношений ПИФов

В инфраструктуре ПИФа, каждая организация выполняет четко регламентированные функции, которые призваны защищать интересы пайщиков. Кроме того, комплект отчетности ПИФа (бухгалтерский баланс, отчет о приросте/уменьшении стоимости имущества, справка о несоблюдении требований к порядку и структуре ПИФов, справка о стоимости активов, справка о стоимости чистых активов и т.д.) ежемесячно предоставляется управляющей компанией в Федеральную службу по финансовым рынкам.

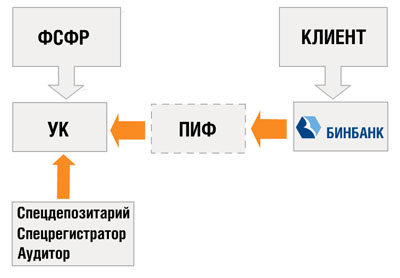


Рис. 1.2 – Инфраструктура ПИФов

Управляющая компания - юридическое лицо, имеющее лицензию Федеральной службы по финансовым рынкам России (ФСФР) на осуществление деятельности по управлению паевыми инвестиционными фондами, инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами.

БИНБАНК - выполняет функции агента фондов, осуществляя прием заявок на покупку, обмен или погашение паев.

Специализированный депозитарий – компания, осуществляющая учет и хранение имущества, составляющего ПИФ, а также контролирует выполнение управляющей компанией нормативных актов и правил по управлению инвестициями пайщиков. Депозитарий имеет право запретить сделку Управляющей Компании с активами, если она совершается не в интересах пайщиков.

Регистратор – компания, осуществляющая ведение реестра владельцев инвестиционных паев. Реестр – система записей об общем количестве выданных и погашенных инвестиционных паев, а также о владельцах и о количестве принадлежащих им паев. Функции по ведению реестра может осуществлять Специализированный депозитарий ПИФа.

Аудитор – компания, осуществляющая аудиторскую проверку бухгалтерского учета, состава и структуры активов ПИФа, методику расчета стоимости чистых активов и оценки стоимости одного инвестиционного пая, а также соблюдение управляющей компанией и специализированным депозитарием требований, предъявляемым к ним ФСФР. Проверка проводится не менее одного раза в год. Ее результаты в обязательном порядке предоставляются в Федеральную комиссию.

Федеральная Служба по Финансовым Рынкам (ФСФР) – государственный орган, регулирующий деятельность управляющих компаний, специализированных депозитариев, аудиторов и регистраторов и, при этом, выполняет следующие действия:

* выдача (а также приостанавливает действие и аннулирует) лицензии УК;
* установление требования к деятельности фондов, в том числе требований к составу и структуре активов паевых инвестиционных фондов, к предоставлению и опубликованию информации о деятельности, связанной с управлением имуществом паевых инвестиционных фондов, требований к представлению отчетности;
* контроль за соблюдением требований законодательных и нормативных актов, регламентирующих деятельность фондов, а также правил инвестиционных фондов;
* контроль и анализ отчетность ПИФов.

Риски инвестора, вкладывающего в паевые инвестиционные фонды:

* Стоимость паев может не только увеличиваться, но и уменьшаться;
* Результаты, показанные паевым фондом в прошлом году, не определяют их в будущем;
* Государство не гарантирует доходность инвестиций в паевые фонды;
* Надбавки и скидки к стоимости пая при приобретении и погашении паев уменьшают доходность инвестиций в паи паевых инвестиционных фондов[[3]](#footnote-3).

Таблица 1.1 Основные функции участников инфраструктуры[[4]](#footnote-4)

|  |  |
| --- | --- |
| Наименование участника | Основные функции |
| Управляющая компания | Доверительное управление имуществом фонда; прием заявок на приобретение, погашение и обмен паев фонда |
| Агент управляющей компании | Прием заявок на приобретение, погашение и обмен паев фонда |
| Специализированный депозитарий | Хранение и учет имущества фонда; контроль за распоряжением управляющей компанией имуществом фонда; контроль за действиями управляющей компании по совершению сделок с имуществом фонда, по соблюдению законодательства и правил доверительного управления фондом |
| Специализированный регистратор | Ведение реестра владельцев паев Фонда; учет количества паев на лицевых счетах владельцев инвестиционных паев |
| Аудитор | Проверка правильности ведения управляющей компанией бухгалтерского учета фонда и составления отчетности фонда |
| Независимый оценщик | Оценка имущества фонда, не имеющего рыночной стоимости |
| Расчетный банк Фонда | Расчетно-кассовое обслуживание счетов фонда |
| Брокер управляющей компании | Оказание управляющей компании фонда посреднических услуг на фондовом рынке |
| ФСФР России | Лицензирование и контроль деятельности участников инфраструктуры фонда |
| Инвесторы | Любые граждане и юридические лица, приобретающие паи фонда |

По характеру работы с инвесторами и степени ликвидности инвестиционных паев фонды подразделяют на открытые, интервальные и закрытые.

В открытом паевом фонде выдача и погашение паев осуществляются ежедневно по рабочим дням. Активы открытого фонда могут составлять только ликвидные ценные бумаги, имеющие биржевые котировки.

В интервальном паевом фонде выдача и погашение паев производится в соответствии с датами, указанными в Правилах фонда, обычно 2 - 3 раза в год в течение 14 дней. Активы такого фонда могут составлять менее ликвидные ценные бумаги, не имеющие биржевых котировок.

В закрытом паевом фонде выдача паев производится в период формирования фонда. Погашение паев производится по окончании срока, на который создан фонд. Обычно такие фонды создаются под конкретные проекты.

В зависимости от направления инвестирования средств фонда различают несколько так называемых категорий фондов. Это фонды денежного рынка, облигаций, акций, смешанных инвестиций, особо рисковых (венчурных) инвестиций, недвижимости, ипотечные, индексные и фонды фондов.

Фонды смешанных инвестиций, к которым относится ПИФ "ТРИНФИКО Сбалансированные инвестиции", состоят как из высокодоходных инструментов повышенного риска (акции), так и из инструментов с фиксированным доходом (облигации). Это позволяет не только получать текущий доход и защищать тем самым инвестированные средства от инфляции, но и преумножать их при разумных рисках. Фонды предпочтительны для умеренных инвесторов.

Фонды акций. Стоимость активов таких фондов, состоящих в основном из акций, подвержена сильному колебанию в зависимости от ситуации на рынке. Потенциально являются наиболее доходными (при долгосрочном инвестировании), но при высоком уровне риска. Фонды ориентированы на агрессивных инвесторов.

Фонды облигаций. Стоимость их активов (состоящих в основном из облигаций, т.е. долговых инструментов) слабо подвержена сильным рыночным колебаниям и позволяет с наименьшими рисками обеспечивать стабильный, но невысокий доход. Фонды ориентированы на консервативных инвесторов.

Закрытый паевой инвестиционный фонд предопределяет участие в нем с начала его формирования до окончания работы. При этом договор доверительного управления должен быть заключен не менее чем на год, а в доверительное управление может передаваться иное имущество, предусмотренное инвестиционной декларацией. В состав активов закрытых паевых инвестиционных фондов, относящихся к категории фондов недвижимости, могут входить, например, недвижимое имущество, права на недвижимое имущество, строящиеся и реконструируемые объекты недвижимого имущества, проектно-сметная документация.

Одним из преимуществ закрытых паевых фондов является то, что инвесторы, приобретая пай фонда недвижимости, получают некие гарантии, обусловленные тем, что недвижимость является длительное время существующим активом, способным приносить прибыль в перспективе. Рассматривая недвижимость как надежный объект вложения капитала, инвестор заинтересован в этом активе, а значит, и в выборе организации фонда.

Осуществить вклады и стать участниками интервальных фондов, так же как и из них выйти, можно только в определенный период, который устанавливает сам фонд. Большинство интервальных фондов на покупку-продажу паев отводят две недели в квартал, однако они не имеют права совершать подобные операции реже одного раза в год. Открытый паевой инвестиционный фонд по желанию участника выкупает и продает паи в любой день[[5]](#footnote-5).

Положительным качеством интервальных фондов по сравнению с открытыми фондами.считается их большая доходность. Ситуация объяснима различными правилами в отношении возможности выкупа паев.

Принципами формирования интервального паевого инвестиционного фонда не предусмотрен внезапный выкуп паев, что предопределяет долгосрочность инвестиций, приносящих больший доход. Открытые же паевые инвестиционные фонды вынуждены резервировать значительную сумму на случай подобного выкупа.

Несмотря на видимое преимущество, существует отрицательная сторона в невозможности реализовать в любой момент паи интервальных паевых инвестиционных фондов, — их меньшая ликвидность по сравнению с паями открытых фондов.

При выборе паевого фонда немаловажно ориентироваться на такие показатели качества и стабильности работы паевых инвестиционных фондов, как динамика стоимости чистых активов и динамика стоимости пая за определенный период (как правило, месяц, квартал, полгода или год). Информацию об изменении стоимости чистых активов и пая можно почерпнуть из публикуемых рейтингов, а также с сайтов фондов. К тому же отчеты о работе фондов в обязательном порядке регулярно представляются пайщикам.

Стабильное увеличение стоимости пая свидетельствует об эффективном и качественном управлении средствами фонда.

По объектам инвестирования различают облигационные, корпоративные и смешанные фонды.

В облигационном фонде основную долю активов, как правило, составляют облигации федерального займа (ОФЗ), долговые обязательства субъектов РФ, а также облигации внешнего государственного валютного займа (ОВГВЗ), и только небольшая их часть представлена корпоративными облигациями. Считается, что доходность облигационных фондов ниже доходности корпоративных и смешанных фондов. При резком падении цен на рынке акций гарантируется получение дохода по облигациям благодаря высокой надежности государственных ценных бумаг.

При оценке качества управления облигационным фондом в первую очередь нужно сравнивать темпы роста стоимости пая с темпами инфляции или ростом курса доллара за тот же период: темпы роста стоимости пая должны опережать темпы роста инфляции и курса доллара США.

В корпоративном фонде средства инвестируются в акции наиболее перспективных компаний. До недавних пор предпочтение отдавалось акциям нефтегазового комплекса, энергетического, телекоммуникационного и горно-металлургического секторов экономики. Паи корпоративных инвестиционных фондов признаются потенциально более доходными, но, как уже упоминалось, более рискованными, чем паи облигационных фондов, так как их цена напрямую зависит от ситуации на фондовом рынке. Для объективной оценки качества управления таким фондом прирост стоимости пая корпоративного фонда следует сравнивать с уровнем изменения индекса РТС: темпы роста цены пая должны быть аналогичны или превышать темпы роста индекса РТС.

В смешанном (сбалансированном) фонде объединены основы облигационных и корпоративных фондов, поэтому для оценки качества и стабильности их деятельности требуется учесть особенности инвестирования обоих видов фондов.

Отмечается более высокая доходность смешанных фондов, чем доходность фондов облигаций, но в то же время они более чувствительны к колебаниям рынка. Структура активов смешанных фондов определяется инвестиционной стратегией управляющей компании, обычно ориентированной на корпоративные облигации и акции нефтегазового комплекса.

При оценке качества управления такими фондами следует сравнивать темпы роста стоимости пая смешанного фонда с темпами роста инфляции, курса доллара США и индекса РТС.

Перспективным свойством фонда является возможность использовать его для извлечения дохода от имущества фонда, что, как правило, не считается коммерческой деятельностью. Нет никаких ограничений на характер имущества в собственности фонда: это могут быть акции любых компаний, любые другие ценные бумаги, недвижимость, банковские депозиты и счета, все формы интеллектуальной собственности и любое другое имущество.

Паевые фонды как форма коллективного инвестирования имеют ряд характерных отличий от других инвестиционных фондов. Лица, передающие свои деньги в доверительное управление, сами несут риски, связанные с инвестированием. Фонд снижает риск, который несет каждый отдельный вкладчик. В отличие от банка управляющий паевого фонда не гарантирует получение заранее оговоренного процента по вкладу. Инвестор паевого фонда осведомлен о направлениях инвестирования, и поэтому имеет возможность выбрать фонд, соответствующий его предпочтениям.

Перечислим главные экономические преимущества паевого фонда:

- эффективность - операции с крупными пакетами ценных бумаг снижают трансакционные издержки;

- диверсификация - владение акциями компаний разных отраслей снижает инвестиционный риск;

- профессиональное управление - управляющий паевого фонда, анализируя рынок, находит самые выгодные моменты для покупки и продажи акций;

- ликвидность - при выходе из паевого фонда инвестор забирает свои деньги;

- удобство - инвестиционный пай можно купить или продать у торгового агента;

- налоговые льготы - паевой фонд освобожден от уплаты налога на прибыль;

- информационная прозрачность

- управляющий регулярно публикует всю информацию, связанную с работой паевого фонда;

Основные условия надежной работы паевого фонда: 1) при покупке - перевод инвестором денег непосредственно на расчетный счет фонда с передачей агенту заявки на приобретение пая; 2) при продаже - передача агенту заявки с последующим получением денег на счет инвестора в банке[[6]](#footnote-6).

Механизм действия Паевого Инвестиционного Фонда

Фактически ПИФ - это форма коллективного инвестирования, при которой средства множества вкладчиков инвестируются профессиональным управляющим в ценные бумаги с целью получения прироста на вложенный капитал. Покупая паи ПИФа, частное лицо получает возможность размещать средства в ценные бумаги, так же, как это делают крупные институциональные инвесторы - банки, компании, фонды. При этом собственниками всего имущества ПИФа являются пайщики; управляющая компания лишь осуществляет доверительное управление исключительно в интересах пайщиков и в рамках законодательства.

Деятельность по организации фонда и управлению его активами осуществляется управляющей компанией, на основании лицензии на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, выдаваемой федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг (ФКЦБ/ФСФР). Контроль за распоряжением средствами инвесторов обеспечивается системой мер юридического и организационного характера, включающей:

- разграничение функций управления, хранения и учета средств фонда между независимыми друг от друга структурами - управляющей компанией, специализированным депозитарием и регистратором;

- государственное лицензирование управляющей компании, специализированного депозитария, регистратора, аудитора, независимого оценщика.

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) - российский аналог международных взаимных фондов. Во всем мире это наиболее распространенная и эффективная форма привлечения средств частных и корпоративных инвесторов на фондовый рынок. В США объем средств в таких фондах - более 7 трлн. долларов, число фондов превышает 8200. Около 95 млн. человек в Соединенных Штатах инвестируют свои средства во взаимные фонды.

Инвестировать через ПИФ можно путем приобретения инвестиционных паев. Требования о приобретении и выкупе (погашении) инвестиционных паев предъявляются в управляющую компанию в форме заявок. Цена размещения и выкупа пая формируется на основе стоимости пая, с учетом надбавки к стоимости пая при покупке и скидки к стоимости пая при продаже. Стоимость инвестиционного пая рассчитывается путем деления стоимости чистых активов (СЧА) фонда на количество паев в обращении.

Главным документом ПИФ являются Правила паевого инвестиционного фонда, в которых прописаны условия, на которых инвестор передает в фонд свои деньги, а также инвестиционная декларация Фонда.

Механизм действия паевого инвестиционного фонда основан на объединении денежных средств множества вкладчиков для возможности затем в качестве крупного инвестора осуществлять операции на фондовом рынке, что позволяет соотносить доходность вложений частных инвесторов по уровню с доходностью от операций профессиональных участников торгов. Распоряжение средствами пайщиков, которые составляют фонд, отдается во власть управляющей компании паевого инвестиционного фонда юридического лица, имеющего лицензию ФКЦБ РФ на доверительное управление, которая и использует их в качестве капитала для операций на фондовом рынке. Управляющая компания не ограничена в количестве паевых фондов, взятых ею в управление, и может поручить проводить сделки от своего имени агентам, в основном инвестиционным компаниям, которые также покупают и продают паи фонда.

Для обеспечения надежности работы паевого инвестиционного фонда в управлении фондом принимают участие еще три независимых организации:

- аудиторская компания (для ежегодного проведения аудита  
деятельности фонда);

- специализированный регистратор (для осуществления реги  
страции всех сделок с паями фонда и ведения лицевых счетов его  
участников);

- депозитарий (уполномочен хранить все ценные бумаги, при  
обретенные за счет средств паевого инвестиционного фонда).

Для приобретения пая необходимо обратиться в управляющую компанию или к агенту, подать заявку на приобретение паев и перечислить деньги на счет фонда. Произведя указанные действия, лицо, вложившее средства, становится участником паевого инвестиционного фонда и владельцем инвестиционного пая — именной ценной бумаги, удостоверяющей право собственности в паевом фонде и существующей в бездокументарном виде. Инвестор получает выписку из реестра участников фонда с перечислением количества приобретенных паев. Выписка дает вкладчику право на продажу паев управляющей компании, а также на обмен их на паи другого фонда той же управляющей компании при наличии данного условия в правилах фонда[[7]](#footnote-7).

При удачном выборе фонда его эффективная деятельность, учитывающая конъюнктуру рынка, приводит к увеличению стоимости пая, повышению его доходности от возможности его продажи по более высокой цене.

Но и обратная ситуация не исключена. При неблагоприятных условиях рынка и отсутствии должного реагирования на эти изменения со стороны управляющей компании неминуемо снижение стоимости пая, а значит, и получения убытка.

Поэтому при выборе паевого инвестиционного фонда необходимо уметь ориентироваться в его важнейших показателях и формах организации.

Следствием роста или уменьшения стоимости чистых активов может быть не только снижение или повышение оценочной стоимости ценных бумаг или иного имущества в активах фонда, но и возможное изменение числа участников (пайщиков) фонда. Увеличение числа пайщиков подтверждает доверительное отношение пайщиков и признание фонда. Тогда как отток пайщиков является свидетельством отсутствия должной стабильности в управлении фондом.

Определяясь с выбором фонда для вложения средств, следует обратить внимание также на величину минимального размера вклада и платы за услуги паевого инвестиционного фонда.

У большинства паевых инвестиционных фондов сумма минимального вклада незначительна, а в некоторых принимаются суммы только от 10 тыс. долл. США.

Плата за услуги фонда взимается при покупке и продаже паев и определяется в зависимости от суммы взноса и периода, в течение которого длится участие пайщика. Так, при покупке пая на сумму меньше определенного размера (несколько сотен тысяч рублей) придется заплатить фонду так называемую надбавку в размере до 1,5% от суммы покупки. При продаже пая через непродолжительный срок фонд возьмет до 3% от его общей стоимости (так называемая скидка). Таким образом, использование такой системы позволяет паевым инвестиционным фондам, с одной стороны, возмещать свои расходы, а с другой стороны, стимулирует вкладчиков держать средства в фонде в течение продолжительного времени. Кроме того, паевой инвестиционный фонд берет со всех участников плату за доверительное управление в размере от 1 до 7% от суммы вклада в год.

Особенно следует оценить стратегию фонда в выборе объектов инвестирования, поскольку непосредственное влияние на рискованность и доходность вложений оказывает вид ценных бумаг, преобладающих в активах фонда.

Преимущества ПИФа[[8]](#footnote-8)

Профессиональное управление. Средствами инвесторов в паевых фондах управляют профессиональные менеджеры, квалификация которых подтверждена аттестатами Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг.

Диверсификация рисков. Профессиональный управляющий диверсифицирует инвестиции Фонда, что существенно уменьшает зависимость инвестиционного портфеля от падения цен на акции или облигации отдельных компаний.

Многоуровневая система защиты инвестиций. Защита инвестиций в ПИФ обеспечивается следующими мероприятиями:

- государственное лицензирование управляющей компании, специализированного депозитария, регистратора и аудитора Фонда;

- аттестация специалистов управляющей компании, спецдепозитария и регистратора в ФКЦБ России;

- разделение функций управления, хранения и учета имущества Фонда между независимыми структурами;

- система ограничений деятельности управляющей компании Фонда, нацеленная на снижение инвестиционных рисков;

- контроль за составом и структурой инвестиций Фонда;

- паевой инвестиционный фонд не может обанкротиться, так как не является юридическим лицом, а средства ПИФа не являются собственностью управляющей компании. Все имущество ПИФа делится на всех владельцев инвестиционных паев, что исключает возможность погашения инвестиционных паев одними пайщиками и потерю своих средств другими.

Удобные условия инвестирования. В открытом паевом фонде инвестор может приобретать и предъявить к погашению инвестиционные паи в любой удобный для него момент.

Льготное налогообложение. Прирост имущества паевого фонда, в том числе в виде дивидендов и процентов, налогом на прибыль не облагается.

Инвестиции на фондовом рынке. Паевые фонды дают возможность своим вкладчикам выйти на рынок с высоким потенциалом дохода, доступный лишь крупным инвесторам из-за относительно высоких издержек индивидуальной работы на рынке.

Информационная прозрачность. Управляющие компании паевых фондов обязаны регулярно публиковать и предоставлять всем желающим важную информацию о деятельности фондов. Информацию о стоимости чистых активов и стоимости инвестиционных паев крупнейших ПИФов можно найти на страницах газет "Коммерсант-Daily" и "Ведомости". Естественно, информационная прозрачность Фонда не касается данных о конкретных инвесторах и их вкладах - такая информация может быть предоставлена только им, и вопросу сохранения тайны относительно такой информации уделяется большое внимание.

При образовании фонда информация об Учредителе может оставаться не известной никому, кроме регистрирующего фонд доверенного лица. При этом полномочия Учредителя по управлению фондом могут быть весьма широкими.

Условия договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом (правила) определяются управляющей компанией в стандартных формах и могут быть приняты учредителем доверительного управления только путем присоединения к указанному договору в целом.

Присоединение к договору доверительного управления паевым инвестиционным фондом осуществляется путем приобретения инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда, выдаваемых управляющей компанией, осуществляющей доверительное управление этим паевым инвестиционным фондом.

Имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, является общим имуществом владельцев инвестиционных паев и принадлежит им на праве общей долевой собственности. Раздел имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и выдел из него доли в натуре не допускаются.

Присоединяясь к договору доверительного управления паевым инвестиционным фондом, физическое или юридическое лицо тем самым отказывается от осуществления преимущественного права приобретения доли в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд. При этом соответствующее право прекращается.

Владельцы инвестиционных паев несут риск убытков, связанных с изменением рыночной стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд.

Инвестиционный пай

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

Инвестиционный пай открытого паевого инвестиционного фонда удостоверяет также право владельца этого пая требовать от управляющей компании погашения инвестиционного пая и выплаты в связи с этим денежной компенсации, соразмерной приходящейся на него доле в праве общей собственности на имущество, составляющее этот паевой инвестиционный фонд, в любой рабочий день.

Инвестиционный пай интервального паевого инвестиционного фонда удостоверяет также право владельца этого пая требовать от управляющей компании погашения инвестиционного пая и выплаты в связи с этим денежной компенсации, соразмерной приходящейся на него доле в праве общей собственности на имущество, составляющее этот паевой инвестиционный фонд, не реже одного раза в год в течение срока, определенного правилами доверительного управления этим паевым инвестиционным фондом.

Инвестиционный пай не является эмиссионной ценной бумагой. Права, удостоверенные инвестиционным паем, фиксируются в бездокументарной форме.

Инвестиционные паи свободно обращаются по окончании формирования паевого инвестиционного фонда. Учет прав на инвестиционные паи осуществляется на лицевых счетах в реестре владельцев инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда и, если это предусмотрено правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом, на счетах депо депозитариями, которым для этих целей в реестре владельцев инвестиционных паев открываются лицевые счета номинальных держателей.

На сегодня в России существуют три вида ПИФ, классифицируемых по характеру работы с инвесторами, в каждом из этих видов различается финансовый механизм инвестирования.

Открытый паевой фонд. В нем выдача и погашение паев осуществляются каждый рабочий день. Активы открытого фонда могут составлять только ликвидные ценные бумаги, имеющие биржевые котировки. Такими ликвидными бумагами являются государственные и муниципальные облигации, облигации и акции крупных российских ОАО.

Интервальный паевой фонд. В интервальном паевом фонде погашение паев производится в течение 14 дней не менее одного раза в год и строго в соответствии с датами, указанными в правилах фонда. Активы интервального паевого фонда кроме ликвидных ценных бумаг могут составлять ценные бумаги, не имеющие биржевой котировки.

Закрытый паевой фонд. Здесь выдача паев происходит только в период формирования фонда. Погашение паев производится по окончании срока, на который создан фонд. Активы закрытого паевого фонда могут составлять ценные бумаги ОАО и ЗАО, недвижимость и права на недвижимость. Обычно такие фонды создаются под конкретные проекты.

Классификация фондов по типу активов в портфеле фонда:

- Фонды акций. Стоимость активов таких фондов, состоящих в основном из акций, подвержена сильному колебанию в зависимости от ситуации на рынке. Можно в определенный промежуток времени получить как высокий доход, так и остаться в убытке. Фонд ориентирован на агрессивных инвесторов.

- Фонды облигаций. Стоимость активов таких фондов, состоящих в основном из облигаций, практически не подвержена сильным колебаниям и позволяет с наименьшими рисками обеспечить стабильный, но невысокий доход. Фонд предназначен для консервативных инвесторов.

- Фонды смешанных инвестиций. Состоят как из высокодоходных, но рисковых инструментов (акций), так и из низкодоходных, но менее рисковых инструментов (облигаций). Такая инвестиционная политика фондов позволяет не только защитить деньги, но и приумножить их при разумных рисках. Фонд предназначен для умеренных инвесторов[[9]](#footnote-9).

1.2 Законодательное регулирование деятельности паевых инвестиционных фондов

Отношения, связанные с привлечением денежных средств и иного имущества путем размещения акций или заключения договоров доверительного управления в целях их объединения и последующего инвестирования в объекты, регулируется Федеральным законом от 29 ноября 2001 г. №156-ФЗ «Об инвестиционных фондах». Кроме того, правила управления (доверительного управления) имуществом инвестиционных фондов, учета, хранения имущества инвестиционных фондов и методы контроля распоряжения указанным имуществом регламентированы положениями указанного Закона.

Инвестиционный фонд представлен как находящийся в собственности акционерного общества либо в общей долевой собственности физических и юридических лиц имущественный комплекс, пользование и распоряжение которым осуществляются управляющей компанией исключительно в интересах акционеров этого акционерного общества или учредителей доверительного управления. При этом Закон об инвестиционных фондах различает акционерный инвестиционный фонд и паевой инвестиционный фонд. Ответ на часто задаваемый вопрос, чем отличается один фонд от другого, содержится в определениях, данных в ст. 10 Закона об инвестиционных фондах.

Акционерный инвестиционный фонд является открытым акционерным обществом, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты при отсутствии прав на иные виды предпринимательской деятельности[[10]](#footnote-10).

Паевой инвестиционный фонд представлен как обособленный имущественный комплекс, не являющийся юридическим лицом. В составе данного комплекса входит как имущество, переданное в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, так и имущество, полученное в процессе такого управления. Доля в праве собственности на данное имущество удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией. Основное различие состоит в том, что акционерный инвестиционный фонд является юридическим лицом, а паевой инвестиционный фонд таким лицом не является.

Кроме Закона об инвестиционных фондах для обеспечения условий функционирования паевых инвестиционных фондов принят ряд нормативных актов ФКЦБ РФ. Постановление ФКЦБ РФ от 18 февраля 2004 г. № 04-5/пс «О регулировании деятельности управляющих компаний акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов» содержит требования к осуществлению управляющими компаниями указанных фондов управления акционерными инвестиционными фондами, доверительного управления инвестиционными резервами акционерных инвестиционных фондов, а также доверительного управления паевыми инвестиционными фондами. Эти требования касаются:

— выдачи, обмена и погашения инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда, а также определения расчетной стоимости инвестиционного пая паевого инвестиционного фонда;

— управления акционерным инвестиционным фондом (доверительного управления инвестиционными резервами акционерного инвестиционного фонда) и доверительного управления паевым инвестиционным фондом;

— учета имущества, составляющего инвестиционные резервы акционерного инвестиционного фонда и паевой инвестиционный фонд, и хранения документов;

— внутреннего контроля управляющей компании[[11]](#footnote-11).

С 2006 года стоимость чистых активов инвестиционных фондов определяется так, как установлено положением, утвержденным постановлением ФКЦБ России № 03-42/пс. Она рассчитывается как разница между стоимостью активов фонда и величиной обязательств, которые должны быть погашены за их счет. К активам относятся не только деньги и иное имущество, но и часть сумм, которые должны заплатить фонду. Не увеличивают стоимость активов дивиденды по акциям, принадлежащим фонду, если они начислены, но не выплачены. Также в стоимость активов не включается начисленный, но не полученный доход по облигациям, если у выпустившей их организации есть признаки банкротства или же она не погасила прошлые процентные выплаты.

Решение стратегических задач национальной экономики путем активизации инвестиционной деятельности кредитных институтов требует действенного государственного участия, степень этого участия во многом определяется сформированностью рыночных механизмов, формы и методы - особенностями конкретной экономической ситуации. Эффективность тесного взаимодействия государства, банков, нефинансовых предприятий, необходимого для достижения общих национальных интересов, особенно важна на этапах выхода из экономического кризиса.

В России в настоящее время происходит процесс развития рыночной экономики. И сейчас уже можно утверждать, что его характерной чертой является стремительное заимствование различных конструкций, ранее неизвестных не только отечественному законодательству, но и отечественной экономике. Именно одной из таких конструкций (или, как говорят экономисты, схем), направленных на привлечение инвестиций, и стал паевой инвестиционный фонд (далее - ПИФ). С появлением ПИФа в нашей экономике в законодательство "пришли" новая разновидность имущественного комплекса и новая ценная бумага (инвестиционный пай). Тем самым мы в очередной раз стали свидетелями внедрения в нашу (континентальную) правовую систему института зарубежной (американской) правовой системы.

В отношении этого М.В. Плющев заметил: "...внедрение паевых инвестиционных фондов в российскую правовую действительность было осуществлено без сколько-нибудь существенного их юридического анализа. Задействованные в рамках американской модели таких фондов правовые конструкции "security", "trust" были восприняты как безусловные аналоги российских ценных бумаг, доверительного управления, невзирая на очевидные для любого грамотного юриста серьезные различия между ними[[12]](#footnote-12)".

Введение ПИФа и инвестиционного пая еще раз подтверждает поговорку, которой так часто руководствуется законодатель: "Хотели как лучше, но получилось как всегда".

Считаем целесообразным первоначально рассмотреть историю появления и бытия ПИФов и инвестиционных паев в российской правовой действительности.

Введение ПИФов было определено Указом Президента РФ от 26 июля 1995 г. N 765[[13]](#footnote-13) (далее - Указ), который в п. 1 определял, что "инвестиционная деятельность в Российской Федерации может осуществляться... физическими и юридическими лицами инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, являющихся имущественным комплексом без создания юридического лица, доверительное управление имуществом которых осуществляют управляющие компании паевых инвестиционных фондов... в целях прироста имущества соответствующих паевых инвестиционных фондов", а согласно п. 2 вводился инвестиционный пай, который признавался "именной ценной бумагой, удостоверяющей право инвестора по предъявлении им управляющей компании требования о выкупе инвестиционного пая на получение денежных средств в размере, определяемом исходя из стоимости имущества паевого инвестиционного фонда на дату выкупа".

Тем самым благодаря этому Указу хозяйственный оборот России обогатился еще одним имущественным комплексом, правовое положение инвесторов которого в некоторой степени оставалось неясным, как и сама правовая природа, а также новой бумагой, суть которой как ценной до сих пор ставится под сомнение.

По своей природе оно было сравнимо с правовым положением участника общества с ограниченной ответственностью или члена производственного кооператива, но при всех сходствах можно встретить некоторые существенные особенности (например, возможность осуществления права выхода из ПИФа согласно п. 8 Указа в некоторой степени ограничивалась, поскольку в открытом ПИФе управляющая компания принимала на себя обязанность выкупить выпущенные ею инвестиционные паи по первому требованию инвестора в срок, не превышающий 15 рабочих дней с даты предъявления пая к выплате, а в интервальном ПИФе исполнение указанной обязанности управляющей компанией проводилось в сугубо установленные периоды времени, интервалы между которыми не могли составлять более одного года, причем данные промежутки времени, в течение которых возможна была выплата, устанавливались правилами самого ПИФа, а для выхода участника общества с ограниченной ответственностью или члена производственного кооператива такого ограничения по времени не существует - они имеют право потребовать выплаты стоимости своей доли в любой момент в случае выхода из состава юридического лица, членами которого являются. Следует отметить, что п. 19 Указа определялось право инвестора в любое время предъявить управляющей компании требование о выкупе инвестиционного пая, но при этом управляющая компания была обязана выкупить инвестиционный пай в порядке и в сроки, которые установлены правилами паевого инвестиционного фонда и проспектом эмиссии инвестиционных паев. То есть налицо ситуация, когда право требования расходится во временном интервале с обязанностью его удовлетворения).

В.А. Белов отмечает, что "ценность инвестиционного пая, предопределяющая смысл его приобретения, заключается в удостоверенном им требовании его владельца (инвестора) к эмитенту (управляющему компанией) о выкупе пая по цене, соответствующей стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, приходящейся на инвестиционный пай".

Сейчас правовому регулированию инвестиционных фондов посвящен Федеральный закон "Об инвестиционных фондах" (далее - Закон). В соответствии с указанным Законом (ч. 2 ст. 1) инвестиционный фонд закреплен как находящийся в собственности акционерного общества либо в общей долевой собственности физических и юридических лиц имущественный комплекс, пользование и распоряжение которым осуществляются управляющей компанией исключительно в интересах акционеров этого акционерного общества или учредителей доверительного управления, а согласно ч. 1 ст. 10 Закона ПИФ представляет собой обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией.

Следует признать, что данная конструкция ПИФа, указанная в Законе, представляется небезупречной и была заслуженно подвержена критике в юридической литературе. Однако позиции критиков разделились в отношении правовой природы отношений между пайщиками ПИФа, а также правовой природы имущества, находящегося у пайщиков.

Например, М.В. Плющев в процессе своих исследований установил, что "ПИФ - находящийся в общей долевой собственности физических и юридических лиц... обособленный имущественный комплекс, доля в праве собственности на имущество которого удостоверяется бездокументарной ценной бумагой. Ядро гражданско-правовых отношений, возникающих в процессе функционирования ПИФа, составляют обязательственные отношения по доверительному управлению имуществом... и вещно-правовые отношения общей долевой собственности, опосредуемые специальным видом бездокументарных ценных бумаг[[14]](#footnote-14)".

Однако следует признать более обоснованными выводы В.А. Белова о том, что ПИФ несопоставим с рамками института общей собственности. Автор верно отметил, что: во-первых, не существует такого способа образования общей долевой собственности, как заключение каждым пайщиком в отдельности с управляющей компанией договора доверительного управления имуществом, внесенным в качестве пая в ПИФ; во-вторых, происходит нарушение принципа участия в общем праве собственности - принципа добровольности, ведь не допускается раздел имущества, составляющего ПИФ, а также выдел из ПИФа доли в натуре; в-третьих, пайщики не имеют преимущественного права приобретения доли в праве собственности на общее имущество; в-четвертых, пайщики не связаны никакими юридическими отношениями друг с другом. Как указывает автор: «...законодательная квалификация отношений пайщиков друг к другу и другим лицам по поводу сформированного ими паевого инвестиционного фонда в качестве правоотношений общей долевой собственности, несколько не соответствует признакам данного понятия».

Резюмируя итог в отношении правовой природы ПИФа, отметим, что ее законодательное определение остается до конца не понятным (как жаль, что устанавливать институты, реципированные российским законодателем как печальный опыт отечественной правовой системы в целях привлечения инвестиций, нельзя, поскольку право не знает и не должно знать таких определений).

В соответствии с ч. 1 ст. 14 Закона инвестиционный пай является именной ценной бумагой, удостоверяющей долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления паевым инвестиционным фондом, право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом со всеми владельцами инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда (прекращении паевого инвестиционного фонда), а в ч. 2 ст. 14 делается уточнение о том, что инвестиционный пай не является эмиссионной ценной бумагой, тем самым уже налицо противоречие. Но зачем и кому оно нужно?

На этот вопрос дает ответ В.А. Белов, указывая, что "практическая цель данного предписания очевидна: поставить регулирование выпуска и обращения инвестиционных паев вне сферы действия Закона о рынке ценных бумаг... оставив его в исключительной сфере влияния... ФСФР РФ".

Таким образом, и в отношении природы инвестиционного пая опять приходится утверждать также печальные факты: она не идеальна, она не выдерживает критики, она требует доработки в свете приведения ее в соответствие с общегражданским законодательством[[15]](#footnote-15).

2 Анализ деятельности российских паевых инвестиционных фондов

2.1 Развитие паевых инвестиционных фондов на современном этапе

Закончившийся 2008 год, ураганом пронесшийся над мировыми рынками, не позволил российскому фондовому рынку стать той «тихой гаванью», где инвесторы могли бы переждать мировой финансовый кризис. Американский ипотечный кризис, неумолимо приближавшийся с лета 2007 года, принес мировой финансовой системе поток многомиллиардных списаний долговых активов, банкротств и резкое ухудшение условий кредитования. Однако после снижения российского фондового рынка в I квартале в дальнейшем казалось, что начнут сбываться оптимистичные ожидания. На фоне слабеющего доллара и вливаний ликвидности в мировую финансовую систему росли мировые цены на сырье и энергоносители. Макроэкономические показатели страны были превосходны, и, несмотря на инфляционное давление, темпы роста экономики превосходили ожидания. Формирование нового правительства и тот факт, что Владимир Путин остался во власти, сняли опасения о политической нестабильности после выборов президента Дмитрия Медведева. Индекс РТС установил во II квартале новый абсолютный рекорд, достигнув 2498,1 пункта.

Однако в III квартале кредитный кризис на мировых финансовых рынках настиг и российскую финансовую систему. Усилившиеся в глазах инвесторов политические риски после военных действий в Южной Осетии и «дела Мечела», а также схлопывание раздутого нефтяного пузыря усугубили ситуацию для российского рынка. Цена на «черное золото» упала в 3,5 раза с максимальных уровней и стабилизировалась лишь в районе чуть выше $40 за баррель Urals. Глобальный спрос на сырье упал из-за явных сигналов рецессии в мировой экономике и снижения потребления. Возросшие кредитные ставки, многочисленные дефолты по облигациям, недоверие участников денежного рынка друг к другу и спекулятивное движение на понижение привели к банкротствам даже старейших мировых финансовых институтов. Следствием финансового коллапса стали убытки и списания финансовых компаний по всему миру на сумму около $1 трлн.

В этой ситуации инвесторы предпочли переждать непогоду в наименее рискованных активах, а именно американских долларах и казначейских облигациях, выводя средства со всех развивающихся рынков. По оценкам компании EPFR Global, выведенная сумма составила в 2008 году $67,2 млрд. Это половина всех вложений в развивающиеся рынки за последние 5 лет. Ухудшила ситуацию и раскручивающаяся спираль вынужденных margin calls российских инвесторов, лишившихся кредитных ресурсов. ФСФР неоднократно приходилось останавливать торги на российских биржах и запретить короткие продажи без обеспечения.

В итоге за год российский фондовый рынок уменьшил свою капитализацию втрое, а индекс РТС рухнул на 72,4% до отметки 631,89. Все аналогичные развивающиеся рынки понесли двузначные, хоть и меньшие потери: китайский рынок упал на 65%, бразильский и индийский – более чем на 40%. Рынок США потерял рекордный со времен Великой депрессии 41%, и все основные европейские и азиатские рынки понесли сопоставимые процентные потери.

Пакеты мер, принимаемых мировыми денежными властями и правительствами предполагают масштабные денежные вливания: федеральное казначейство США запланировало на борьбу с кризисом $1,5 трлн, Япония – $275 млрд, Китай выделяет стимулирующий пакет на сумму в $550 млрд, страны Евросоюза – около $220 млрд. Федеральная резервная система США сполна воспользовалась своим любимым инструментом – снижением базовой процентной ставки, доведя ее значение за год с 4,25% до минимальных за последние 50 лет 0,25%.

Меры, предпринятые в России для борьбы с последствиями кризиса, также впечатляют – в различных программах выделено около 5,5 трлн руб. В частности, правительство разместило более 1 трлн. руб. временно свободных средств бюджета на счетах системообразующих банков, а ЦБ уменьшил нормативы обязательного резервирования сразу на 4%, высвободив более 300 млрд. руб. для банковской системы. Через «Внешэкономбанк» из инвестиционного фонда отечественным предприятиям позволили рефинансировать валютную задолженность отечественных предприятий. ВЭБ также начал оказывать поддержку фондовому рынку, на что было выделено 175 млрд. руб. из Фонда национального благосостояния.

По среднему прогнозному показателю «цена / прибыль» на 2009 год российский рынок акций выглядит на фоне остальных беспрецедентно дешевым, – его коэффициент «цена / прибыль» на уровне 3,0 в 2 раза ниже, чем у Бразилии, в 2,5 раза – чем у Китая, в 3 раза – чем у Индии при среднем коэффициенте у развивающихся рынков в 7,0. Замедление российской экономики и некоторое ухудшение макроэкономических показателей, безусловно, вызывают озабоченность, однако все это учтено в текущих ценах активов.

Очевидно, что инвесторы по-прежнему избегают компаний с высоким уровнем долга, а также компаний, наиболее зависимых от цикличных колебаний цен на ресурсы. С другой стороны, на рынке есть эмитенты со здоровым финансовым положением, прозрачными денежными потоками и предсказуемой дивидендной политикой; есть экспортеры, которые выигрывают от девальвации рубля – их выручка деноминирована в растущей валюте, а затраты – в дешевеющих рублях. И те, и другие стоят в разы дешевле, чем их зарубежные аналоги, и могут предложить инвесторам привлекательную доходность.

Начавшийся 2009 год не обещает быть простым. Фондовый рынок будет по-прежнему волатильным и нервозным, особенно в первой половине года. Вместе с тем кризис принесет и новые инвестиционные возможности – резко подешевевшие российские активы хорошего качества в конечном итоге найдут своего покупателя. Ожидающийся рост цен на сырье, в частности нефть, во второй половине 2009 года, выход мировой экономики из кризиса за счет развивающихся стран и катастрофическая перепроданность российского фондового рынка по сравнению с аналогами позволяют смотреть в будущее со сдержанным оптимизмом. При восстановлении международных рынков капитала российский рынок имеет все шансы выйти в лидеры роста.

В первой половине 2008 года, несмотря на потрясения на мировом финансовом рынке, на российском долговом рынке царил позитивный настрой, подкрепленный высокой стоимостью нефти, а также высоким уровнем ликвидности в банковской системе и ставками, редко превышающими 6%. Тем не менее спрос сосредоточивался в основном в «коротких» выпусках эмитентов хорошего кредитного качества.

Ситуация резко изменилась в августе, когда на фоне целого ряда факторов, таких как рост оттока капитала, снижение цен на нефть и базовые металлы, снижение экспортной выручки, ослабление курса рубля, закрытие доступа к внешнему финансированию российским компаниям и кризис доверия между контрагентами, к массовому выводу с рынка средств нерезидентов добавились продажи активов российскими инвесторами.

На фоне нарастания кризиса доверия и закрытия источников финансирования часть инвесторов вынуждена была закрывать позиции в облигационных портфелях практически по любым ценам, что привело к резкому росту доходности бумаг. Наиболее пострадали облигации эмитентов финансового и строительного секторов, розничной торговли, транспортных компаний и предприятий АПК. На текущий момент основной интерес сосредоточен в бумагах 1-го эшелона, доходность которых составляет порядка 15-19%. Доходности по выпускам 2-го эшелона составляют порядка 25%, 3-го – свыше 30% при довольно низкой ликвидности. Для сравнения, на начало года доходность выпусков эмитентов 1-го эшелона составляла менее 9%, 2-го – 9-11%, 3-го – свыше 11%.

На первичном рынке рублевых облигаций за год было размещено займов на 685 млрд руб. Основной объем новых займов пришелся на докризисный период (557 млрд руб.), причем в этот период довольно успешно размещались даже эмитенты 3-го эшелона. С конца лета на рынок выходили преимущественно крупные корпорации и компании с государственным участием, и размещения носили нерыночный характер. Так, за IV квартал РЖД разместило 30 млрд. руб., МТС – 20 млрд. руб., «Газпромбанк» и «Россельхозбанк» – по 10 млрд. руб.

2008 год стал примечателен и объемом дефолтов. Успешные прохождения оферт были возможны в течение I полугодия, при этом эмитенты с невысоким кредитным качеством предлагали более высокие ставки купона, чтобы убедить инвесторов оставить бумаги в рынке. Во II полугодии на фоне глобального кризиса и постоянно ухудшающейся ситуации в России подобная практика перестала срабатывать: к оферте предъявлялись практически все выпуски, независимо от кредитного качества эмитентов. Большинство эмитентов, имевших запас ликвидности, выкупали свои выпуски полностью. Некоторым представителям 1-го и 2-го эшелонов государство опосредованно выделяло необходимые денежные средства, в то же время большинству компаний 3-го эшелона приходилось рассчитывать сугубо на свои силы. В результате около 50 компаний объявили технические дефолты, общий объем неисполненных в срок обязательств оценивается примерно в 37 млрд руб.

В 2009 году на рынке можно ожидать увеличения доли облигаций госкорпораций или компаний с непосредственной поддержкой государства, а также снижения доли эмитентов 3-го эшелона. В ситуации нормализации валютного рынка текущие доходности 1-го и «качественного» 2-го эшелонов являются привлекательными с точки зрения соотношения риск-доходность. В 2009 году «реальная» доходность (за вычетом инфляции) по рублевым облигациям наконец стала положительной. Так, доходности по облигациям таких компаний как «ГидроОГК», МТС, «Вымпелком», ТГК-10 и АИЖК составляют 20% и более.

Рассмотрим деятельность паевых инвестиционных фондов «Добрыня Никитич», «Илья Муромец» и «Дружина».

Открытый паевой инвестиционный фонд облигаций “Тройка Диалог – Илья Муромец”

Цель инвестирования

Фонд нацелен на получение прибыли за счет повышения курсовой стоимости и получения купонного дохода путем инвестирования в российские долговые инструменты – государственные, муниципальные и корпоративные облигации.

Инвестиционная стратегия

Объектами инвестирования являются номинированные в рублях российские государственные, муниципальные и корпоративные облигации, имеющие потенциал роста курсовой стоимости в средне- и долгосрочной перспективе и обладающие достаточным уровнем надежности. Выбор бумаг для данной стратегии основывается на тщательном анализе кредитных качеств эмитента с учетом перспектив положительной переоценки кредитного риска / повышения рейтинга и возможных изменений в рыночной конъюнктуре.

Таблица 2.1 Показатель риска на 31.12.2008

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Показатель | ТД – Илья Муромец (gross) | Индекс TDBI / RUX – Cbonds |
| Стандартное отклонение | 18,78% | 14,23% |
| Коэффициент Шарпа | (1,57) | (2,03) |
| Коэффициент Сортино | (1,40) | (1,89) |
| Коэффициент U-P | 0,53 | 0,36 |
| Корреляция |  | (0,07) |
| Альфа |  | –0,62% |
| Бета |  | (0,09) |
| R-квадрат |  | 0,00 |

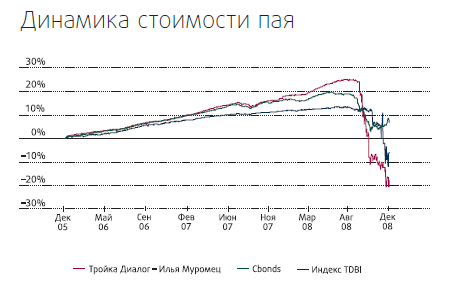


Рис. 2.1 – Динамика стоимости пая инвестиционного фонда «Илья Муромец»

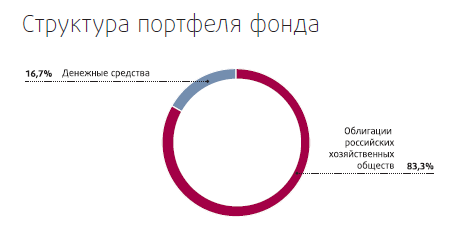


Рис. 2.2 – Структура портфеля фонда «Илья Муромец»

Открытый паевой инвестиционный фонд акций “Тройка Диалог – Добрыня Никитич”

Цель инвестирования

Фонд нацелен на получение дохода на инвестиционном горизонте от года до трех лет путем инвестирования в акции российских эмитентов, имеющих наиболее высокий потенциал роста. Рассчитан на инвесторов, толерантных к высокому уровню риска. Фонд является одним из самых крупных открытых паевых фондов в России.

Инвестиционная стратегия

Фонд инвестирует средства в диверсифицированный портфель акций российских эмитентов, обладающих достаточной ликвидностью и высоким потенциалом роста курсовой стоимости. Данная стратегия использует подход, основанный на совмещении пассивного и активного управления активами фонда. Основная часть – “ядро” – управляется в соответствии со стратегией “покупать и держать”. Отбор акций происходит на базе тщательного фундаментального анализа эмитентов с использованием собственных расчетов справедливой стоимости, а также оценки текущей стоимости акций относительно их долгосрочного потенциала роста. Меньшая часть портфеля используется для спекулятивных операций покупки и продажи ценных бумаг при достижении ими расчетных пороговых ценовых уровней. Портфель фонда сформирован с уклоном в сторону акций компаний с большой капитализацией, “голубых фишек”, с целью повышения ликвидности вложений и уменьшения рисков.

Таблица 2.2 Показатель риска на 31.12.2008 паевого инвестиционного фонда «Добрыня Никитич»

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Показатель | ТД – Добрыня Никитич (gross) | Индекс TDBI / RUX – Cbonds |
| Стандартное отклонение | 51,85% | 65,5% |
| Коэффициент Шарпа | (1,39) | (1,052) |
| Коэффициент Сортино | (1,87\_ | (1,765) |
| Коэффициент U-P | 3,32 | 4,60 |
| Корреляция |  | 0,92 |
| Альфа |  | –0,8% |
| Бета |  | 0,72 |
| R-квадрат |  | 0,85 |



Рис. 2.3 – Динамика стоимости пая паевого инвестиционного фонда «Добрыня Никитич»

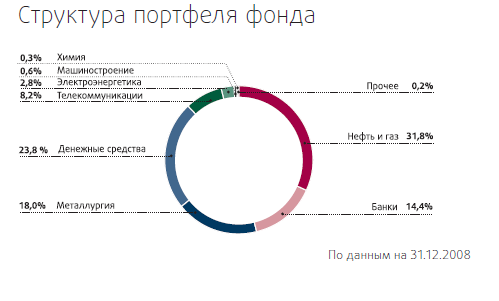


Рис. 2.4 – Структура портфеля фонда «Добрыня Никитич»

Открытый паевой инвестиционный фонд смешанных инвестиций «Тройка Диалог – Дружина»

Цель инвестирования

Фонд нацелен на получение прибыли за счет прироста капитала и получения купонного дохода путем инвестирования в акции и облигации российских эмитентов для обеспечения баланса между приемлемым уровнем риска и ожидаемой доходностью. Стратегия объединяет преимущества консервативной и агрессивной стратегий (“Илья Муромец” и “Добрыня Никитич” соответственно) и рассчитана на инвесторов, предпочитающих долгосрочный взвешенный подход к вложению средств.

Инвестиционная стратегия

Активы фонда инвестированы в диверсифицированный портфель акций и облигаций. Стратегия фонда основывается на динамичном распределении средств между классами активов (акциями и облигациями). Выбор бумаг для данной стратегии основывается на тщательном фундаментальном анализе эмитентов, а также оценке их кредитных качеств. Соотношение облигаций и акций в структуре фонда может меняться в зависимости от конъюнктуры рынка.

Таблица 2.3 Показатель риска на 31.12.2008 «Дружина»

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Показатель | ТД – Дружина (gross) | Индекс TDBI / RUX – Cbonds |
| Стандартное отклонение | 34,37% | 38,3% |
| Коэффициент Шарпа | (1,82%) | (1,478) |
| Коэффициент Сортино | (2,18) | (2,071) |
| Коэффициент U-P | 1,91 | 2,39 |
| Корреляция |  | 0,59 |
| Альфа |  | –0,9% |
| Бета |  | 0,52 |
| R-квадрат |  | 0,35 |

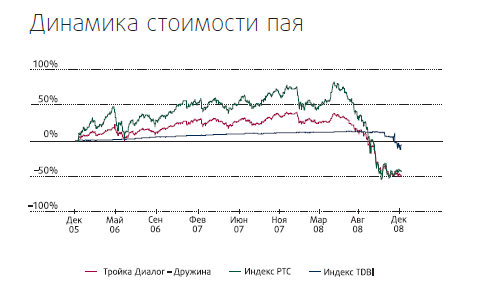


Рис. 2.5 – Динамика стоимости пая паевого инвестиционного фонда «Дружина

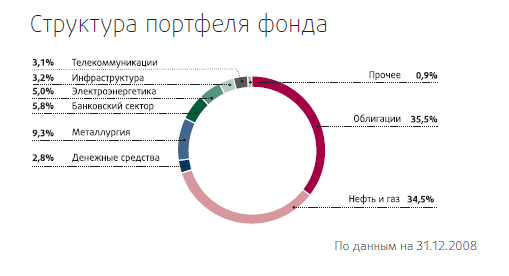


Рис. 2.6 – Структура портфеля фонда «Дружина»

2.2 Основные субъекты инвестирования в паевые инвестиционные фонды

По оценке "Эксперта РА" объем рынка доверительного управления на конец первого полугодия 2008 года составил 1,8 трлн рублей , сократившись по сравнению с первым кварталом на 5% (100 млрд рублей) до уровня начала года. Рынок не смог взять планку в 2 трлн рублей, более того впервые за все время проведения мониторинга "Экспертом РА" объем рынка в денежном выражении уменьшился по отношению к предыдущему периоду.

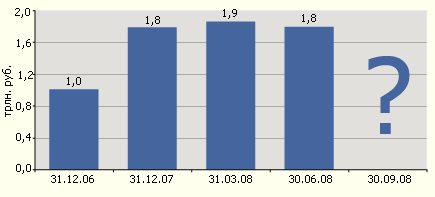


Рис. 2.7 – Объем рынка российских ПИФов

За второй квартал 2008 года сегмент коллективных инвестиций рынка доверительного управления активами вырос на 6%, в результате чего СЧА ПИФов превысила 842 млрд рублей.

Рост рынку коллективных инвестиций уже традиционно обеспечили ЗПИФы, СЧА которых за второй квартал увеличилась на 8%, до отметки в 685 млрд рублей (график 2). Резкое сокращение формирующихся ЗПИФов в течение второго квартала 2008 года (график 3) было связано с отсутствием типовых правил ДУ, из-за чего управляющие не имели возможности создавать ЗПИФы для квалифицированных инвесторов. Мы ожидаем, что утверждение правительством РФ новых типовых правил ДУ ПИФами приведет к повышению деловой активности в сегменте закрытых фондов и дополнительному притоку активов в отрасль уже в третьем квартале 2008 года.

Открытый сегмент рынка коллективных инвестиций пережил второй квартал с потерями. В период с апреля по июнь активы розничных ПИФов сократились на 4%, а с начала года – на 12%, до 158 млрд рублей. Причинами сокращения стали негативная динамика фондового рынка, которая привела к снижению стоимости активов, а также выход пайщиков из фондов.

По итогам первого полугодия 2008 года чистый отток средств из ПИФов составил 10 мрлд. рублей. Массовый вывод активов с рынка, начавшийся в феврале, продолжился уже до конца второго квартала. Крупнейший отток средств наблюдался в мае, когда рынок покинуло чуть более 7 млрд. рублей: инвесторы фиксировали прибыль, воспользовавшись непродолжительным ралли, которое случилось в мае после озвученных премьером В. В. Путиным планов государства по снижению налоговой нагрузки на нефтяные компании.

Уход пайщиков ощутили открытые фонды практически всех типов. Самые серьезные потери понесли фонды смешанных инвестиций и фонды акций. За первое полугодие 2008 года они "похудели", соответственно, на 5,1 и 4,8 млрд. рублей. Индексные фонды акций потеряли 900 млн. рублей. Только два типа открытых фондов смогли показать в полугодии положительные результаты по привлечению средств. Активы фондов денежного рынка выросли на 294 млн. рублей, а лидером по чистому привлечению стали фонды облигаций, "потяжелевшие" на 632 млн. рублей.

В институциональном сегменте рынка доверительного управления, а также в секторе прочих видов ИДУ заметных изменений за полугодие не произошло. Незначительно вырос рынок управления средствами НПФ (с 465 до 491 млрд. рублей).

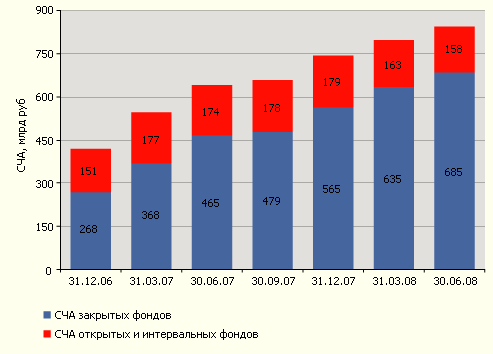


Рис. 2.8 – СЧА закрытых и открытых ПИФов

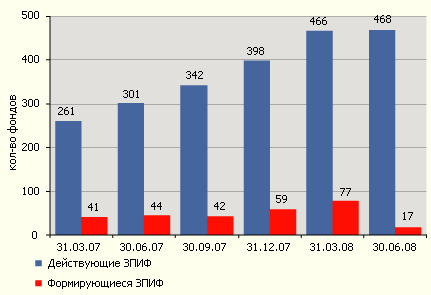


Рис. 2.9 – Структура закрытых российских ПИФов

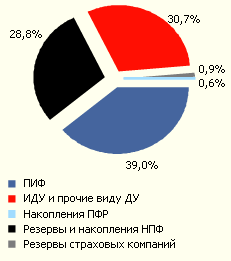
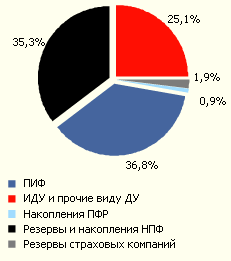


Рис. 2.10 – Структура рынка доверительного управления активами по источникам средств на 31.12.2007 и на 30.06.2008

Анализируя результаты работы рынка коллективных инвестиций за первое полугодие 2008 года, мы получили подтверждение отрицательной тенденции. Сегмент коллективных инвестиций, в теории призванный обеспечивать мелким инвесторам доход в средне- и долгосрочном периоде, у нас пока в значительной степени представлен спекулянтами.

Динамика чистого привлечения средств в отрасль демонстрирует, что в период волатильности на фондовом рынке с наиболее заметными выводами активов столкнулись самые крупные игроки. Масштабы этих УК не позволяют им оперативно реагировать на все изменения, происходящие на фондовом рынке. Стратегии крупных управляющих практически всегда ориентированы на долгосрочный рост и не предусматривают постоянных активных действий. Их размеры не позволяют вести себя агрессивно, аналогично поведению более мелких игроков, которым значительно легче обыграть рынок на коротком отрезке за счет спекулятивных стратегий и небольших оборотов. В итоге крупные управляющие, как правило, показывают в период нестабильности доходность ниже, чем их более мелкие коллеги.

В то же время в крупных компаниях, как правило, гораздо большее внимание уделяется настройке бизнес-процессов, формированию и поддержанию систем комплексного управления рисками, повышению надежности инвестиционного процесса: без этого им просто не выжить. Именно поэтому крупные управляющие получают высокие рейтинги – признание фундаментальной надежности, а также способности УК генерировать инвесторам доход.

Уход пайщиков с рынка в период волатильности в целом и в частности от крупных управляющих (в том числе – с высокими рейтингами) говорит о непопулярности "стратегического" подхода к инвестированию. А значит, профессиональному сообществу еще предстоит проделать большую имиджевую работу, чтобы инвесторы приходили к ним в расчете на долгосрочный рост, а не за заработком на очередном нефтяном или металлургическом ралли.

Можно выделить несколько факторов, которые оказывают наибольшее влияние на положение дел на рынке доверительного управления активами. Это фактор "мировых рынков", фактор "старых" рисков", а также фактор "финансового центра". Совокупность этих характеристик и задаст вектор развития рынка на ближайшую перспективу.

Фактор "мировых рынков" в первую очередь проявляется на фондовом рынке, для которого внешний новостной фон уже давно стал основным драйвером изменений. До тех пор, пока кризис на американском финансовом рынке не успокоится, нам, скорее всего, не придется ожидать снижения зависимости динамики котировок российских эмитентов от различных последствий списания убытков, негативных прогнозов и прочих проявлений проблем в американской экономике. Фактор "мировых рынков" сейчас настолько силен, что обесценивает влияние фактических результатов работы российских компаний на стоимость их акций, и значит, на капитализацию и привлекательность рынка.

Фактор "старых" рисков" означает, что риск серьезного вмешательства государства в хозяйственные дела отдельных компаний по-прежнему высок и даже приобретает актуальность. Наиболее свежий пример – публичные комментарии В. В. Путина по поводу деятельности "Мечела", обрушившие рынок в конце июля. Очередной прецедент прямолинейного публичного решения проблем негативно влияет на инвестиционную привлекательность российского рынка, охлаждая интерес инвесторов к отечественным финансовым инструментам.

Фактор "финансового центра" во многом служит противовесом двум предыдущим характеристикам рынка, по сути – серьезным угрозам. Идея создания в России финансового центра, озвученная президентом, а также усилия чиновников всех уровней по продвижению и реализации этой задачи будут сдерживать негативное влияние угроз рынка, поскольку существование финансового центра невозможно без сильного высоко капитализированного фондового рынка, а также развитого рынка коллективных инвестиций и доверительного управления активами.

Несмотря на все проблемы отрасли доверительного управления активами, двадцатка крупнейших управляющих-участников мониторинга Эксперта РА совокупно смогла продемонстрировать положительную динамику активов в первом полугодии 2008 года. Наибольший прирост наблюдался у УК "Тройка Диалог". За первое полугодие ее активы выросли более, чем вдвое и на 30.06.2008 составили 247 млрд рублей. В обзоре рынка за первый квартал 2008 года мы упоминали этот кейс, связанный с передачей в финансовое консультирование "Тройки" 130 млрд рублей госкорпорацией "Роснанотех". Однако сейчас можно говорить об условном учете этих активов в составе рынка, ведь вся сумма ушла в банковский сектор на депозиты. Значительное увеличение средств под управлением продемонстрировали УК "ТРИНФИКО" и УК "КОНКОРДИЯ – эссет менеджмент", активы которых, согласно мониторингу "Эксперта РА" выросли на 79% (до 27,6 млрд рублей) и 73% (до 34 млрд рублей) соответственно. УК "Кит Фортис Инвестмент Менеджмент" увеличила активы под управлением на 42% (с 37 до 63 млрд рублей). Столь заметный рост связан со знаковым событием на российском рынке – передачей российской команде управляющих активов западных инвесторов. Активы УК «Росбанк» по итогам полугодия выросли на 36% (до 49,7 млрд. рублей). У остальных УК из верхней двадцатки, чьи активы увеличились за полугодие, прирост составил менее 10%.

Около половины наиболее крупных участников рынка понесли потери. Хуже всех пришлось УК "ЯМАЛ". За полугодовой период активы этой компании упали на 34% (с 18,5 до 12,2 млрд. рублей). Чуть менее значительным сокращением средств (на 29%) завершилось полугодие для УК «Атон-менеджмент». На конец июня активы компании составили 9,7 млрд. рублей по сравнению с 13,7 млрд. рублей на конец декабря 2007 года. В пределах 15% уменьшились активы УК «КапиталЪ», Группы компаний "РЕГИОН", ОФГ"ИНВЕСТ".

В сегменте инвестиционных фондов наиболее заметный рост наблюдается у УК "Старый город". Активы этой компании за полгода возросли на 22% и на конец первого полугодия составили 16,6 млрд. рублей. На 12% (с 17 до 19 млрд. рублей) выросли активы данного направления УК "Альфа-Капитал". Наибольшим падением СЧА ПИФов (на 14%, до 29,4 млрд. рублей) отличилась УК "Тройка Диалог". Сегмент управления средствами НПФ (накопления и резервы) с начала года вырос на 6% (с 465 до 491 млрд. рублей). Здесь традиционный лидер - УК "Лидер". Однако максимальный рост активов под управлением в этом направлении за первое полугодие продемонстрировала УК "ТРИНФИКО" (увеличение на 83%, с 14,9 млрд. рублей до 27,2 млрд. рублей). Прирост активов УК «Росбанк» составил 38% (до 12,9 млрд.рублей). Активы УК "Достояние" увеличились на 23% (до 8,1 млрд. рублей). Почти в два раза сократились активы УК «Атон менеджмент» с 6,5 млрд. рублей до 3,3 млрд. рублей. У УК "КапиталЪ" средства от НПФ уменьшились на 15 млрд. рублей, что составляет около 36% от суммы на конец 2007 года. У УК "Альфа-Капитал" активы упали на 20% (до 8,1 млрд. рублей).

Изменения, произошедшие в сегменте управления средствами ПФР, не столь значительны. В целом сегмент незначительно сократился – на 1%. с 12 до 11,8 млрд. рублей. Наиболее заметный прирост средств наблюдался у УК «Тройка Диалог» (с 0,9 до 1 млрд. рублей) и у группы УК "УРАЛСИБ" (с 1,2 до 1,3 млрд. рублей). На четверть сократились активы УК «РФЦ-Капитал» (до 0,7 млрд. рублей). Средства УК "Росбанк" уменьшились на 16%, с 1,85 до 1,7 млрд. рублей. УК "СОЛИД Менеджмент" понесла потери в размере 10%, с 1 до 0,9 млрд. рублей.

За первое полугодие претерпел изменения и сегмент управления резервами страховых компаний. Активы участников мониторинга в этом сегменте упали до 15,8 млрд. рублей по сравнению с 26,6 млрд. рублей на конец 2007 года. Тем не менее, заметный рост активов показали Группа УК "РЕГИОН" (на 14%, с 315 до 359 млн. рублей) и УК «Ингосстрах Инвестиции» (на 12%, с 3,3 до 3,7 млрд. рублей). Почти на 40%, с 750 до 471 млн рублей упали активы ОФГ "ИНВЕСТ". На 22% (до 924 млн. рублей) уменьшились средства УК «КапиталЪ».

Существенно возрос сегмент ИДУ. Суммарный прирост с учетом вклада "Тройки" составил 163 млрд. рублей (около 50% по сравнению с концом декабря 2007 года). Заметно возросли средства таких компаний как УК «Росбанк», Группы УК "УРАЛСИБ" и УК "Альфа-Капитал", прирост которых составил 28% (с 17 до 21,7 млрд. рублей), 16% (с 28,5 до 33 млрд. рублей) и 12% (с 4,5 до 5 млрд. рублей) соответственно. Падением активов ознаменовалось первое полугодие для Группы УК "РЕГИОН" (на 71%, с 8 до 2,3 млрд. рублей) и УК "ЯМАЛ" (на 45%, с 13,5 до 7,5 млрд. рублей).

2.3 Сравнительный анализ различных инструментов инвестирования

Изначально мы предполагали, что для инвестора важен риск ликвидности пая, поэтому ограничили исследование лишь открытыми фондами, для которых этот риск минимален. Как и любая другая ценная бумага, пай ПИФа обладает специфическим риском, который может быть связан с особенностями управления фондом. Поэтому, с целью снижения этих рисков, рациональный инвестор должен вкладывать средства в несколько ПИФов, по сути создавая свой собственный портфель паев. Можно конечно купить паи всех фондов данной категории, но это затратно и требует больших начальных средств. Типичной суммы, которой располагает рядовой инвестор (несколько десятков тысяч рублей), хватит на покупку паев трех-четырех фондов.

Итак, мы предполагаем, что инвестор анализирует результаты деятельности фонда за последний год, выбирает фонды в соответствии с одной из стратегий, покупает паи выбранных фондов, причем в разные фонды вкладывает одинаковую сумму. Через три месяца инвестор повторяет свой анализ и пересматривает свой портфель паев, более частый пересмотр структуры портфеля приведет к большим издержкам на выплату надбавок и скидок управляющим компаниям.

Стратегия «максимальной доходности»

В соответствии с этой стратегией инвестор, выбирая паи для своего портфеля, ориентируется на доходность, показанную фондом в прошлом, и покупает паи трех фондов, показавших наилучший результат по доходности за последний год. Реализация такой стратегии почти не требует никакого предварительного анализа, поскольку доходность паевых фондов оперативно публикуется во многих деловых изданиях и на сайтах в Интернете. Инвестору остаётся только сравнить доходности различных фондов и включить в портфель паи фондов с наибольшей доходностью.

Теория риска утверждает, что такая стратегия подходит для инвесторов, нейтральных к риску. Социально-экономические исследования показывают, что таких людей мало, тем не менее подобная стратегия (ориентация на максимальный результат) является одной из самых распространенных как на финансовых рынках, так и в повседневной жизни.

Стратегия «минимального риска»

В соответствии с этой стратегией инвестор покупает паи трех наименее рискованных фондов, не обращая внимание на доходность. Эта стратегия (ориентация на минимальные возможные потери) предполагает, что инвестор стремится прежде всего защитить вложенные средства и свойственна самым консервативным инвесторам.

Важный вопрос – как измерить риск паевого фонда. В данной работе мы отождествили риск с дневными колебаниями стоимости пая в прошлом. Чем меньше колебания стоимости пая – тем менее рискованны инвестиции в этот фонд. Информация о рискованности инвестиционных фондов пока менее доступна, но и ее можно найти в аналитических обзорах.

Стратегия «доходность/риск»

Реализуя эту стратегию, инвестор вкладывает средства в фонды, имевшие в прошлом максимальное отношение доходности к риску. Теория финансов утверждает, что на эффективных рынках такая стратегия (ориентация не только на доходность инвестиций, но и на их рискованность) является наилучшей для любого инвестора. Отметим, что именно учет риска характерен для рэнкингов и рейтингов Национальной лиги управляющих, будь это рэнкинги по коэффициенту "доходность / риск" или рейтинги паевых фондов, основанные на коэффициенте Шарпа.

Во всех вышеперечисленных стратегиях при составлении портфеля паев инвестор вкладывает одинаковую сумму в паи каждого из выбранных паевых фондов. Такой подход получил название наивной диверсификации. Теория финансов утверждает, что инвестирование может быть более эффективным по критерию «доходность/риск», если в паи разных фондов вкладывать неодинаковые суммы (теория Марковица).

Стратегия по Марковицу

Теория Марковица предполагает, что структура оптимального портфеля определяется доходностью актива, его риском и степенью коррелированности (согласованности изменений) доходности разных активов друг с другом. Именно коррелированность поведения разных активов позволяет инвестору получить портфель с наименьшим риском при заданном уровне доходности.

Суть метода заключается в том, что подбирается такая структура портфеля (перечень активов и суммы средств, вложенные в эти активы), что портфель имеет максимально возможную доходность при заданном уровне риска. Каждый инвестор может задать свой индивидуальный уровень риска и создать свой индивидуальный оптимальный портфель. Набор всех возможных оптимальных портфелей образует так называемую эффективную границу Марковица. Очевидно, что невозможно одновременно учесть мнения разных инвесторов, поэтому мы рассматривали усредненный портфель. Структура такого портфеля является средней для всех возможных оптимальных портфелей, образующих эффективную границу Марковица.

Расчет, в какие фонды и какие суммы (какую долю начальных средств) нужно вкладывать, довольно сложен и вряд ли доступен рядовому инвестору. Но мы предполагаем, что информационно-аналитические агентства могли бы производить подобные расчеты и предоставлять результаты всем желающим.

Важно отметить, что если три предыдущих стратегии являются эмпирическими, то есть «выросшими» из практики и никак не обоснованными научно, то последняя стратегия является результатом строгой научной теории.

Чтобы сравнить описанные выше стратегии, мы использовали их на одной и той же выборке паевых фондов. Мы выбрали паевые фонды, ведущие свою деятельность не менее 2 лет (см. таблицу 2.2) и доступные для рядового инвестора (минимальная стоимость начальных инвестиций не выше 10 000 рублей). Каждую из стратегий мы проверяли отдельно на паевых фондах акций, фондах облигаций и фондах смешанных инвестиций.

В качестве критериев оценки эффективности стратегий использовались значения доходности портфеля паев и его рискованности. Доходность портфеля это изменение стоимости портфеля за выбранный период, отнесенное к начальной стоимости портфеля.

Таблица 2.2 Использовавшиеся при проверке стратегий паевые инвестиционные фонды

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Паевые инвестиционные фонды, Управляющие компании | | |
| Фонды акций | Фонды облигаций | Фонды смешанных инвестиций |
| «Второй Сибирский Открытый», Алемар,  «БКС – ФЛА», Брокеркредитсервис,  «Ермак ФКИ», Ермак  «Базовый», Кэпитал Эссет Менеджмент)  «Перспектива», Мономах)  «ДВИ», Монтес Аури  «Петр Столыпин», ОФГ  «Паллада Корпоративный», Паллада  «ПиоГлобал» (Пиоглобал),  «Солид-Инвест ФА», СОЛИД Менеджмент  «Добрыня Никитич», Тройка Диалог | «АВК-ФЛА», АВК-Дворцовая площадь  «Партнерство», Интерфин Капитал  «Резерв», Паллада  «ПиоГлобал ФС», Пиоглобал  «Капитальный», Пифагор  «Тактика», Регионгазфинанс  «Дружина», Тройка Диалог  «Капитал», Энергокапитал «ДИТ-ФС», ДИТ | «АВК-ГЦБ», АВК-Дворцовая площадь  «Сибирский фонд», Алемар  «ЛУКойл Консервативный», Никойл  «Русские облигации», ОФГ  «Паллада ГЦБ», Паллада  «ПиоГлобал ФО», Пиоглобал  «Илья Муромец», Тройка Диалог |

Риск портфеля оценивался двумя параметрами:

· волатильность стоимости портфеля (средние дневные колебания стоимости портфеля),

· потери от спада или провалы счета (максимальное относительное снижение стоимости портфеля в течение выбранного периода). Например, 1 июня стоимость портфеля составляла 140 тыс. руб., 15 июня – 120 тыс. руб., следовательно, провал счета – 14,3%.

Первый параметр является строго научно обоснованной мерой риска на финансовом рынке. Второй параметр является интуитивной оценкой и никак научно не обоснован, но на практике это наиболее используемая мера опасности инвестиций.

Технологию оценки стратегий покажем на примере фондов акций и стратегии «максимальной доходности». По итогам работы в 2002 г. всех фондов акций из таблицы 1 выбирались три фонда, показавших в 2002 г. наивысшую доходность. Начальная сумма 100 тыс. руб. распределялась поровну между этими тремя фондами и в первый торговый день 2003 г. покупались паи этих фондов – формировался инвестиционный портфель.

В последний торговый день 1 квартала 2008 г. все паи продавались. Для всех фондов акций из таблицы 1 определялись 3-4 фонда с наивысшей доходностью по итогам работы за период 1 квартал 2007 г. - 1 квартал 2008 г. В первый торговый день 2 квартала 2008 г. вся полученная после продажи паев сумма в равных долях вкладывалась в паи этих новых трех-четырех фондов, и так далее.

3 Проблемы повышения эффективности деятельности российских паевых инвестиционных фондов

3.1 Развитие инструментов инвестирования паевых инвестиционных фондов

Важным фактором, оказывающим влияние на формирование спроса, является четкая сегментация фондов и, в первую очередь – спецификация статуса ЗПИФов. По своим целям целесообразно закрытые фонды разделить на два принципиально разных типа с различными подходами к регулированию и инвестиционным возможностям.

Первая группа – это так называемые "ПИФы-трасты", то есть фонды, основной задачей которых является оптимизация структуры собственности инвесторов, снижение рисков владения, повышение прозрачности структуры собственников, облегчение налоговой нагрузки при реализации долгосрочных инвестиционных проектов.

Второй тип закрытых фондов – классические коллективные фонды. Основной задачей этих фондов будет предоставление массовым инвесторам возможностей по участию в реализации различных проектов, в первую очередь - строительных. Формат инвестиционных фондов должен обеспечивать возможности легитимного участия инвесторов и в крупных проектах, в том числе нацпроектах "Развитие агропромышленного комплекса", "Доступное и комфортное жилье - гражданам России". Успешная реализация подобного механизма позволит превратить значительную часть населения в класс собственников, а также окажет поддержку повышению стоимости национального богатства.

В общем виде все основные типы фондов должны иметь более четкое позиционирование и регулирования с точки зрения их целевой аудитории - массовых инвесторов, либо ограниченного круга профессиональных квалифицированных инвесторов. Некоторые типы фондов по своим целям и формату могут подходить для всех групп инвесторов, и подобные случаи также необходимо предусмотреть в регулировании отрасли.

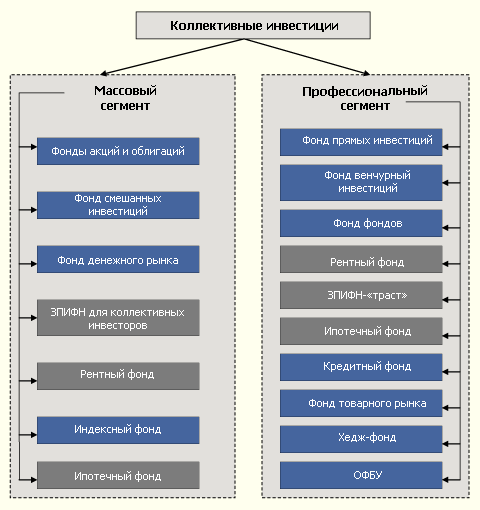


Рис. 3.1 – Сегменты целевой модели рынка коллективных инвестиций

Источник: «Эксперт РА»

Рынок коллективного инвестирования должен получить мощный импульс к развитию за счет притока временно свободных средств госкорпораций, а также временно свободных средств государственных бюджетов и фондов разного уровня, а также иных бюджетных средств. Использование инфраструктуры рынка коллективного инвестирования должно решить вопросы повышения эффективности и прозрачности использования средств госкорпораций и госбюджета экономической системой, защиты этих активов от обесценения.

В качестве администраторов управляющие компании должны содействовать реализации всех социально значимых инвестиционных начинаний государства, таких как управление фондом материнского капитала, фондом "военной ипотеки", фондом будущих поколений. Кроме того УК должны привлекаться к управлению инфраструктурными проектами, в том числе реализуемыми через механизмы частно-государственного партнерства, для повышения эффективности использования финансовых ресурсов. Целесообразно сделать обязательным участие УК в реализации всех инвестиционных проектов, поскольку ее участие будет являться гарантией независимости оценки и управления рисками проекта, а также максимальной эффективности использования бюджета проекта.

Необходима разработка нормативной базы, позволяющей обеспечить привлечение инвестиционных ресурсов в долгосрочные проекты по развитию транспортной, энергетической, жилищно-коммунальной, социальной инфраструктуры, реализуемые в формате государственно-частного партнерства, через механизм инфраструктурных облигаций, а в сферу жилищного строительства - через ипотечные ценные бумаги. Инфраструктурные облигации могут быть обеспечены активами, создаваемыми в рамках проектов, постоянными платежами за пользование инфраструктурными объектами, а также иметь различные сроки обращения. С подобной инициативой уже выступала ФСФР. Реализация механизма инфраструктурных облигаций и ипотечных бумаг позволит расширить перечень инструментов для инвестирования финансовых ресурсов с длинными рабочими горизонтами, в первую очередь – пенсионных накоплений, а также резервов НПФ, находящихся в управлении УК.

Огромный потенциал спроса на услуги УК обусловлен необходимостью повышения роли ипотечных ценных бумаг на финансовом рынке. Масштабные государственные планы по улучшению жилищной ситуации населения гарантируют постоянный рост объемов ипотеки и диктует необходимость в повышении ликвидности этого сектора через механизмы секьюритизации. Развитие рынка ипотечных ценных бумаг в будущем способно сформировать класс управляющих, специализирующихся на работе с этими инструментами.

Необходимо привлечение УК к реализации программ по участию государства в создании накопительной части пенсии на паритетных началах с гражданами. При этом эффективное управление этими средствами должно снижать нагрузку на бюджет.

Управляющие компании, а также банки-операторы ОФБУ должны претерпеть ряд изменений для соответствия новым запросам и потребностям рынка. Базовым условием для формирования будущей эффективной структуры рынка должно стать четкое разделение предоставляемых услуг на управление активами профессиональных (квалифицированных) и непрофессиональных (неквалифицированных) инвесторов.

Основную массу населения можно отнести к непрофессиональным и неквалифицированным инвесторам. И потому доступные для населения механизмы коллективного инвестирования должны максимально жестко контролироваться со стороны ФСФР, а деятельность УК в этом направлении должна быть максимально регламентирована.

Потребность в столь жестком контроле продиктована необходимостью минимизировать риски непрофессиональных инвесторов на системном уровне. Основными мерами могут выступать требования к детализации инвестиционных деклараций при ужесточении перечня допустимых типов финансовых инструментов, выделение отдельного типа лицензий на право управления средствами неквалифицированных инвесторов.

Профессиональные квалифицированные инвесторы должны иметь более широкие инвестиционные возможности. Расширение спектра возможно за счет разрешения на работу с более рисковыми финансовыми инструментами. Для создания этих возможностей для квалифицированных инвесторов должен быть максимально расширен круг допустимых финансовых инструментов за счет ослабления требований законодательства к структуре и составу активов. При этом для поддержания стабильности рынка расширение перечня доступных финансовых инструментов должно сопровождаться усилением требований к системам управления рисками, а также требованиям к профессионализму риск-менеджеров в УК.

Начало разделения рынка на сегменты по критерию профессионализма уже положено. Требования к квалификации инвесторов содержатся в последней редакции закона "Об инвестиционных фондах", институт хедж-фонда появился в редакции "Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов" от 20 мая 2008 года. Однако до формирования эффективно работающей риск-ориентированной инфраструктуры рынка еще далеко.

Развитие рынка коллективных инвестиций должно сопровождаться адекватным развитием его инфраструктуры:

* повышением качества законодательства отрасли;
* внедрением единых стандартов раскрытия информации на основе GIPS для управляющих компаний и обязательного характера применения этих стандартов;
* обязательным внедрением института риск-менеджмента в организационную структуру УК;
* повышением роли профессиональных саморегулируемых организаций (СРО), а также рейтинговых агентств в системе коллективных инвестиций;
* повышением квалификации специалистов по финансовому консультированию и появлением соответствующей дисциплины в системе высшего образования. Совершенствование законодательной базы отрасли позволит снизить риски всех участников рынка. УК должны иметь четкие правила работы на рынке, которые будут поддерживать развитие добросовестной конкуренции. Инвесторам качественное законодательство гарантирует дополнительную защиту их прав, а также снижение рисков, связанных с сотрудничеством с УК.

Внедрение стандартов GIPS в отрасли и обязательность использования единого стандарта раскрытия информации о результатах управления должны радикальным образом улучшить конкурентную среду рынка, повысить информационную прозрачность компаний, а также снизить риски инвесторов. Также применение GIPS должно оказать позитивное влияние на внутренние процессы УК, поскольку соответствие GIPS требует наличия хорошо отлаженных бизнес-процессов, а также управления активами с поправкой на риск.

Профессиональное сообщество в 2008 году активизировало свои усилия в сфере внедрения GIPS. Так, решением НП "Национальная лига управляющих" было инициировано создание комитета по разработке и внедрению GIPS.

Развитие индустрии управления активами и коллективных инвестиций должно сопровождаться возрастающим контролем над рисками, сопутствующими этой деятельности. Помимо законодательных ограничений должны происходить процессы по повышению культуры риск-менеджмента в среде управляющих. Эта цель должна достигаться за счет реализации комплекса мер. Во-первых, необходимо обязательное присутствие риск-менеджера в организационной структуре всех УК. Во-вторых, риск-менеджеры должны обладать высокими полномочиями с точки зрения влияния на принятие инвестиционных решений, при этом полномочия и статус должны быть официально закреплены во внутренних документах УК. Типовые регламенты, определяющие полномочия и статус риск-менеджеров, могут разрабатываться рабочей группой, объединяющей представителей рынка, СРО, регулятора, рейтинговых агентств, аудиторов и консультантов, независимых экспертов.

Требования по организации риск-менеджмента в социально значимых структурах коллективного инвестирования, в первую очередь – розничных, должны быть особенно высоки. Здесь возможен механизм, аналогичный институту "назначенного актуария" в страховании, когда риск-менеджеру будет вменяться в обязанность уведомлять регулирующий орган о систематических нарушениях положений управления рисками, либо о принятии решений без учета позиции риск-менеджера.

Повышение информационной прозрачности отрасли и конкуренции, а также рост качества предоставляемых услуг должны сопровождаться поддержкой со стороны профессиональных объединений – СРО, рейтинговых агентств как институтов независимой оценки деятельности УК. Деятельность СРО должна помогать регулятору в разработке нормативных актов, отвечающих потребностям рынка. Вторым аспектом активности СРО должна стать профессиональная сертификация участников, а также разработка кодексов этики и управления, направленных на повышение добросовестности конкуренции, качества услуг УК.

Рейтинговые агентства, являясь независимыми институтами оценки надежности и качества услуг УК, должны участвовать в создании открытой и простой практики отбора управляющих в государственных и негосударственных тендерах. При этом целесообразно введение в бизнес-практику "писем комфорта" со стороны регулирующих органов, регламентирующих процесс использования рейтинговых оценок при проведении тендеров.

Ускоренное развитие отрасли должно сопровождаться повышением уровня подготовки кадров, в первую очередь – финансовых консультантов. Основой создания профессиональных финансовых консультантов должна стать соответствующая специализация в рамках системы высшего экономического образования. Повышение профессионализма финансовых консультантов должно ускорить процесс повышения финансовой грамотности населения, и, соответственно, способствовать процессу развития всей финансовой системы страны.

Важным средством стимулирования участия розничных инвесторов на финансовом рынке могут стать компенсационные и страховые механизмы. В соответствии со "Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на 2006-2008 годы", утвержденной распоряжением правительства Российской Федерации от 1 июня 2006 года № 793-р, уже к концу 2008 года должна быть завершена работа над проектом федерального закона "О компенсациях гражданам на рынке ценных бумаг".

В соответствии с этим проектом предполагается установить круг лиц, в отношении которых будут действовать компенсационные механизмы, юридическую форму, статус и требования к управлению компенсационными схемами; порядок формирования имущества компенсационных фондов, требование об обязательном участии в компенсационных схемах участников финансового рынка, требования к компенсационным выплатам. Также в целях защиты инвесторов следует урегулировать вопросы исключения участников финансового рынка из числа участников компенсационных схем, порядок защиты прав их клиентов в этом случае, осуществление государственного контроля и надзора за деятельностью компенсационных механизмов, в том числе необходимые полномочия контролирующего органа.

Работа по продвижению идеи внедрения компенсационных механизмов для населения ведется и со стороны ФСФР: необходимость появления подобных схем отражена в докладе ФСФР о мерах по совершенствованию регулирования и развития рынка ценных бумаг на 2008-2012 годы. Кроме того, регулятором был подготовлен проект федерального закона "О компенсациях физическим лицам на финансовых рынках", который будет регламентировать работу компенсационного механизма на рынке доверительного управления активами.

Концепция законопроекта предусматривает наделение функциями по обязательному страхованию участников рынка АСВ, поскольку это не только позволит существенно сократить расходы государства на создание системы страхования инвестиций, но и создать целостный механизм защиты широкого круга инвесторов на финансовых рынках. Имущество АСВ будет формироваться за счет обязательных страховых взносов инвестирующих организаций – участников системы обязательного страхования. При этом участие в системе страхования инвестиций будет обязательным условием деятельности для участников рынка ценных бумаг (в частности УК, НПФ, ИК) при работе с физическими лицами – неквалифицированными инвесторами.

В соответствии с международной практикой проект закона предусматривает компенсации инвесторам в случаях, главным образом связанных с нарушением участниками рынка своих обязательств перед клиентами, например. в связи с потерей компанией способности выполнять свои обязательства перед третьими лицами, а также при совершении профучастниками уголовных нарушений.

В дополнение к обязательной компенсационной системе необходимо создать условия для формирования добровольных компенсационных и страховых схем. Реализация этой задачи возможна на основе создания страховых фондов СРО профессиональных участников финансового рынка. Участие финансового института в таких схемах должно обязательно доводиться до сведения розничных клиентов при привлечении их денежных средств на финансовый рынок. Этот порядок будет одним из способов сокращения числа компаний, незаконно привлекающих средства граждан.

В сферу деятельности компенсаторных и страховых механизмов не должны попадать рыночные риски, которые на себя принимают инвесторы. Иными словами, ни в каком случае не должен возникать элемент гарантирования доходности, а также сохранности суммы инвестиций. Рыночный риск должен целиком лежать на инвесторе, и только система риск менеджмента УК может уменьшить этот риск и, соответственно, повысить вероятность получения дохода от вложения средств. Основные риски, влияние которых на инвесторов должно нивелироваться за счет системы компенсаций – операционные риски управляющих, инфраструктурные риски, связанные с обязательствами депозитариев и спецдепозитариев, аудиторов УК, а также фидуциарные и агентские риски.

Еще два-три десятилетия назад финансовые системы развитых стран довольно точно можно было разделить на два вида: "банковские" – страны континентальной Европы, Япония и "фондовые" – Великобритания, США и другие англосаксонские страны. Один из показателей относительной роли рынка акций - "капитализация-ВВП". В англосаксонских странах он заметно превышает 100%, в то время как в Италии, Германии, Франции и Японии в 2004 году он составлял не более 80%. Об относительной роли рынка акций говорит и показатель "эмиссия акций-валовые инвестиции". В странах с финансовыми рынками, близкими к англо-саксонской модели, он был выше в среднем в два - три раза.

Таблица 3.1 Сравнительные характеристики континентальной и англо саксонской моделей финансового рынка

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Критерии | Континентальная модель | Англосаксонская модель |
| Отношение капитализации к ВВП | 80-100% | 150-180% |
| Отношение активов банков к ВВП | 50-100% | 150-300% |
| Система права | Нормативная | Прецедентная |
| Основные финансовые посредники | Банки | Небанковские организации: УК, инвестиционные компании, брокерские компании и т. д. |
| Количество владельцев акций | 40-60% населения | 50-70% населения |
| Роль государства | Активное государственное регулирование экономики | Либеральное регулирование экономики. Значительная роль профессиональных объединений и саморегулируемых организаций (СРО) |
| Подход к регулированию | Наличие одного глобального регулятора. Государственное регулирование осуществляется главным образом на основе нормативно-правовых актов | Наличие отдельного регулятора для каждого рынка. Значительная роль саморегулируемых организаций (СРО) и профессиональных объединений |

Источник: «Эксперт РА», СМИ

По основным характеристикам финансовую систему РФ можно классифицировать скорее как континентальную, нежели чем англосаксонскую, и потому наиболее логичным ориентиром для определения целей развития рынка инвестиционных фондов в России могут служить немецкий и японский рынки коллективного инвестирования. Это страны с доминированием банковской системы в экономике, умеренным весом систем коллективного инвестирования в ВВП и при этом значительной финансовой мощью инвестиционных фондов, с точки зрения аккумулированных активов.

К 2020 году российский рынок коллективных инвестиций должен значительно повысить свой вес по отношению к ВВП страны, а также являться важнейшим инфраструктурным звеном в финансовой системе РФ. Принимая во внимание характер развития российского финансового рынка с доминированием банков, система коллективных инвестиций должна являться второй по значимости с позиции аккумулирования средств и вовлечения их в финансовый оборот.

По базовым качественным характеристикам рынок должен догнать развитые экономики с континентальным типом организации национальных финансовых систем и доминированием банковских структур, а по количественным параметрам – войти в число 5-7 крупнейших национальных финансовых рынков. Совокупно целевые показатели развития сегмента коллективных инвестиций как части финансовой системы РФ можно представить следующим образом:

Таблица 3.2 Сводные целевые показатели российского рынка коллективных инвестиций до 2020 года

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | 2006 год | 2020 год |
| Активы инвестиционных фондов | 16 млрд долл | 550 млрд долл |
| Объем активов инвестфондов на душу населения | 112 долл | 4 000 долл |
| Отношение активов инвестфондов к ВВП | 1,6% | 10,58% |
| Капитализация фондового рынка | 1,1 трлн долл | 5 трлн долл |
| Отношение активов инвестфондов к капитализации рынка | 1% | 11% |

Таблица 3.3 Дополнительные целевые индикаторы российского рынка коллективных инвестиций в 2020 году

|  |  |
| --- | --- |
| Параметры | Цель – 2020 |
| Количество частных инвесторов | 20 млн человек |
| Количество инвестиционных фондов | 2500 |
| Средний размер фонда | 220 млн долларов |
| Количество УК | 1000 |
| Средний временной горизонт инвестиционных вложений физических лиц | 5 лет |
| Средний временной горизонт инвестиционных вложений корпоративных клиентов УК | 3 года |

Источник: расчеты "Эксперта РА

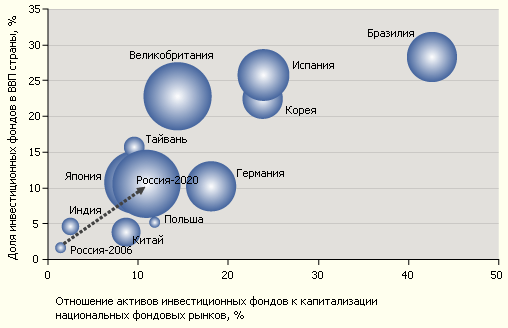


Рис. 3.1 – Целевые качественные показатели развития российского рынка коллективных инвестиций к 2020 году

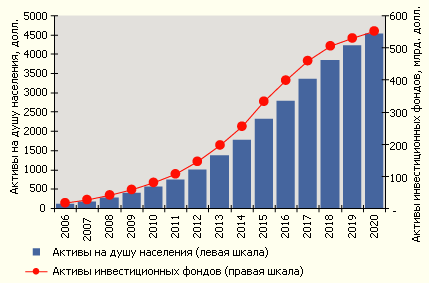


Рис. 3.2 Рост основных показателей рынка коллективного инвестирования

Достижение подобных целей требует поддержания высокого среднего темпа роста активов отрасли – на уровне 25-30% в год. Соответственно, в ближайшие годы мы ожидаем опережающие темпы роста – до 60-70% в год, с замедлением до 10-15% в год по мере укрупнения и становления рынка. Здесь следует отметить, что основной "прорыв" должен произойти уже в ближайшие годы, именно в 2009-2012 годах рынок должен находиться в фазе агрессивного роста, и именно этот рост станет залогом успеха и возможности дальнейшего устойчивого развития.

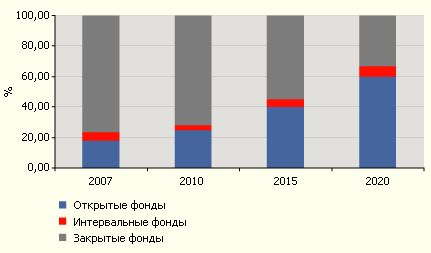


Рис. 3.3 – Прогноз изменения структуры рынка коллективных инвестиций по активам в 2007 – 2020 годах

3.2 Необходимость и основные направления реформирования законодательства о паевых инвестиционных фондах

Правовая конструкция паевого фонда была заимствована из американского и, отчасти, из английского права. Во многом именно этим и объясняются налоговые проблемы, возникшие в ходе дальнейшего развития и реализации законодательства о паевых инвестиционных фондах.

Необходимо отметить, что действующее законодательство о паевых фондах создавалось прежде всего в расчете на функционирование паевых фондов на рынке ценных бумаг и лишь потом стало ориентироваться на дополнительные возможности паевых фондов, связанные с инвестициями в недвижимость. Сложившаяся практика обнажила целый ряд проблем, связанных с налогообложением паевых инвестиционных фондов налогом на добавленную стоимость и налогом на имущество.

В развитие законодательства о паевых инвестиционных фондах в ноябре 2001 г. был принят Федеральный закон N 156-ФЗ "Об инвестиционных фондах". Данным Законом, помимо совершенствования правоотношений в области коллективных инвестиций, был введен новый тип паевых инвестиционных фондов - закрытый. Появление нового типа паевых фондов предоставило возможность использовать новые способы инвестирования, в том числе и в недвижимость. В состав активов закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости может входить недвижимое имущество, права на недвижимое имущество, строящиеся и реконструируемые объекты недвижимого имущества, проектно-сметная документация.

К сожалению, динамичное развитие законодательства в области коллективных инвестиций не сопровождалось адекватными поправками в законодательство о налогах и сборах, которое трансформировалось нередко без учета специфических особенностей сферы коллективных инвестиций.

По Федеральному закону N 156-ФЗ "Об инвестиционных фондах" паевой инвестиционный фонд является обособленным имущественным комплексом без образования юридического лица, состоящим из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией.

Основу правовой конструкции паевого инвестиционного фонда составляет доверительное управление имуществом. Однако особенностью доверительного управления в данном случае является то, что имущество всех пайщиков фонда объединено между собой, обезличено и неделимо, а доля в праве общей долевой собственности подтверждается ценной бумагой (паем), выдаваемой управляющей компанией.

Проблемы, связанные с исчислением и уплатой налога на добавленную стоимость, возникают при реализации недвижимого имущества или прав на него, входящих в состав активов фонда, сдаче его в аренду и получении арендных платежей. Объектом налогообложения налогом на добавленную стоимость согласно п. 1 ч. 1 ст. 146 НК РФ признаются операции по реализации товаров (работ, услуг) на территории Российской Федерации, а соответствующей реализацией признается передача на возмездной основе организацией или индивидуальным предпринимателем права собственности на товары, результаты выполненных работ, возмездное оказание услуг одним лицом другому лицу и т.д. В соответствии со ст. 143 НК РФ плательщиком НДС признаются только организации и индивидуальные предприниматели.

Статьей 41 Федерального закона N 156-ФЗ "Об инвестиционных фондах" установлено, что за счет имущества, составляющего паевой фонд, производятся расходы, связанные с доверительным управлением имуществом и совершением сделок с ним. Точный круг "расходов, связанных с доверительным управлением имуществом и осуществлением сделок с ним", законом не установлен. Следовательно, может подразумеваться достаточно широкий круг таких расходов. К ним, в частности, могут относиться расходы, связанные с налогообложением операций с имуществом фонда.

Однако это не находит отражения в налоговом законодательстве. Ссылок, характеризующих налогообложение паевых инвестиционных фондов, в Налоговом кодексе нет, присутствуют лишь общие указания, касающиеся доверительного управления имуществом. Так, например, с 1 января 2006 г. вступила в силу ст. 174.1 НК РФ, устанавливающая особенности исчисления и уплаты в бюджет НДС при осуществлении операций в соответствии с договором простого товарищества (договором о совместной деятельности) или договором доверительного управления имуществом на территории Российской Федерации. Но, как уже упоминалось ранее, коллективное доверительное управление имеет некоторые особенности, отличающие его от индивидуального доверительного управления. В частности, существенными отличиями коллективного доверительного управления от индивидуального можно признать, как подсказывает название, его коллективный характер и возможность объединения в единый имущественный фонд инвестиций субъектов, обладающих различным правовым статусом, тогда как индивидуальное доверительное управление подразумевает индивидуальность и раздельный учет имущества учредителей доверительного управления. Это соответственно не может не отражаться на порядке исчисления и уплаты налогов.

Одной из попыток разъяснить процесс налогообложения закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости можно считать письмо налоговых органов от 10 июня 2004 г. N 01-3-03/666. В соответствии с текстом разъяснений все организации независимо от форм собственности, ведомственной принадлежности и видов деятельности при осуществлении операций, подлежащих налогообложению, обязаны уплачивать налог на добавленную стоимость.

Такое противоречие сразу же вызывает законные вопросы: кто же все-таки будет являться плательщиком налога и должен ли уплачиваться налог? Ни научная литература, ни налоговое законодательство точных ответов на данные вопросы не содержат.

Н.В. Плугарь в своей статье проводит комплексный анализ налогового, гражданского законодательства, нормативных актов Минфина России и рассуждает о налогообложении паевых инвестиционных фондов в рамках действующего правового поля[[16]](#footnote-16). М.Е. Капитан и Р.А. Кокорев обозначают проблему и рассуждают о необходимости построения эффективной системы налогообложения паевых инвестиционных фондов[[17]](#footnote-17). Выводы перечисленных исследователей во многом содержат лишь ссылки на несоответствие друг другу отдельных норм законодательства, затрагивающего паевые инвестиционные фонды, и анализ выявленных несоответствий, но не представляют нам решения конкретной проблемы - проблемы налогообложения паевых инвестиционных фондов. В связи с этим считаю необходимым выражение собственной позиции по данной проблеме и формулировку выводов, содержащих конкретные предложения по решению проблемы.

Паевой фонд не является ни юридическим лицом, ни индивидуальным предпринимателем, а значит, не может выступать в роли плательщика НДС без внесения соответствующих поправок в законодательство.

Управляющая компания не является собственником имущества фонда и не выступает в роли налогового агента по налогу на добавленную стоимость от имени инвесторов паевых фондов, а значит, также не имеет право производить уплату НДС по операциям с имуществом фонда. Упоминания о том, что управляющая компания должна выполнять функции налогового агента по сделкам паевого фонда, в законодательстве отсутствуют.

Что касается пайщиков фонда, то необходимо различать две основные категории, принципы налогообложения которых различаются коренным образом. Это пайщики - физические и юридические лица. Наглядно показать существующие противоречия позволяет приведенный ниже пример.

Деятельность физических лиц НДС не облагается. Деятельность юридических в настоящее время облагается НДС по ставке 18%. После совершения управляющим операции с недвижимым имуществом, входящим в состав активов паевого фонда, у учредителей доверительного управления, по мнению налоговых органов, наступает обязанность уплаты НДС.

Однако, так как расходы, связанные с управлением фонда, осуществляются за счет имущества фонда, будут нарушены права пайщиков - физических лиц. Потому что деятельность физических лиц, как упоминалось ранее, НДС не облагается.

Кроме того, если исключить пайщиков - физических лиц из числа плательщиков налога, при уплате НДС пайщиками - юридическими лицами за счет активов фонда общее имущество фонда уменьшится на размер уплаченной суммы налога. Таким образом, бремя уплаты налога будет возложено на всех пайщиков фонда, включая физических лиц. Сумма налога, исчисленная исходя из доли в праве общей собственности на недвижимое имущество, принадлежащей пайщикам - юридическим лицам, фактически будет разделена между всеми пайщиками фонда, пропорционально принадлежащим им долям в праве общей собственности на имущество фонда. При уменьшении общего имущества фонда сократится и стоимость пая каждого из участников фонда. При этом пайщики фонда лишены возможности самостоятельно исчислить налог в связи с отсутствием регламентации порядка его расчета в налоговом законодательстве.

Соответственно организация налогообложения по предложенной схеме недопустима в связи с тем, что неизменно влечет за собой нарушение прав пайщиков - физических лиц.

В связи с тем что для паевых фондов недвижимость является сравнительно новым объектом инвестирования, хотелось бы обратить внимание также и на порядок налогообложения имущества, входящего в состав активов закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости, налогом на имущество.

Недвижимое имущество может войти в состав активов паевого фонда двумя способами: приобретено по договору или вновь создано. В первом случае приобретается уже существующее имущество или права на него, а во втором управляющая компания паевого фонда в рамках договора доверительного управления осуществляет финансирование строительства.

Вновь создаваемое имущество. В соответствии со ст. 219 ГК РФ право собственности на вновь создаваемые объекты недвижимого имущества, подлежащие государственной регистрации, возникает с момента такой регистрации. Таким образом, по смыслу ст. 374 НК РФ и ст. 2 Закона РФ "О налогах на имущество физических лиц" вновь создаваемое недвижимое имущество до момента его государственной регистрации не является объектом налогообложения налогом на имущество. При этом инвестор имеет право требования к застройщику, которое он может уступить по договору цессии до момента государственной регистрации недвижимого имущества, избежав тем самым обязанности по уплате налога на имущество.

Существующее имущество. Известно, что доля в праве общей долевой собственности на недвижимое имущество, входящее в состав активов фонда, определяется пропорционально паю каждого из его участников. Но по смыслу доверительного управления учредитель (пайщик) хотя и не перестает быть собственником имущества, но фактически не владеет имуществом фонда и не имеет возможности им распоряжаться. Он владеет лишь ценной бумагой (паем), удостоверяющей его долю в праве общей долевой собственности на имущество фонда. При погашении пая пайщику из стоимости активов фонда выплачивается денежная компенсация, соразмерная количеству принадлежащих ему паев. Инвестиционный пай не является объектом налогообложения. Значит, по логике, пайщик не должен уплачивать и налог на имущество.

В результате возникает спорная ситуация. Чтобы разрешить ее, вернемся к вопросу о порядке уплаты НДС. Далее будут приведены лишь основные результаты анализа исследуемой проблемы[[18]](#footnote-18).

Мы имеем некоторое количество пайщиков, состоящее из физических и юридических лиц, резидентов и нерезидентов. В связи с тем что они имеют различный правовой статус, порядок исчисления и уплаты налога на имущество для каждой из представленных категорий различен. Рассмотренным ранее письмом МНС России от 10 июня 2004 г. N 01-3-03/666 имущество, переданное в доверительное управление, а также имущество, приобретенное в рамках договора доверительного управления, предлагалось облагать налогом на имущество у учредителя доверительного управления, как того требует ст. 378 НК РФ. При этом налог на имущество должен уплачиваться каждым из собственников соразмерно их доле в недвижимом имуществе.

Мнение налоговых органов не бесспорно. Ссылка на ст. 378 НК РФ в данном случае сомнительна, так как пайщик фактически имуществом фонда не владеет и не имеет возможности им распоряжаться. Он владеет лишь ценной бумагой (паем), удостоверяющей его долю в праве общей долевой собственности на имущество фонда. Кроме того, налицо разница в подходах к налогообложению. В положениях, относящихся к уплате налога на прибыль, указывается, что паевые фонды не являются юридическими лицами и соответственно производить уплату налога на прибыль не должны. То есть паевые фонды признаются как бы субъектами налоговых правоотношений, освобожденными от уплаты налога. Тогда как в случае, например, с налогом на имущество пайщики фонда обязаны нести бремя уплаты налогов в отношении имущества, входящего в состав активов фонда.

Если говорить о недвижимом имуществе, внесенном в фонд конкретным пайщиком, то здесь оснований для уплаты им налога на имущество также не находится. Как уже говорилось ранее, имущество паевого фонда неделимо и принадлежит всем пайщикам на правах общей долевой собственности. После передачи имущества в фонд пайщик перестает быть единоличным собственником имущества и становится одним из его долевых собственников. Выдел имущества конкретного пайщика из общего имущества фонда, необходимый для расчета налога, будет противоречить действующему законодательству Российской Федерации. Помимо этого, пайщиками закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости могут выступать паевые фонды, относящиеся к категории фондов.

Нельзя забывать и о том, что рассчитать сумму налога, подлежащую уплате, сложно и с технической стороны. Трудно себе представить, какие издержки повлечет за собой расчет суммы налога для каждого из пайщиков в случае активной деятельности фонда, а также широких возможностей паевых инвестиционных фондов, относящихся к категории фондов.

Раскрытая проблема обнаружила себя в процессе развития законодательства о паевых инвестиционных фондах. В случае дальнейшего расширения круга возможных объектов инвестирования паевых фондов и при отсутствии адекватных изменений налогового законодательства проблема может получить свое продолжение.

Предложенные схемы организации налогообложения противоречат идее доступности инвестиций в недвижимость для широкого круга инвесторов, заложенной при создании фондов недвижимости, служат серьезным сдерживающим фактором развития индустрии паевых инвестиционных фондов, а главное - не выдерживают никакой юридической критики.

В сложившейся ситуации могут быть предложены различные варианты решения проблем, один из которых необходимо закрепить законодательно. Первый: можно оставаться в рамках действующего законодательства, но это делает бессмысленной саму идею создания фондов недвижимости, потому что пайщики будут воздерживаться от инвестирования в фонды из-за неясностей в области налогообложения. Второй: пайщиков фонда можно освободить от уплаты налога. Такое решение позволит в существующих условиях значительно повысить инвестиционную привлекательность фондов недвижимости, однако существенно повысит вероятность использования паевых фондов в схемах по уходу от налогообложения. Третий: для пайщиков фонда необходимо установить специальный налоговый режим. Представляется, что в целях эффективного развития и функционирования паевых инвестиционных фондов в будущем этот вариант можно признать наиболее подходящим, а правильная интерпретация будет гарантировать его транспарентность.

В соответствии с первым вариантом пайщики должны уплачивать налог на добавленную стоимость и налог на имущество. Для этого потребуется внести изменения в налоговое законодательство и уточнить Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов[[19]](#footnote-19).

Порядок уплаты НДС. Плательщиками налога выступают только юридические лица - пайщики при владении ими паями. Налоговая база определяется исходя из доли в праве общей собственности на недвижимое имущество, входящее в состав активов фонда, в отношении которого осуществляются операции по реализации. Функции налогового агента возложены на управляющую компанию. После исчисления налога управляющая компания удерживает сумму налога из активов фонда путем уменьшения количества паев, принадлежащих пайщикам - юридическим лицам, соразмерно их доле в праве общей собственности на недвижимое имущество, входящее в состав активов фонда. Разрешить в этих целях дробление паев. Операции с долей в праве общей собственности, соразмерной количеству паев, входящих в состав активов паевого фонда, относящегося к категории фонда фондов или принадлежащих физическим лицам, НДС не облагаются. Соответственно исчисление и уплата НДС по операциям управляющей компании паевого инвестиционного фонда с имуществом фонда, в части паев, входящих в состав активов фонда фондов или принадлежащих физическим лицам, производиться не должны. Затраты управляющей компании на выполнение функций налогового агента необходимо учитывать в рамках вознаграждения за доверительное управление.

Порядок уплаты налога на имущество. Плательщиками налога являются физические и юридические лица, являющиеся пайщиками фонда в отношении недвижимого имущества, принадлежащего им на праве общей собственности и входящего в состав активов ЗПИФН.

Налоговая база определяется исходя из доли в праве общей собственности на недвижимое имущество, входящее в состав активов фонда, на основании данных кадастра объектов недвижимости, данных органов, осуществляющих государственную регистрацию сделок с недвижимым имуществом, а также по данным реестра пайщиков ПИФа. Функции по исчислению налога возложены на налоговые органы по месту регистрации физического или юридического лица.

Уплата налога производится налогоплательщиками самостоятельно, в соответствии с расчетами налоговых органов. Управляющие компании с учетом того, что налог на имущество организаций и налог на имущество физических лиц имеют различный уровень (региональный и местный соответственно), обязаны направлять в налоговые органы по месту регистрации юридического и физического лица данные по долям в праве общей собственности на недвижимое имущество, входящее в состав активов ЗПИФН. После получения указанных данных налоговые органы направляют уведомления плательщикам налога.

Доли в праве общей собственности, соразмерные количеству паев, входящих в состав активов паевого фонда, относящегося к категории фонда фондов, налогом на имущество не облагаются. Соответственно пайщики фонда фондов не должны платить налог на имущество, входящее в состав активов закрытых паевых инвестиционных фондов, в части паев, входящих в состав активов фонда фондов.

Освобождение от уплаты налога пайщиков ПИФа, относящегося к категории фондов, требует к себе пристального внимания для избежания возникновения возможных схем налоговой оптимизации. Для снижения рисков необходимо отразить в "Положении о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов" требования, предполагающие значительную диверсификацию имущества, приобретение которого может осуществляться для включения в состав активов ПИФа, относящегося к категории фондов.

Третий вариант подразумевает введение специального режима налогообложения, предполагающего замену некоторых видов налога единым налогом, например единым налогом на доверительное управление в рамках паевого инвестиционного фонда, который юридические и физические лица будут уплачивать по различным ставкам. Особенностью предлагаемого порядка налогообложения является то, что применяться он будет только в отношении налогооблагаемого имущества (недвижимости и т.п.), входящего в состав активов паевого фонда.

Плательщиками налога признаются физические и юридические лица, являющиеся пайщиками паевых фондов. Налоговая база определяется исходя из доли в праве общей собственности на основании данных реестра пайщиков паевого фонда и информации регистрирующих органов. Функции налогового агента возложить на УК. Все виды налогов (налог на имущество, НДС и прочие), кроме налога на прибыль (доходы), заменить единым налогом. Налог исчислять по различным для физических и юридических лиц ставкам. Для осуществления расчетов можно предложить следующий путь: налог будет исчисляться в процентном соотношении ежегодно, исходя из стоимости налогооблагаемого имущества, входящего в состав активов ПИФ, и сумм, полученных от его реализации в течение года[[20]](#footnote-20).

Пайщики паевых фондов, относящихся к категории фондов, должны быть полностью освобождены от налогов, связанных с имуществом, доля в праве на которое удостоверяется паями иных паевых фондов. В данном случае также необходимо предпринять усилия в целях избежания возникновения с их помощью схем по оптимизации налогообложения.

Таким образом, становится очевидным, что проблемы налогообложения паевых инвестиционных фондов возможно решить в долгосрочной перспективе. Прозрачность налогового законодательства будет способствовать дальнейшему расширению круга объектов инвестирования ПИФов и стимулировать развитие всей отрасли в целом.

Заключение

На основе проведённого исследования можно сделать следующие выводы:

1. Инвестировать средства можно в реальные активы либо в финансовые активы (ценные бумаги) на первичном или вторичном рынках.

2. Паевой инвестиционный фонд - обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителями доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией.

3. Сегодня активы международной индустрии фондов инвестиций составляют свыше 30 триллионов $,из них около 9 трлн. $ в Европе и 15 трлн. $ в США. Паевые фонды – проверенный мировой практикой механизм инвестирования денежных средств средних и мелких инвесторов.

4. Первые ПИФы в России появились в 1996 году. В настоящее время в России уже работает свыше 350 фондов. Суммарная стоимость их чистых активов превышает 150 млрд. рублей. Паи можно приобрести более чем в 200 городах России. Пайщиками фондов являются более 80 тысяч физических и юридических лиц. ПИФы оказывали услуги доверительного управления временно свободными средствами. Так как ПИФ не является юридическим лицом, то при привлечении средств частных инвесторов паевые фонды не платят налог на прибыль, что и является основным их преимуществом.

5. Инвесторы во всем мире считают ПИФы привлекательными по следующим причинам: Простота приобретения паев; Профессиональное управление инвестициями; Высокая эффективность использования средств; Более высокая доходность, по сравнению с банковскими депозитами; Низкий риск потери всех средств; Льготное налогообложения; Многоуровневая система защиты прав инвестора; Прозрачность работы фондов.

6. Паевые инвестиционные фонды (ПИФы) в России переживают период бурного роста. С каждым годом ПИФов становится все больше, и все большее число инвесторов – рядовых граждан – доверяет им свои сбережения. Идея паевого фонда в своей основе очень проста – средства инвесторов образуют общее имущество, которым управляет независимая управляющая компания (УК).

7. Мировой опыт показывает, что инвестиции в закрытые паевые фонды недвижимости в долгосрочной перспективе являются более доходными и надежными, чем другие формы инвестиций. Одним из преимуществ такого фонда для инвесторов является ликвидность вклада, поскольку инвестор имеет возможность достаточно быстро и без потери стоимости продать свои ценные бумаги на фондовом рынке, в отличие от прямого покупателя объекта недвижимости, которому необходим определенный период времени для продажи своего актива.

8. Плохо обстоит дело с классификацией фондов. Подавляющее число фондов предпочитают объявлять инвестиционную декларацию предельно широкой, включая туда все возможные инструменты, даже трудно смоделировать ситуацию, чтобы такую декларацию можно было нарушить. Таким образом, управляющие предоставляют себе полную свободу деятельности, чего не скажешь о свободе выбора для инвестора. Фактически, сейчас из действующих 45 фондов по инвестиционной декларации только четыре могут быть четко отнесены к фондам, ориентированным на государственные и субфедеральные облигации. Остальные же априорно можно классифицировать только как "просто" ПИФы.

9. Процессы развития на рынке коллективных инвестиций можно оценить позитивно, что отражается в росте конкуренции, числа фондов и участников рынка, развитии инфраструктуры, а также появлении новых инструментов инвестирования и типов фондов.

Список использованной литературы

1. Федеральный закон РФ "Об инвестиционных фондах"  
   N 156-ФЗ от 4 декабря 2001 г
2. Федеральный закон РФ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25 февраля 1999г. №39-ФЗ (в ред. ФЗ от 02.01.2000г. №22-ФЗ).

Указ Президента РФ от 26 июля 1995 г. N 765 "О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации" // Собрание законодательства РФ. 1995. N 31. Ст. 3097. (Утратил силу в связи с изданием Указа Президента РФ от 6 июня 2002 г. N 562.)

Приказ ФСФР России от 8 февраля 2007 г. N 07-13/пз-н "Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов".

1. Постановление ФКЦБ РФ «О регулировании деятельности управляющих компаний акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов» от 18 февраля 2004 г. № 04-5/пс.
2. Порядок лицензирования отдельных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации, утвержденный постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 15 августа 2000 г. № 10 //Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти, 2000. № 42
3. Адекенов Т.М. Банки и фондовый рынок. - М.: Издательство «Ось-89», 1997г. -160 с
4. Алехин Б. Траст на рынке ценных бумаг. Рынок ценных бумаг, №8 (119), 1998г., с.55-60
5. Анисимова Т.В. Доверительное управление на рынке ценных бумаг. Автореферат на соискание ученой степени к.ю.н., Саратов – 2001 г
6. Бард В.С. Инвестиционные проблемы российской экономики. – М.: Экзамен, 2005.
7. Витрянский В.В. Договор доверительного управления имуществом. – М.: «Статут», 2001. – 191 с
8. Гитман Л. Дж., Джонк М. Д. Основы инвестирования. Пер. с англ. - М.: Дело, 1997г.- 1008 с.
9. Губанов С. Глубинные проблемы инвестиционных процессов / С. Губанов // Экономист, № 8, 2001

Доверительное управление имуществом. Паевые инвестиционные фонды: Практическое руководство./ под общей ред. В. В. Семенихина – М.: Изд-во Эксмо, 2005., с.78

1. Игнатьева Д. А. Паевые Инвестиционные Фонды на рынке трастовых услуг.// Финансы и кредит, 2003, №21
2. Игнатьева Д. А. Трастовые операции коммерческих банков России: процессы становления и проблемы развития.// Финансы и кредит, 2003, № 4,

Кокорев Р.А., Капитан М.Е. Закрытые ПИФы недвижимости: новый продукт для инвесторов // Инвестиции+. 2004. N 3(56).

1. Макарычева И.В. Институт траста и проблемы его становления в России: Автореф. дис... канд. экон. наук. - Н.Новгород, 1999. - 25с.

Макарычева И.В. Трастовый рынок: мировой опыт и российская специфика / Волго-Вят. акад. гос. службы. - Н.Новгород, 1999. - 43с

1. Максимова В. Ф. Микроэкономика. М.: Маркет ДС Корпорейшн, 2005., с. 560.
2. Малявкина Л. И. Налоговый учёт отдельных операций. – М.: ООО «Вершина», 2005
3. Михайлов Д. М., Барсукова С. В. «Трастовые операции: международный и российский опыт». Учебное пособие. - М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1998. - 94 с.
4. Мовесян А, Огнивцев С. Финансовый рынок и системный подход к анализу рынка корпоративных ценных бумаг. Деньги и кредит, №4,1998,- с.46-49

Мониторинг социально-экономического развития Российской Федерации,октябрь, 2008 г.//Министерство экономического развития и торговли РФ

1. О некоторых проблемах инвестиционных процессов в России", Финансы, № 10, 2003 г
2. Ованесов А. Инвесторы входят во вкус доверительных отношений. Рынок ценных бумаг, № 8, 1997 г., с.52-54

Окулов В. Л. Риски паевых инвестиционных фондов // Рынок ценных бумаг. 2004. № 9 (264).

1. Петров В.С. Депозитарий на рынке ценных бумаг, М. ИАУЦ НАУФОР, 1999
2. Плахотная А. Управление инфраструктурными рисками на фондовом рынке. Рынок ценных бумаг, № 11(122), 1998 г., с.21-23

Плугарь Н.В. Еще раз о налогообложении в закрытых паевых инвестиционных фондах // http://realtyinvestments.ru/?ID=18507. 2008. 26 февр.

Плющев М.В. Правовая природа паевого инвестиционного фонда и инвестиционного пая: Автореф. дис. ... к.ю.н. Ростов-на-Дону, 2005. С. 15.

1. Потапова Л. ФПГ – продуктивный инвестиционный процесс // Инвестиции в России, № 5, 2002

Российский рынок ценных бумаг. Паевые инвестиционные фонды - М.: АО «Школа инвестора», 1996.

1. Российский рынок ценных бумаг. Паевые инвестиционные фонды - М.: АО «Школа инвестора», 1996. - 205 с.

Ротко С.В., Тимошенко Д.А. Паевой инвестиционный фонд и инвестиционный пай: некоторые проблемы правовой природы, вызванные рецепцией зарубежного права // Банковское право, 2008, №3.

Фролова Д.Г. Возможности для финансовых инвестиций в Российской экономике // Безопасность бизнеса, 2007, №4.

Чулюков Ю.В. Проблемы налогообложения закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости (ЗПИФН) // Законодательство. 2005. N 8. С. 12 - 17.

Чулюков Ю.В. Развитие законодательства в области налогообложения паевых инвестиционных фондов // Финансовое право, 2007. №9.

1. Доверительное управление имуществом. Паевые инвестиционные фонды: Практическое руководство./ под общей ред. В. В. Семенихина – М.: Изд-во Эксмо, 2005., с.78 [↑](#footnote-ref-1)
2. Российский рынок ценных бумаг. Паевые инвестиционные фонды - М.: АО «Школа инвестора», 1996. [↑](#footnote-ref-2)
3. Окулов В. Л. Риски паевых инвестиционных фондов// Рынок ценных бумаг. 2004. № 9 (264). [↑](#footnote-ref-3)
4. Доверительное управление имуществом. Паевые инвестиционные фонды: Практическое руководство./ под общей ред. В. В. Семенихина – М.: Изд-во Эксмо, 2005 [↑](#footnote-ref-4)
5. Доверительное управление имуществом. Паевые инвестиционные фонды: Практическое руководство./ под общей ред. В. В. Семенихина – М.: Изд-во Эксмо, 2005., с.81 [↑](#footnote-ref-5)
6. Там же. С. 79 [↑](#footnote-ref-6)
7. Доверительное управление имуществом. Паевые инвестиционные фонды: Практическое руководство./ под общей ред. В. В. Семенихина – М.: Изд-во Эксмо, 2005 [↑](#footnote-ref-7)
8. Макарычева И.В. Трастовый рынок: мировой опыт и российская специфика / Волго-Вят. акад. гос. службы. - Н.Новгород, 1999. - 43с [↑](#footnote-ref-8)
9. Фролова Д.Г. Возможности для финансовых инвестиций в Российской экономике // Безопасность бизнеса, 2007, №4. [↑](#footnote-ref-9)
10. Доверительное управление имуществом. Паевые инвестиционные фонды: Практическое руководство./ под общей ред. В. В. Семенихина – М.: Изд-во Эксмо, 2005., с.76 [↑](#footnote-ref-10)
11. Там же. С. 77 [↑](#footnote-ref-11)
12. Плющев М.В. Правовая природа паевого инвестиционного фонда и инвестиционного пая: Автореф. дис. ... к.ю.н. Ростов-на-Дону, 2005. С. 3 - 4. [↑](#footnote-ref-12)
13. Указ Президента РФ от 26 июля 1995 г. N 765 "О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации" // Собрание законодательства РФ. 1995. N 31. Ст. 3097. (Утратил силу в связи с изданием Указа Президента РФ от 6 июня 2002 г. N 562.) [↑](#footnote-ref-13)
14. Плющев М.В. Правовая природа паевого инвестиционного фонда и инвестиционного пая: Автореф. дис. ... к.ю.н. Ростов-на-Дону, 2005. С. 15. [↑](#footnote-ref-14)
15. Ротко С.В., Тимошенко Д.А. Паевой инвестиционный фонд и инвестиционный пай: некоторые проблемы правовой природы, вызванные рецепцией зарубежного права // Банковское право, 2008, №3. [↑](#footnote-ref-15)
16. Плугарь Н.В. Еще раз о налогообложении в закрытых паевых инвестиционных фондах // http://realtyinvestments.ru/?ID=18507. 2008. 26 февр. [↑](#footnote-ref-16)
17. Кокорев Р.А., Капитан М.Е. Закрытые ПИФы недвижимости: новый продукт для инвесторов // Инвестиции+. 2004. N 3(56). [↑](#footnote-ref-17)
18. Чулюков Ю.В. Проблемы налогообложения закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости (ЗПИФН) // Законодательство. 2005. N 8. С. 12 - 17. [↑](#footnote-ref-18)
19. Приказ ФСФР России от 8 февраля 2007 г. N 07-13/пз-н "Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов". [↑](#footnote-ref-19)
20. Чулюков Ю.В. Развитие законодательства в области налогообложения паевых инвестиционных фондов // Финансовое право, 2007. №9. [↑](#footnote-ref-20)