

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ
ВЫСШЕГО ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ
ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
Кафедра «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»

Допустить к защите Зав.
кафедрой Рубцов Б.Б.

2009 г.

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА
(ДИПЛОМНАЯ РАБОТА)
на тему:
«Управление портфелем ценных бумаг в условиях падающего рынка»

Выполнила:
Студентка группы РЦБ5-6
Факультета Финансы и кредит
Яшина Марина Сергеевна

Научный руководитель:
Доцент, к.э.н.
Жукова Татьяна Васильевна

Москва, 2009

СОДЕРЖАНИЕ

	Стр.
Введение	4
Глава 1. Теоретические аспекты управления портфелем ценных бумаг в условиях падающего рынка	
1.1. Принципы и подходы к управлению портфелем ценных бумаг в современной теории портфельного инвестирования	7
1.2. Состояние падающего рынка как совокупность внешних условий управления портфелем ценных бумаг	18
1.3. Стратегические и тактические приемы управления портфелем ценных бумаг в условиях падающего рынка	24
Глава 2. Практика управления портфелем ценных бумаг в условиях падающего рынка	
2.1. Исходные условия и логика проведения анализа практики управления портфелем ценных бумаг в условиях падающего рынка	32
2.2. Анализ предпочтений инвесторов в области доверительного управления	37
2.3. Анализ распространенных стратегий инвестирования на российском рынке ценных бумаг, востребованных в условиях финансового кризиса, оценка их эффективности	44

Глава 3. Разработка рекомендаций по оптимизации стратегий управления портфелями ценных бумаг в условиях падающего рынка для УК «Лидер»

3.1. Общее описание УК «Лидер», вида деятельности, места на рынке услуг доверительного управления	58
3.2. Анализ линейки паевых инвестиционных фондов УК «Лидер» и результатов управления ими	63
3.3. Рекомендации по оптимизации стратегий управления портфелями паевых инвестиционных фондов в условиях падающего рынка для УК «Лидер»	71
Заключение	74
Список литературы	76
Приложения	

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы.

При управлении портфелем ценных бумаг инвесторы используют различные приемы и стратегии, которые зависят как от интересов инвесторов, так и от сложившихся внешних условий. Быстрые изменения в направлении снижения курсовой стоимости ценных бумаг, роста волатильности и систематического риска, ухудшения инвестиционного качества ценных бумаг приводят к тому, что инвесторы не успевают приспособить свои приемы управления портфелями ценных бумаг. В результате старые подходы к управлению «не работают» или оказываются неэффективными. Поэтому актуальным является более детальное изучение влияния кризиса как совокупности внешних условий на механизмы портфельного инвестирования и выработка рекомендаций по выбору стратегии управления портфелем ценных бумаг.

Целью работы является исследование управления портфелем ценных бумаг на падающем рынке и разработка практических рекомендаций по выбору эффективной стратегии управления.

Задачи работы:

- 1) выделить принципы и подходы к управлению портфелем ценных бумаг в современной теории портфельного инвестирования;
- 2) изучить состояние падающего рынка как совокупность внешних условий управления портфелем ценных бумаг;
- 3) исследовать стратегические и тактические приемы управления портфелем ценных бумаг в условиях падающего рынка;
- 4) проанализировать распространенные стратегии инвестирования на российском рынке ценных бумаг, востребованных в условиях финансового кризиса, оценить их эффективность;
- 5) проанализировать предпочтения инвесторов в области доверительного управления;

6) проанализировать распространенные стратегии инвестирования на российском рынке ценных бумаг, востребованные в условиях финансового кризиса, оценить их эффективность;

7) разработать рекомендации по оптимизации стратегий управления портфелем ценных бумаг в условиях падающего рынка для УК «Лидер», в том числе:

- описать деятельность УК «Лидер», место на рынке услуги доверительного управления;

- проанализировать линейку паевых инвестиционных фондов УК «Лидер».

Объект исследования – стратегии активного и пассивного управления портфелем ценных бумаг.

Предмет исследования – технологии активного и пассивного управления в условиях падающего рынка.

Структура работы

В первой главе рассматриваются теоретические аспекты управления портфелем ценных бумаг в условиях падающего рынка. Выделены принципы и подходы к управлению портфелем ценных бумаг. Охарактеризован феномен падающего рынка как совокупность внешних управления портфелем ценных бумаг. Выделены стратегические и тактические приемы управления портфелем ценных бумаг.

Во второй главе проведен анализ практики управления портфелем ценных бумаг в условиях падающего рынка на примере портфелей паевых инвестиционных фондов. Выявлены основные стратегии и приемы управления портфелем ценных бумаг, востребованные на практике.

В третьей, заключительной, главе приведены рекомендации по оптимизации стратегий управления портфелем ценных бумаг в условиях падающего рынка для УК «Лидер».

Степень разработанности темы

Теоретические аспекты данной темы широко освещены в работах ряда зарубежных авторов: Гарри Марковица (Portfolio selection), Уильяма Шарпа, Джеймса Тобина, Мертона Миллера, Майрона Шоулса, Фишера Блэком и др. Из российских авторов наиболее полно и системно вопросы управления портфелем ценных бумаг рассматривает в своих работах Алексей Николаевич Буренин.

Практика управления портфелем ценных бумаг рассматривается преимущественно в периодических изданиях.

При написании работы так же использовались законодательные акты Российской Федерации, материалы с сайтов российских инвестиционных и управляющих компаний, база данных сайта investfunds.ru, jnxtns о составе инвестиционных портфелей управляющих компаний.

Глава 1. Теоретические аспекты управления портфелем ценных бумаг в условиях падающего рынка

1.1. Принципы и подходы к управлению портфелем ценных бумаг в современной теории портфельного инвестирования

В интересах дипломной работы особого внимания заслуживает рассмотрение принципов современной теории портфельного инвестирования. Эти принципы лежат в основе анализа и оценки рационального выбора инвестиционного портфеля на базе компромиссного соотношения риска и доходности и эффективной диверсификации.

Для того чтобы портфель ценных бумаг отвечал целям и требованиям своего владельца, требуется периодическая замена активов, составляющих этот портфель. Действия предпринимаемые для изменения портфеля будут называться «управление портфелем». Таким образом, под управлением портфелем¹ понимается применение к совокупности различных видов ценных бумаг определенных методов и технологических возможностей, которые позволяют:

- сохранить первоначально инвестированные средства;
- достигнуть максимального уровня инвестиционного дохода;
- обеспечить инвестиционную направленность портфеля.

Иначе говоря, процесс управления направлен на сохранение основного инвестиционного качества портфеля и тех свойств, которые бы соответствовали интересам его владельца. Поэтому необходима текущая корректировка структуры портфеля на основе мониторинга факторов, которые могут вызвать изменение в составных частях портфеля.

Согласно современной портфельной теории управление портфелем ценных бумаг основано на следующих принципах:

- 1) минимальный риск при максимальной доходности

¹ Семенкова Е.В. «Операции с ценными бумагами» / Е.В. Семенкова. - М: «Перспектива», 1997, с. 115

Г. Марковиц утверждает, что при выборе портфеля инвестор руководствуется только показателями ожидаемой доходности и стандартного отклонения (как меры риска). При выборе оптимального портфеля используются так называемые кривые безразличия – кривые, каждая точка которых представляет комбинацию определенного уровня доходности и риска и все точки которых одинаково привлекательны для инвестора².

При описании кривых безразличия Марковиц делает два неявных предположения. Во-первых, предположение о ненасыщаемости, т.е. предполагается, что инвестор предпочитает портфель с более высокой доходностью при прочих равных условиях. Во-вторых, инвестор избегает риска, т.е. при одинаковой ожидаемой доходности он предпочтет портфель с меньшим риском (квадратичным отклонением). Именно эти два предположения объясняют положительный наклон и выпуклость кривой безразличия.

Не все инвесторы одинаково относятся к риску. Степень избегания риска различна, некоторые инвесторы избегают риска в значительной степени, другие – слабо избегают риска. От этого зависит угол наклона кривой безразличия, чем больше инвестор избегает риска, тем больше угол наклона кривой.

Избегание риска инвесторами приводит к тому, что инвесторов необходимо стимулировать большим вознаграждением для совершения более рискованных вложений. Например, в среднем доходность по обыкновенным акциям превышает доходность по облигациям.

В более поздних работах была отвергнута предпосылка о том, что все инвесторы избегают риска. Например, У.Шарп в своей книге «Инвестиции» подчеркивает, что несмотря на то, что большинство инвесторов склонны избегать риска, существуют также азартные инвесторы и инвесторы, безразличные к риску.

² Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2001. – XII, с. 172

2) портфельное инвестирование

Инвестор вкладывает свои средства не в один вид актива, а в их портфель.

В сложившейся мировой практике фондового рынка под инвестиционным портфелем понимается некая совокупность ценных бумаг, принадлежащих физическому или юридическому лицу, выступающая как целостный объект управления, имеющая своей целью улучшать условия инвестирования, придав данной совокупности такие инвестиционные характеристики, которые недостижимы с позиции отдельно взятой ценной бумаги и возможны только при их комбинации³.

Таким образом, в процессе формирования портфеля достигается новое инвестиционное качество с заданными характеристиками.

3) Управление портфелем ценных бумаг

Для сформированного портфеля ценных бумаг необходимо управление. Необходимо менять его структуру в связи с изменением рыночной конъюнктуры, изменениями цен ценных бумаг, изменением финансового состояния эмитентов, истечением срока жизни ценных бумаг.

Большинство специалистов выделяют активную, пассивную и смешанную стратегии управления ценными бумагами.

Активная стратегия подразумевает постоянное изменение структуры портфеля с целью достижения дополнительной прибыли за счет игры на волатильности рынка⁴. Управляющий, который выбирает активную стратегию, предполагает, что рынок не является абсолютно эффективным, т.е. отдельные ценные бумаги являются переоцененными или недооцененными.

Формируя портфель, управляющий должен определить, в каких пропорциях включать в него активы различных классов, например, акции крупных и небольших компаний, корпоративные облигации, государственные облигации и т.п. Такое решение называется решением по

³Рынок ценных бумаг: Учебник. / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2004, с. 446

⁴Рынок ценных бумаг: Учебник. / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2004, с. 434

распределению средств по классам активов (asset allocation)⁵. Активы могут быть включены в портфель на долгосрочной основе (стратегическое решение по распределению средств по классам активов) ил на краткосрочной основе для временных корректировок в структуре портфеля (тактическое решение по распределению средств по классам активов).

Пассивная стратегия напротив применяется, когда управляющий полагает, что рынок эффективен и не стремится получить доходность, отличающуюся от средней доходности рынка.

Основное преимущество пассивной стратегии – низкие затраты на управление, но это преимущество возможно реализовать только при достаточно длительном периоде инвестирования, когда портфель доительное время существует в неизменном состоянии.

Смешанная стратегия является комбинацией активной и пассивной стратегии, при которой одна часть портфеля составляет пассивноуправляемую «базу», которая гарантирует сохранение капитала, а вторая часть управляется активно для получения доходности, дополнительной по отношению к средней доходности рынка.

Принципы управления портфеля не зависят от внешних условий, а также от типа и личных предпочтений инвестора в отличие от подходов к управлению портфелем ценных бумаг.

Подход - совокупность приёмов, способов в воздействии на что-либо, в изучении чего-либо⁶.

Подходы к управлению портфелем ценных бумаг, которые одновременно являются способами снижения риска портфеля ценных бумаг:

- диверсификация;
- хеджирование;
- лимитирование;
- учет интересов различных групп инвесторов.

⁵ Буренин А.Н. Управление портфелем ценных бумаг / А.Н. Буренин. – М., Научно-техническое общество имени академика С.И. Вавилова, 2007 – с. 208

⁶ Д.Н. Ушаков. Толковый словарь современного русского языка / Ушаков Д.Н. – Альта-Принт, 2005, с. 963

Диверсификация. Под диверсификацией портфеля ценных бумаг понимают распределение активов в различные виды инвестиционных активов.

Различные активы по разному реагируют на изменение внешних условий. В то время, как цены одних активов растут, цены других падают. Таким образом, убыток по одному активу может быть компенсирован прибылью по другому.

Г.Марковиц предложил использовать для описания зависимости динамики цен активов показатели ковариации и корреляции. Ковариация – это статистическая мера взаимодействия двух случайных переменных⁷. Положительное значение ковариации говорит о том, что случайные переменные (например, доходности активов) имеют тенденцию изменяться в одну сторону. Отрицательная ковариация показывает, что случайные величины изменяют в противоположных направлениях, таким образом доходности активов компенсируют друг друга. Нулевое (близкое к нулю) значение ковариации говорит, что случайные величины не связаны между собой.

На практике для вычислений в модели Марковица вместо ковариации используют близкий по значению показатель корреляции, который измеряется коэффициентом корреляции. Коэффициент корреляции всегда лежит в интервала от -1 до +1.

Марковиц предложил объединять в один портфель активы с наименьшей корреляцией. Согласно Марковицу, чем меньше корреляция доходностей активов в портфеле, тем меньше его риск и больше степень его диверсификации.

Например, риск портфеля состоящего из двух активов рассчитывается по формуле:

$$\sigma_p^2 = x_1^2 \sigma_1^2 + x_2^2 \sigma_2^2 + 2x_1 x_2 \sigma_1 \sigma_2 \rho_{1,2}, \text{ где}$$

⁷ 18. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2001. – XII - с. 182

σ_p^2 - дисперсия доходности (риск) портфеля;

x_1, x_2 - веса первого и второго актива в портфеле;

σ_1, σ_2 - среднеквадратическое отклонение доходностей первого и второго актива;

$\rho_{1,2}$ - коэффициент корреляции между активами в портфеле.

Предположим, что доходности активов имеют положительную корреляцию и коэффициент корреляции равен +1, тогда риск портфеля равен:

$$\sigma_p^2 = x_1^2 \sigma_1^2 + x_2^2 \sigma_2^2 + 2x_1 x_2 \sigma_1 \sigma_2 = (x_1 \sigma_1 + x_2 \sigma_2)^2$$

Таким образом, если доходности активов имеют корреляцию +1, то риск портфеля равен средневзвешенному риску активов, входящих в портфель, т.е. приводит не к уменьшению риска, а лишь к его усреднению.

Теперь предположим, что коэффициент корреляции между доходностями активов равен -1, тогда риск портфеля равен:

$$\sigma_p^2 = x_1^2 \sigma_1^2 + x_2^2 \sigma_2^2 - 2x_1 x_2 \sigma_1 \sigma_2 = (x_1 \sigma_1 - x_2 \sigma_2)^2$$

Таким образом, риск портфеля меньше, чем риск каждого актива, при этом ожидаемая доходность портфеля останется неизменной.

Позднее У. Шарп в своей книге «Инвестиции» предложил рыночную модель. Исходя из нее, общий риск актива состоит из двух частей: рыночный (систематический) риск и собственный (несистематический) риск.

Рыночный риск бумаги представляет собой произведение дисперсии рыночного индекса и «бета»-коэффициента, который выражает зависимость доходности бумаги от доходности рыночного индекса.

Собственный риск ценной бумаги не зависит от изменения доходности рынка, а зависит от различных внутренних факторов, связанных с деятельностью компании-эмитента. Также Шарп вводит предположение о том, что собственные риски ценных бумаг являются некоррелированными.

Портфель ценных бумаг также имеет рыночный и собственный риск. Причем диверсификация портфеля с одной стороны приводит к усреднению

рыночного риска, а с другой – уменьшает собственный риск портфеля.

Хеджирование. Хеджирование (от англ. hedge — страховка, гарантия) – техника страхования от риска убытков из-за неблагоприятных изменений процентных ставок, валютных курсов, цены товара путем срочных сделок.⁸

Сущность хеджирования портфеля ценных бумаг заключается в покупке или продаже фьючерсных или опционных контрактов на те же ценные бумаги, что включены в портфель.

Хеджирование способно оградить инвестора от больших потерь при неблагоприятной конъюнктуре рынка при этом либо снижает прибыль, либо исключает возможность воспользоваться благоприятным развитием конъюнктуры.

Лимитирование. Лимитирование является довольно популярным методом управления риском. Лимитирование предполагает разработку и установление системы лимитов. К таким лимитам могут относиться:

- 1) максимальный размер вложения средств в ценные бумаги одного эмитента;
- 2) максимальный размер вложения средств в ценные бумаги одного вида (например, «мусорные» облигации; акции, не вошедшие в котированные списки бирж; акции второго эшелона; ценные бумаги иностранных эмитентов);
- 3) минимальный размер высоколиквидных средств, которые могут быть использованы для решения неотложных задач;
- 4) максимальное кредитное плечо.

Для некоторых видов инвесторов (например, ПИФ, НПФ) эти ограничения устанавливаются законодательно⁹.

Учет интересов различных групп инвесторов. При формировании портфеля ценных бумаг необходимо учитывать интересы различных групп инвесторов.

⁸ Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Под общей ред. Грязновой А.Г., М.: «Финансы и статистика», 2004 г. – с. 1064

⁹ см. Приказ ФСФР «Об утверждении положения о составе и структуре активов акционерных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» от 8 февраля 2007 г. № 07-13/пз-н

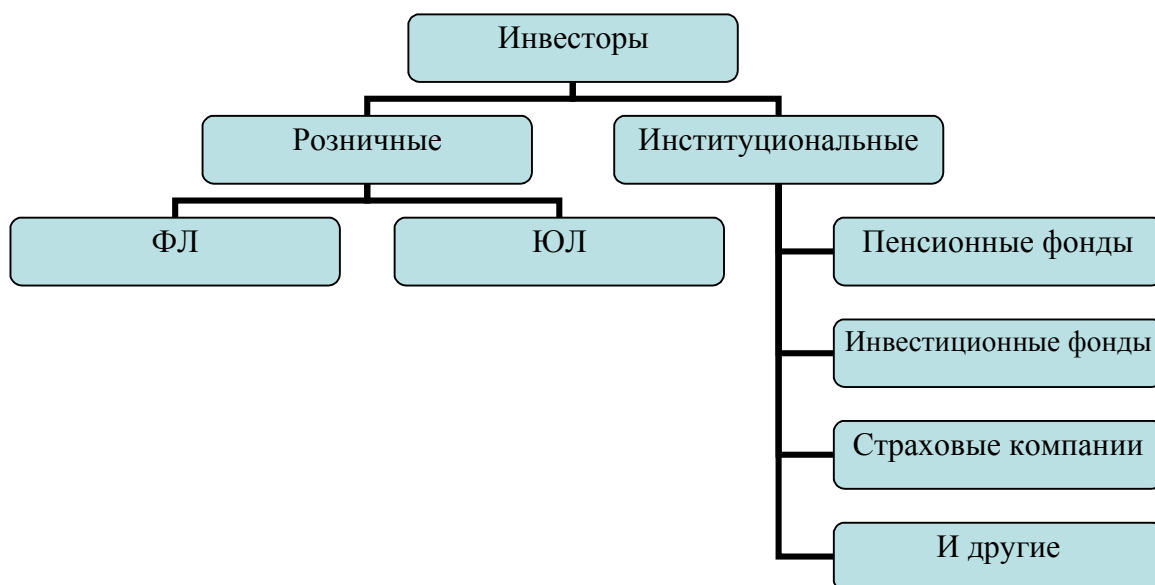


Рисунок 1. Классификация инвесторов

Инвесторы делятся на розничных инвесторов и институциональных.

В широком смысле к институциональным инвесторам относят всех инвесторов - юридических лиц. В узком смысле под институциональными инвесторами понимаются такие учреждения как инвестиционные фонды, пенсионные фонды, страховые компании¹⁰. Эти инвесторы аккумулируют большой объем средств от других инвесторов и вкладывают их в рынок ценных бумаг. Поскольку они сами несут обязательства по размещаемым средствам перед их собственниками, то для них особое значение имеют срок инвестирования и ликвидность активов, входящих в портфель. Для данной категории инвесторов характерна консервативная стратегия.

Розничные инвесторы вкладывают в ценные бумаги свои временно свободные средства. Розничные инвесторы могут быть как физическими, так и юридическими лицами. Розничные инвесторы обычно характеризуются небольшим объемом инвестируемых средств, а также отсутствием профессиональных навыков и средств, необходимых для управления портфелем ценных бумаг. Розничные инвесторы могут преследовать разные цели при инвестировании в портфель ценных бумаг (получение

¹⁰ Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007, с. 82

дополнительного дохода, накопление средств для крупных расходов и прочее) и соответственно используют различные стратегии.

Согласно федеральному закону № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» как среди институциональных, так и среди розничных инвесторов можно выделить группу квалифицированных инвесторов. Критерии признания инвесторов квалифицированными установлены в приказе ФСФР №08-12/пз-н от 18 марта 2008 года. К данной категории инвесторов могут относиться как юридические, так и физические лица. Квалифицированные инвесторы имеют доступ к инвестиционным активам с повышенным уровнем риска (и соответственно высокой доходностью). Для данной категории инвесторов характерны агрессивная стратегия управления портфелем ценных бумаг.

Если рассматривать типы инвесторов в зависимости от степени приемлемого для них риска, то они делятся на:

- консервативных,
- умеренных,
- агрессивных.

Каждому типу инвестора будет соответствовать и свой тип портфеля ценных бумаг.

Таблица 1. Соответствие типов инвесторов и типов инвестиционных портфелей.

Тип инвестора	Цель инвестирования	Степень риска	Тип ценных бумаг	Тип портфеля
Консервативный	Защита от инфляции	Низкая	Государственные и иные ценные бумаги, акции и облигации крупных стабильных эмитентов	Высоконадежный, но низкодоходный
Умеренный	Длительное вложение капитала и его рост	Средняя	Малая доля государственных ценных бумаг, большая доля ценных бумаг крупных и средних, но надежных эмитентов с длительной рыночной историей	Диверсифицированный
Агрессивный	Спекулятивная игра, возможность быстрого роста вложенных средств	Высокая	Высокая доля высокодоходных ценных бумаг небольших эмитентов, венчурных компаний и т.д.	Рискованный, но высокодоходный

Следуя изложенным принципам современной портфельной теории, влияние внешних условий на процесс формирования и управления портфелем ценных бумаг происходит через призму изменения толерантности инвесторов к риску.

При изменении внешних условий, принципы инвестирования остаются неизменными. Однако чтобы адаптироваться к новым условиям, инвесторы изменяют применяемые ими подходы формирования портфеля ценных бумаг.

Изменения касаются принятых подходов к управлению портфелем ценных бумаг с точки зрения изменения количества ценных бумаг в портфеле или допущения большего риска. Чем менее благоприятны внешние условия, тем большее количество ценных бумаг инвестор включает в портфель. С точки зрения рыночной модели Шарпа это позволяет лучше усреднить рыночный (недиверсифицируемый риск) риск и уменьшить собственный риск портфеля.

Кроме простого увеличения количества ценных бумаг используется также диверсификация между различными видами ценных бумаг, отраслевая и международная диверсификация.

При лимитировании изменяются нормативы для разных видов ценных бумаг. Так при неблагоприятных изменениях внешних условий в состав портфеля включаются ценные бумаги с меньшим риском, при изменениях в отдельной отрасли или стране - ценные бумаги других отраслей и стран.

Таблица 2. Подходы к управлению портфелем ценных бумаг на растущем и падающем рынке

Подходы к управлению портфелем ценных бумаг	Растущий рынок	Падающий рынок
- диверсификация	Меньше бумаг	Больше бумаг
- хэджирование	Рассматривается как инструмент спекуляции	В портфель включаются производные финансовые инструменты
- лимитирование	Лимиты выше	Лимиты ниже

Следует отметить, что положительный эффект от применения подходов к управлению портфелем ценных бумаг конечен. Например, чрезмерное увеличение количества ценных бумаг может привести и к негативным последствиям: возрастают затраты на анализ эмитентов, мониторинг состояния портфеля, что приводит к увеличению транзакционных издержек. Поэтому инвестирование переходит на другой уровень: инвесторы выбирают другие инвестиционные портфели или выходят с рынка.

Внешние условия также влияют на выбор активного или пассивного управления, на интересы инвесторов и горизонт инвестирования. Ярким примером согласованного действия внешних условий выступает ситуация финансового кризиса.

1.2. Состояние падающего рынка как совокупность внешних условий управления портфелем ценных бумаг

«Падающий рынок» автор определяет как феномен, являющийся следствием реализации фондового кризиса и отличающийся длительностью воздействия, а, следовательно, длительностью проявления феномена падающего рынка. Среди современных экономистов нет единого подхода к определению фондового кризиса. Чаще всего фондовый кризис выделяется как составная часть финансового кризиса.

Финансовый кризис - глубокое расстройство государственной финансовой системы, сопровождаемое инфляцией, неустойчивостью курсов ценных бумаг, проявляющееся в резком несоответствии доходов бюджета их расходам, нестабильности и падении валютного курса национальной денежной единицы, взаимных неплатежах экономических субъектов, несоответствии денежной массы в обращении требованиям закона денежного обращения.¹¹

Обычно выделяется несколько составляющих финансового кризиса:

- валютный кризис;
- банковский кризис;
- долговой кризис;
- фондовый кризис.

Зарубежные авторы обычно не используют термин «фондовый кризис» или «кризис на рынке ценных бумаг», а пользуются терминами «биржевая паника», «биржевой крах», «рыночная/фондовая нестабильность», «падение на рынке акций или облигаций».

А.В. Аникин в своей книге «История финансовых потрясений» выделяет фондовый кризис как составляющую финансового кризиса наряду с банковским, бюджетным, валютным кризисами и кризисом денежного обращения. По его мнению, фондовый кризис проявляется в резком падении

¹¹ Словарь «Борисов А.Б. Большой экономический словарь. — М.: Книжный мир, 2003. — с.895

курса ценных бумаг, уменьшении объема операций, банкротстве фондовых компаний.

Я.М. Миркин выделяет следующие проявления финансового кризиса в финансовом секторе и на финансовых рынках:

- резкий рост процента,
- все повышающаяся доля проблемных банков и небанковских финансовых институтов, проблемных долгов,
- существенное сокращение кредитов, предоставляемых экономическим субъектам,
- цепные банкротства, переход к убыточной модели банковской и другой финансовой деятельности,
- масштабное падение курсов ценных бумаг,
- возникновение массовых убытков на рынке деривативов,
- прекращение ликвидности финансовых рынков и финансовых институтов с эффектом «домино»,
- банковская паника.¹²

Фондовый кризис характеризуется такими параметрами как временной горизонт и глубина кризиса.

Под временным горизонтом фондового кризиса будем понимать временной отрезок от появления первых признаков кризиса до окончания понижательной тенденции рынка и появления устойчивого повышательного тренда.

Глубина фондового кризиса – это качественный показатель, характеризующий ущерб, нанесенный финансовому рынку и национальной экономике в целом. Этот ущерб проявляется в сокращении объема ВВП, падении капитализации фондового рынка, потери части финансовых активов страны, снижении инвестиций в реальный сектор экономики, банкротстве части инвестиционных компаний.

¹² Миркин Я.М. Национальный доклад: Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия. М.: Финакадемия, 2008 – с. 5

Можно выделить два актуальных сценария фондового кризиса. Согласно первому сценарию фондовый рынок растет вместе с ростом экономики. Рост капитализации связан с ростом стоимости активов компаний, который связан с ростом стоимости производимой продукции и ВВП в целом. Когда дальнейший рост экономики невозможен в силу спада экономического цикла, изменения международной конъюнктуры или других причин, и объем промышленного производства снижается, вместе с ним падает и капитализация рынка, чем объясняется падение фондового рынка.

Согласно второму сценарию в определенный момент рост фондового рынка начинает превышать рост реального сектора экономики. Это происходит из-за «перегрева» рынка вследствие чрезмерного использования кредитных ресурсов при проведении операций с ценными бумагами, операций РЕПО и операций с производными финансовыми инструментами. Когда разрыв между реальной стоимостью рынка и фундаментальной оценкой стоимости становится значительным, любой неблагоприятный фактор (отрицательная динамика макроэкономических показателей, кризисные явления на международных рынках или в смежных секторах экономики, политические риски и т.п.) может привести к резкому падению фондового рынка.

Как уже было сказано в первом параграфе, на падающем рынке под действием внешних условий изменяются подходы к управлению портфелем ценных бумаг (см. таблицу 2).

В целях данной работы рассмотрим подробнее влияние факторов, характеризующих падающий рынок, на предпочтения инвесторов.

Рост процентной ставки вызывает рост цены заемных средств, в том числе стоимости обслуживания выпусков облигаций и кредитов, это приводит к увеличению количества проблемных долгов и дефолтов по облигациям, т.е. повышается риск данных финансовых инструментов. Вследствие этого существуют сильные стимулы для инвесторов свои средства в менее рискованные активы, а среди облигаций стараются избегать

«мусорных» облигаций и облигаций ненадежных эмитентов, включая все облигации средних и небольших по размеру компаний (так называемые облигации второго эшелона) в пользу государственных облигаций и облигаций высоконадежных эмитентов.

Резкое падение курсовой стоимости акций приводит сначала к увеличению объемов коротких позиций при небольшом объеме длинных позиций, а затем к падению объемов торгов. Одновременно возрастает волатильность акций, что также является признаками увеличения риска. Инвесторы уходят в менее рискованные ценные бумаги, а также из низколиквидных акций второго и третьего эшелона в акции первого эшелона («голубые фишки»).

Падение курсовой стоимости акций и облигаций также вызывает снижение стоимости залога при проведении операций с ценными бумагами с применением заемных средств. Также повышается размер депозитной маржи по операциям с производными финансовыми инструментами. Эти операции и в условиях нормального рынка являются высокорискованными (кроме операций хеджирования), а в условиях падающего рынка к ним прибегают лишь инвесторы, готовые принять особо крупные риски.

Паи паевых инвестиционных фондов также становятся более рискованным объектом вложения средств.

Изменение оценки инвестиционных качеств ценных бумаг в глазах инвесторов можно представить в виде цветовой схемы (см. рисунок 2).

Таким образом, можно заметить, что категории риска ценных бумаг смещаются в сторону более рискованных на один или даже два уровня. Это позволяет инвесторам приспособиться к изменившимся условиям рынка и снизить риск своего портфеля.

	Акции	Облигации	ПФИ	Паи ПИФ
Государственные ценные бумаги	-		-	-
Ценные бумаги самого высокого качества				
Надежные ценные бумаги				
Ценные бумаги среднего качества				
Ценные бумаги самого низкого качества				
Рискованные ценные бумаги				

	Акции	Облигации	ПФИ	Паи ПИФ
Государственные ценные бумаги	-		-	-
Ценные бумаги самого высокого качества				
Надежные ценные бумаги				
Ценные бумаги среднего качества				
Ценные бумаги самого низкого качества				
Рискованные ценные бумаги				

	«Голубые фишки»
	Низкий риск
	Средний риск
	Высокий риск
	Очень высокий риск

Рисунок 2. Изменение категорий риска различных ценных бумаг на падающем рынке.¹³

¹³ Лекции Т.В. Жуковой по теме «Инвестиционные фонды»

Следует также отметить тот факт, что при нормальной ситуации на рынке численность различных групп инвесторов примерно одинакова. Т.е. предпочтения инвесторов равномерно распределены между консервативными, умеренными и агрессивными портфелями ценных бумаг. Существует большое многообразие промежуточных портфельных стратегий.

Можно предположить (с последующей проверкой предположения на практике), что на падающем рынке большинство инвесторов становятся консервативными. Небольшая часть инвесторов, в основном крупные инвесторы, принимают на себя крупные риски в попытках получить положительный финансовый результат и используют рискованные спекулятивные операции. Количество умеренных инвесторов резко уменьшается.

1.3. Стратегические и тактические приемы управления портфелем ценных бумаг в условиях падающего рынка

Для того чтобы приспособиться к изменяющимся внешним условиям, инвесторы используют различные стратегические и тактические приемы. Эти приемы выражаются в различных стратегиях формирования портфелей ценных бумаг.

Эти стратегии делятся в зависимости от ожиданий инвесторов на консервативные, умеренные и агрессивные стратегии.

Определим востребованные стратегии управления портфелем ценных бумаг при реализации актуальных сценариев развития кризиса, представленных в разделе 1.2. Для этого все возможные стратегии рассмотрим с точки зрения их соответствия особенностям кризиса и специфике российского рынка.

Консервативные стратегии

Консервативные стратегии направлены в первую очередь на сохранение вложенного капитала, и только во вторую – на его прирост. Составленный согласно этой стратегии портфель ценных бумаг обладает низким риском и низкой доходностью.

Возможные варианты реализации консервативной стратегии в условиях падающего рынка.

Вариант 1. Портфель составляется из федеральных, субфедеральных, муниципальных и корпоративных облигаций. Эти ценные бумаги относятся к разряду наиболее надежных, они обладают наименьшим риском, но одновременно и низкой доходностью. Для того чтобы дополнительно снизить риск, ограничивается максимальная доля вложения в облигации одного эмитента.

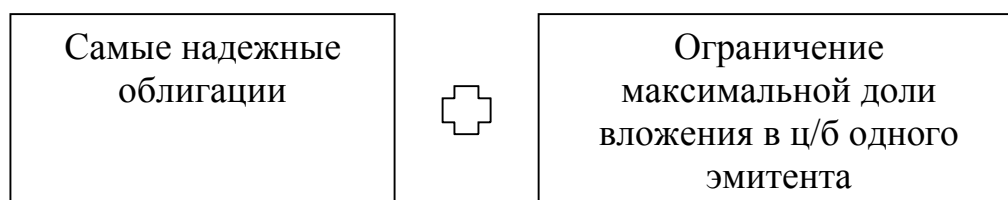


Рисунок 2. Первый возможный вариант консервативной стратегии

Во время падения рынка данная стратегия позволяет минимизировать потери и обеспечить сохранность вложенных средств. Оптимальным горизонт инвестирования – 6-9 месяцев¹⁴.

Вариант 2. Средства вкладываются в корпоративные облигации надежных эмитентов с небольшой долговой нагрузкой. Причем, поскольку возможность девальвации национальной валюты делает труднопредсказуемым будущий уровень доходности по долгосрочным облигациям, наиболее рациональным является вложение средств в краткосрочные облигации.

При выборе компаний-эмитентов необходимо также кроме показателей финансовой устойчивости учитывать риск неблагоприятного развития отрасли.

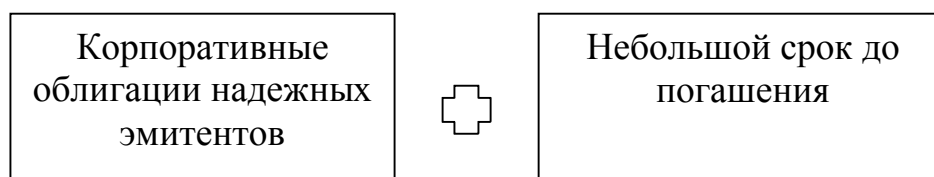


Рисунок 3. Второй возможный вариант консервативной стратегии

Такой портфель обеспечивает большую доходность, чем первая стратегия. Позволяет не только сохранить вложенную сумму, но и получить прибыль за счет того, что многие компании испытывают проблемы с

¹⁴ Согласно распространенной практике управления фондами акций, денежного рынка, облигаций и фондов смешанных инвестиций

ликвидностью и готовы платить за заемные средства (относительно высокие процентные ставки). Оптимальный горизонт инвестирования – 6-9 месяцев¹⁵.

Вариант 3. На падающем рынке часто используются вложения в недвижимость. Это пример того, как инвесторы уходят на смежный рынок, чтобы избежать чрезмерных рисков.

Хотя стоимость недвижимости падает во время экономического кризиса, как только экономика восстанавливается и начинается рост, недвижимость начинает быстро восстанавливаться в цене. Именно поэтому во время кризиса так популярны вложения в недвижимость.

Недостатком таких вложений является то, что необходимы специальные знания и исследования рынка недвижимости для их осуществления.

Кроме вложений в готовую недвижимость используются также вложения в права на недвижимость, ипотечные ценные бумаги, проектно сметную документацию и прочее.

Еще одной особенностью является долгосрочный характер инвестиций, связанный с низкой ликвидностью недвижимости как актива.

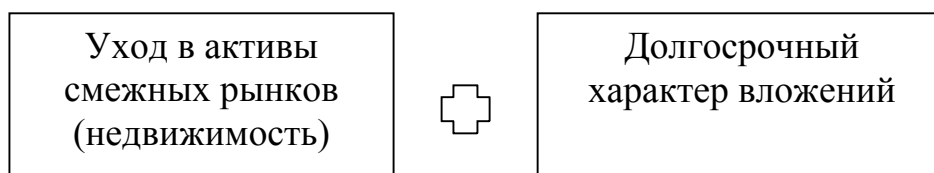


Рисунок 4. Третий возможный вариант консервативной стратегии

Другим примером ухода инвесторов на менее рискованные смежные рынки может служить замена вложений в облигации на банковские депозиты в приведенных вариантах консервативной стратегии.

¹⁵ Согласно распространенной практике управления фондами акций, денежного рынка, облигаций и фондов смешанных инвестиций

Сбалансированные стратегии

Сбалансированные стратегии сочетают в себе преимущества агрессивных и консервативных стратегий. Они обеспечивают как сохранение вложенного капитала, так и его прирост. Они характеризуются средним уровнем риска и средней доходностью.

Возможные варианты реализации сбалансированной стратегии в условиях падающего рынка.

Вариант 1. Основу портфеля составляют ликвидные долгосрочные облигации. Обязательным условием является возможность их досрочного погашения. Основа портфеля обеспечивает максимальную надежность и сохранность вложенных средств при низкой доходности.

Для повышения доходности портфеля включаются высоколиквидные акции (до 30% стоимости портфеля).

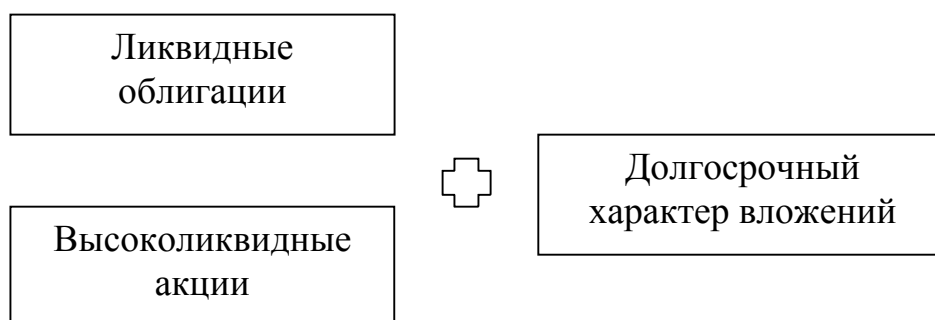


Рисунок 5. Первый возможный вариант сбалансированной стратегии

Данная стратегия используется, если инвестор предполагает, что падение скоро закончится, но не уверен в этом. Таким образом, если падение продолжится, то облигации помогут сохранить средства, а если падение прекратится, и рынок начнет расти, то акции позволят инвестору получить дополнительную прибыль.

Вариант 2. Основу портфеля (40-60% стоимости) составляют высоколиквидные и высоконадежные акции («голубые фишки»). Вторая часть портфеля – федеральные и корпоративные облигации.

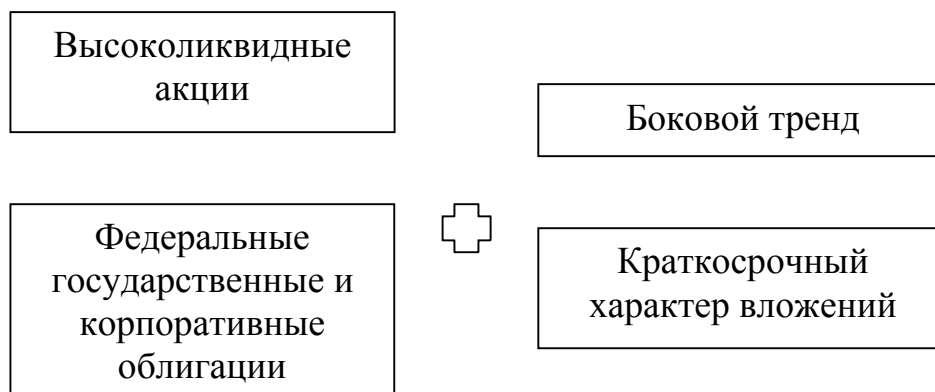


Рисунок 6. Второй возможный вариант сбалансированной стратегии

Данная стратегия удобна при небольших падениях. Если тренд развернется, акции позволят получить прибыль. Если падение продолжится и усугубится, то облигации позволят сохранить вложенные средства, а большая ликвидность акций позволит выйти с рынка с минимальными потерями.

Вариант 3. Одной из применяемых стратегий является стратегия хеджированного портфеля. Портфель состоит из акций первого эшелона и срочных контрактов (фьючерсов и опционов), приобретенных с целью хеджирования портфеля. Стратегия позволяет значительно снизить риск портфеля.

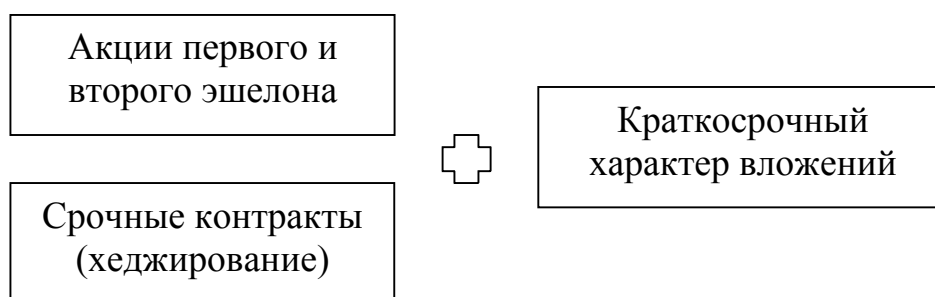


Рисунок 7. Третий возможный вариант сбалансированной стратегии

Хеджирование может быть как полным, так и частичным. Частичное хеджирование, в отличие от полного, покрывает не весь риск потерь, а только его часть, снижая его до приемлемого уровня.

Агрессивные стратегии

Агрессивные стратегии на падающем рынке несут очень большие риски. Зато в отличие от других стратегий они могут принести значительную прибыль.

Возможные варианты реализации агрессивной стратегии в условиях падающего рынка.

Вариант 1. Фьючерсные стратегии. Для осуществления данной стратегии портфель составляют из поставочных фьючерсов на ликвидные акции первого эшелона. Инвестор занимает короткую позицию по фьючерсу (т.е. продает фьючерсный контракт) при этом фиксируется цена исполнения контракта (фьючерсная цена). Инвестор предполагает, что к моменту исполнения контракта цена актива на наличном рынке будет ниже фьючерсной цены. Тогда инвестор купит актив на наличном рынке и поставит его по контракту, получив прибыль равную разнице между фьючерсной ценой и ценой на наличном рынке.

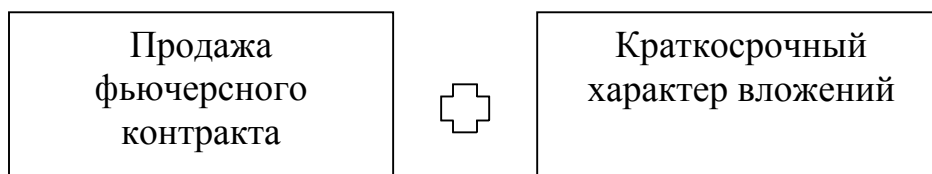


Рисунок 8. Первый возможный вариант агрессивной стратегии

Средства, инвестируемые в портфель, делятся на две части: первая вносится как первоначальная маржа, а вторая часть используется для внесения дополнительной маржи (margin call) при неблагоприятном изменении конъюнктуры.

Вариант 2. Опционные стратегии. По сравнению с фьючерсами, приобретение опционов требует отвлечения меньших ресурсов, так как покупатель опциона платит лишь премию, а внесение маржи требуется только от продавца опциона.

В основном используются стратегии длинный стрэддл и длинный стрэнгл, которые получаются путем покупки опциона пут и опциона колл с одинаковой (стрэддл) или разной (стрэнгл) ценой исполнения. Данные стратегии приносят прибыль при значительном отклонении цены актива на наличном рынке от цены исполнения опциона.

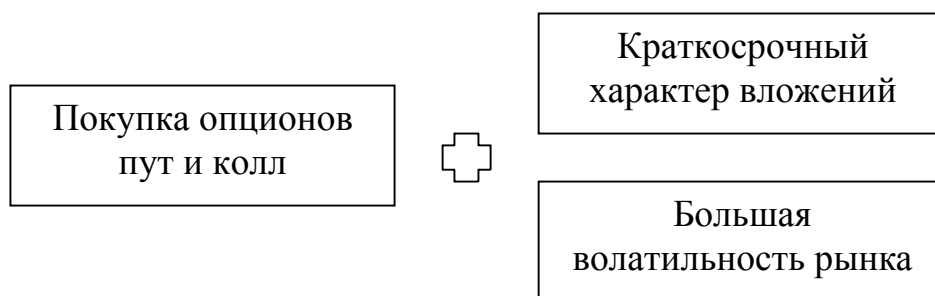


Рисунок 9. Второй возможный вариант агрессивной стратегии

Вариант 3. Портфель высокодоходных акций. Портфель должен быть хорошо диверсифицирован, чтобы снизить уровень риска. До 20-30% стоимости портфеля может составлять акции второго эшелона. Выбираются компании принадлежащие отраслям, которые должны минимально пострадать от кризиса или максимально быстро могут восстановиться.

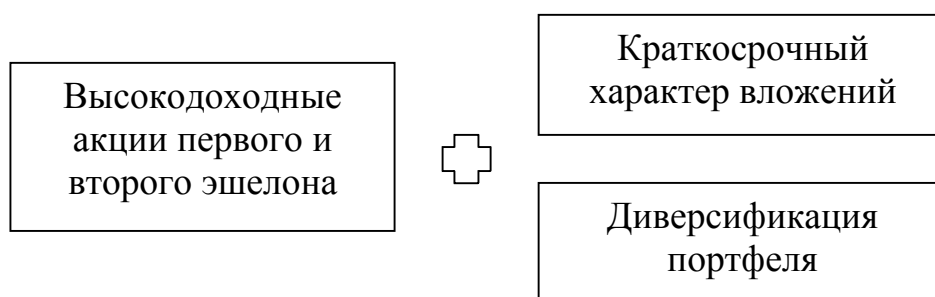


Рисунок 10. Третий возможный вариант агрессивной стратегии

Вариант 4. Портфель акций с включением срочных контрактов. Кроме акций первого и второго эшелона включаются срочные контракты, но не с целью хеджирования, а с целью спекуляции. Использование кредитного плеча делает портфель более рискованным, но может принести убытки, многократно превышающие объем отвлеченных средств.

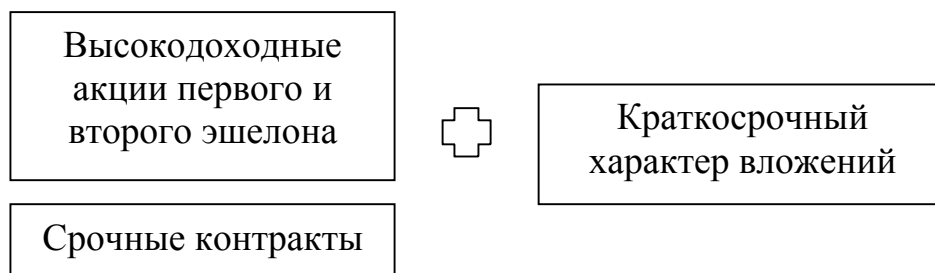


Рисунок 11. Четвертый возможный вариант агрессивной стратегии

Вариант 5. Портфель из акций второго эшелона. Особое внимание уделяется диверсификации портфеля и выбору эмитентов. Данная стратегия особенно популярна «на дне» рынка, когда можно выбрать те отрасли и компании, падение которых было особенно низким или которые будут особенно быстро расти в изменившихся экономических условиях.

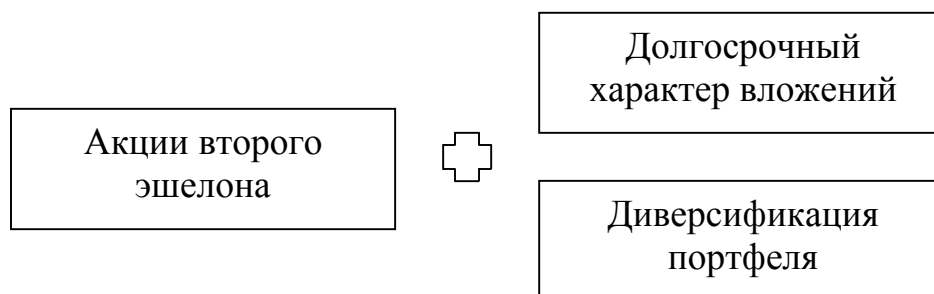


Рисунок 12. Пятый возможный вариант агрессивной стратегии

В условиях кризиса интересы инвесторов направлены на занятие выжидательной позиции относительно силы и глубины кризиса, преобладает краткосрочный горизонт инвестирования.

Чувствительные к риску инвесторы занимают долгосрочные позиции на менее рискованных смежных рынках (товарном, недвижимости, депозитов).

Глава 2. Практика управления портфелем ценных бумаг в условиях падающего рынка

2.1. Исходные условия и логика проведения анализа практики управления портфелем ценных бумаг в условиях падающего рынка

Целью анализа является выявление распространенных стратегий инвестирования на российском рынке ценных бумаг, востребованных в условиях финансового кризиса; оценка их эффективности.

Задачи анализа:

- 1) определить изменения предпочтений инвесторов в области доверительного управления;
- 2) выявить наиболее эффективные стратегии доверительного управления в разрезе паевых инвестиционных фондов акций, облигаций, смешанных инвестиций и денежного рынка;
- 3) рассмотреть состав инвестиционных портфелей выбранных фондов на предмет используемых методов повышения эффективности управления;
- 4) проанализировать выделенные факторы эффективного управления портфелем ценных бумаг в условиях падающего рынка.

Исходная база для анализа.

Для анализа используется база данных сайта investfunds.ru. На данном сайте представлена информация о рынке акций, паевых инвестиционных фондах, общих фондах банковского управления, рынках пенсионного обеспечения, доверительного управления, а также рынках драгоценных металлов и валюты. На сайте можно получить сведения о котировках акций, паев паевых инвестиционных фондов, ценах на драгоценные металлы, курсах валют; доходности паевых инвестиционных фондов, их количестве и стоимости чистых активов на различные даты; сведения о формирующихся паевых инвестиционных фондах, управляющих компаниях. На

ежеквартальной основе публикуются рейтинги управляющих компаний, а на ежедневной – аналитические обзоры рынка акций.

Также в анализе используются обязательные ежеквартальные отчеты, публикуемые на сайтах управляющих компаний паевых инвестиционных фондов.

База данных по паевым инвестиционным фондам является репрезентативной для целей нашего анализа по следующим причинам:

- рынок паевых инвестиционных фондов является значительным сегментом рынка доверительного управления;
- информация по паевым инвестиционным фондам является открытой доступной;
- в паевой инвестиционный фонд открытого типа вкладывают средства множество мелких инвесторов, поэтому исключается возможность влияния отдельного инвестора на стратегию управления фонда и таким образом выбор стратегии является объективным.

Поскольку в данной работе рассматривается управление портфелем ценных бумаг, из рассмотрения исключаются паевые инвестиционные фонды, относящиеся к категории фондов недвижимости, прямых инвестиций, товарного рынка, рентные, кредитные, ипотечные и венчурные фонды, основным объектом инвестирования для которых не являются ценные бумаги.

Исходные условия анализа

При анализе автор исходит из следующих ограничительных условий.

1. Анализ проводится на базе паевых инвестиционных фондов.
2. Рассматриваются паевые инвестиционные фонды, относящиеся к категории фондов акций, облигаций, смешанных инвестиций и денежного рынка.
3. Рассматриваются только паевые инвестиционные фонды, удовлетворяющие следующим условиям:
 - фонд относится к категории открытых,
 - фонд полностью сформирован,

- фонд действует уже в течение трех лет.

Алгоритм проведения анализа

Анализ будет проводиться в три этапа:

1. анализ предпочтений инвесторов области доверительного управления;
2. анализ группы фондов, показавших высокие результаты деятельности на падающем рынке;
3. анализ структуры портфелей этих фондов и выявление факторов, позволивших им получить высокие результаты.

Результат анализа на предыдущем этапе является объектом анализа на последующем этапе.

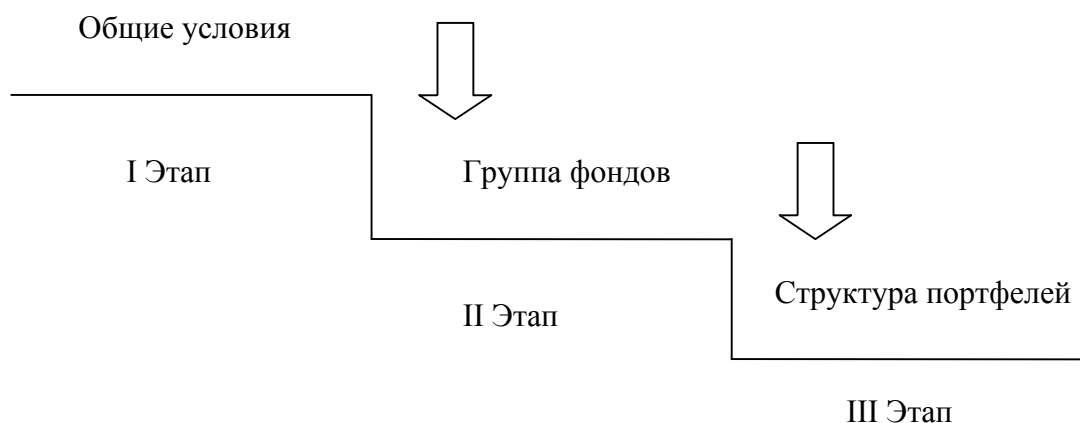


Рисунок 13. Взаимосвязь этапов анализа

Алгоритм проведения анализа:

- 1) определение изменений, произошедших на рынке паевых инвестиционных фондов в период падения рынка, в том числе:
 - анализ изменения количества паевых инвестиционных фондов,
 - анализ изменения стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов;
- 2) выбор конкретных паевых инвестиционных фондов, показавшие наилучшие показатели доходности на падающем рынке (по три фонда каждой категории);
- 3) описание состава инвестиционных портфелей выбранных фондов;

4) сравнение стратегий паевых инвестиционных фондов на основе данных о структурах инвестиционных портфелей;

5) анализ особенностей стратегий, позволивших показать им высокие результаты на падающем рынке.

Временной горизонт анализа

Временной горизонт анализа определяется периодом падающего рынка. Для определения периода падающего рынка рассмотрим динамику российских рыночных индексов в период с мая 2007 года по май 2009.



Рисунок 14. Динамика российского фондового рынка с мая 2007г. по май 2008г.

Как было уже сказано в разделе 1.2. под временным горизонтом фондового кризиса понимается временной отрезок от появления первых признаков кризиса до окончания понижательной тенденции рынка и появления устойчивого повышательного тренда.

Таким образом, отрезок с мая по октябрь 2008 года можно назвать падающим рынком. Но поскольку появление устойчивого повышательного не наблюдается, то можно говорить о продолжении фондового кризиса на российском рынке в форме стагнации.

Поскольку существует временной интервал между изменениями внешних условий и реакцией инвесторов в виде изменения стратегий управления их портфелями ценных бумаг, то возьмем для анализа период 1 год с мая 2008 года по май 2009 года.

2.2. Анализ предпочтений инвесторов в области доверительного управления

Рассмотрим изменения, произошедшие на российском рынке паевых инвестиционных фондов за период один год с мая 2008 года по май 2009 года.

Анализ рынка паевых инвестиционных фондов проводится с использованием следующих показателей.

1. Показатель количества фондов. Динамика данного показателя свидетельствует о росте или падении интереса инвесторов к использованию данного рода стратегий.

Таблица 3. Количество паевых инвестиционных фондов на 18 мая 2008г.¹⁶

Тип фонда	Количество фондов				Доля в общем количестве, %	
	Открытые	Интервальные	Закрытые	Всего		
акции	210	50	29	289	26,83%	
облигации	75	9	0	84	7,80%	
смешанный	139	43	19	201	18,66%	
денежный	7	0	0	7	0,65%	
индексный	46	0	0	46	4,27%	
фондов	16	4	0	20	1,86%	
недвижимость	Не предусмотрено законодательством			345	345	32,03%
ипотечный				11	11	1,02%
венчурный				59	59	5,48%
прямых инвестиций				15	15	1,39%
Всего	493	106	478	1077	100,00%	
Доля в общем количестве, %	45,78%	9,84%	44,38%	100,00%		

2. Принадлежность паевого инвестиционного фонда к одной из категорий (открытый, интервальный или закрытый) говорит о срочности стратегии, применяемой инвестором. Для открытого фонда - это краткосрочная стратегия, для интервального – среднесрочная, для закрытого – долгосрочная.

3. Показатель тип фонда (акций, облигаций и т.д.) говорит о привлекательности того или иного актива как объекта инвестирования и соответственно о рискованности выбранной стратегии.

¹⁶ По данным сайта investfunds.ru

Анализ приоритета инвестиционных стратегии со стороны инвестора определяется по совокупности значений данных показателей.

С точки зрения принадлежности фонда к одной из категорий (открытый, интервальный или закрытый), количество инвесторов, предпочитающих краткосрочную и долгосрочную стратегию, примерно одинаково (45,78% и 44,38%).

До начала периода падающего рынка инвесторы предпочитают более рискованные и доходные фонды для инвестирования – фонды акции (26,83%) и смешанных инвестиций (18,66%). Более консервативные стратегии фондов пользуются меньшей популярностью. Так доля фондов облигаций составляет 7,8% от общего количества фондов, фондов денежного рынка – 0,65%.

Также большой популярностью пользуются фонды недвижимости (32,03% от общего количества), которые относятся к консервативным стратегиям.

Таблица 4. Количество паевых инвестиционных фондов на 22 мая 2009г¹⁷

Тип фонда	Количество фондов				Доля в общем количестве, %		
	Открытые	Интервальные	Закрытые	Всего			
акции	198	47	26	271	23,36%		
облигации	72	6	0	78	6,72%		
смешанный	132	41	20	193	16,64%		
денежный	7	0	0	7	0,60%		
индексный	47	0	0	47	4,05%		
фондов	13	3	0	16	1,38%		
товарного рынка		1	0	1	0,09%		
хедж-фонд		0	0	0	0,00%		
недвижимость			413	413	35,60%		
ипотечный	Не предусмотрено законодательством	Не предусмотрено законодательством	15	15	1,29%		
венчурный			65	65	5,60%		
прямых инвестиций			27	27	2,33%		
рентный			16	16	1,38%		
кредитный			11	11	0,95%		
Всего			469	98	593	1160	100,00%
Доля в общем количестве, %			40,43%	8,45%	51,12%	100,00%	

¹⁷ По данным сайта investfunds.ru

С точки зрения срочности стратегии, большую долю составляют долгосрочные стратегии (51,12% от общего числа фондов), второе место занимают открытые фонды (краткосрочная стратегия) – 40,43%.

С точки зрения привлекательности отдельных видов активов, соотношения значительно не изменились. Наибольшей привлекательностью пользуются фонды недвижимости, акций и смешанных инвестиций.

Таблица 5. Динамика изменения количества паевых инвестиционных фондов в период с 18 мая 2008 года по 22 мая 2009 года.

Тип фонда	Изменение количества фондов				Доля в общем количестве, %	
	Открытые	Интервальные	Закрытые	Всего		
акции	-12	-3	-3	-18	-6,23%	
облигации	-3	-3	0	-6	-7,14%	
смешанный	-7	-2	1	-8	-3,98%	
денежный	0	0	0	0	0,00%	
индексный	1	0	0	1	2,17%	
фондов	-3	-1	0	-4	-20,00%	
недвижимость	Не предусмотрено законодательством			68	68	19,71%
ипотечный				4	4	36,36%
венчурный				6	6	10,17%
прямых инвестиций				12	12	80,00%
Всего				-24	-9	88

За рассматриваемый период наибольшее сокращение претерпели паевые инвестиционные фонда открытого и интервального типа, количество закрытых фондов напротив увеличилось на 88. Также в настоящий момент формируется 34 закрытых фонда. Открытые и интервальные фонды в настоящий момент не формируются¹⁸. Данные факты говорят о том, что инвесторы меняют свои предпочтения от краткосрочных в сторону долгосрочных стратегий. Это говорит о том, что возможно реализуется третий вариант консервативной стратегии.

Что касается отраслевой структуры, то наметилось две тенденции.

Во-первых, значительно увеличилось количество закрытых фондов недвижимости и прямых инвестиций. Это говорит об уходе инвесторов на смежные рынки (недвижимости, прямых инвестиций) и о том, что, возможно, реализуется третий вариант консервативной стратегии (см. раздел 1.3.).

¹⁸ http://pif.investfunds.ru/funds/index.phtml/params/action/list/status_id/1

Во-вторых, в фондах более рискованных инвестиций наблюдается тенденция увеличения срока вложений. Так количество открытых фондов акций снизилось на 12, а закрытых фондов акций – только на 3. Количество открытых фондов смешанных инвестиций снизилось на 7, а количество закрытых фондов смешанных инвестиций выросло на 1. Количество закрытых фондов облигаций не изменилось при том, что количество открытых и интервальных фондов облигаций снизилось на 6 штук в общей сложности. Это говорит о том, что, возможно, реализуется первый вариант сбалансированной стратегии или пятый вариант агрессивной стратегии (см. раздел 1.3.).

Анализ стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов и ее динамики

Далее рассмотрим данные о стоимости чистых активов фондов и ее изменении за период один год с мая 2008 года по май 2009 года.

Динамика стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов определяется двумя факторами. Во-первых, стоимость может изменяться из-за изменения количества фондов, а во-вторых, из-за снижения стоимости активов, входящих в состав имущества фонда. Так если динамика стоимости чистых активов фонда отличается от динамики рынка, и эта разница больше, чем динамика количества фондов, то это возможно обусловлено выбором стратегии фонда.

Наибольшее количество средств сосредоточено в закрытых фондах (78,98% от общей стоимости чистых активов). Это говорит о преимущественно долгосрочном характере инвестиций на российском рынке паевых инвестиционных фондов. Доля закрытых фондов в общем количестве фондов составляет только 44,38%, что говорит о том, что для закрытых фондов характерен больший размер и соответственно большая стоимость чистых активов.

Таблица 6. Стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов на 18 мая 2008 года¹⁹.

Тип фонда	Стоимость чистых активов, млн.руб.				Доля в общей СЧА, %
	Открытые	Интервальные	Закрытые	Всего	
акции	73 075	24 800	211 128	309 003	38,64%
облигации	15 777	528	0	16 305	2,04%
смешанный	32 048	12 915	66 111	111 074	13,89%
денежный	558	0	0	558	0,07%
индексный	6 584	0	0	6 584	0,82%
фондов	946	876	0	1 822	0,23%
недвижимость	Не предусмотрено законодательством		236 196	236 196	29,53%
ипотечный			6 600	6 600	0,83%
венчурный			34 480	34 480	4,31%
прямых инвестиций			77 121	77 121	9,64%
Всего	128 988	39 119	631 636	799 743	100,00%
Доля в общей СЧА, %	16,13%	4,89%	78,98%	100,00%	

Что касается отраслевой структуры, то она значительно не отличается от отраслевой структуры фондов, составленной согласно их количеству. Наибольшие доли приходятся на фонды акций (38,64% от общей стоимости чистых активов), смешанных инвестиций (13,89%) и облигаций (29,53%).

Таблица 7. Стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов на 22 мая 2009 года²⁰.

Тип фонда	Стоимость чистых активов, млн. руб.				Доля в общей СЧА, %
	Открытые	Интервальные	Закрытые	Всего	
акции	38 560	7 813	111 620	157 992	30,33%
облигации	7 015	236	0	7 252	1,39%
смешанный	12 881	7 926	42 706	63 513	12,19%
денежный	440	0	0	440	0,08%
индексный	4 233	0	0	4 233	0,81%
фондов	284	520	0	804	0,15%
товарного рынка	Не предусмотрено законодательством		26	26	0,00%
хедж-фонд			0	0	0,00%
недвижимость			244 314	244 314	46,90%
ипотечный			6 014	6 014	1,15%
венчурный	Не предусмотрено законодательством		29 709	29 709	5,70%
прямых инвестиций			3 356	3 356	0,64%
рентный			3 315	3 315	0,64%
кредитный			0	0	0,00%
Всего	63 414	16 520	441 035	520 969	100,00%
Доля в общей СЧА, %	12,17%	3,17%	84,66%	100,00%	

¹⁹ По данным сайта investfunds.ru²⁰ По данным сайта investfunds.ru

Доля закрытых фондов увеличилась до 84,66% от общей стоимости чистых активов. В отраслевом разрезе Доли фондов акций и смешанных инвестиций снизились за счет увеличения доли фондов недвижимости.

Стоимость чистых активов всех фондов кроме фондов недвижимости снизилась. Также стоимость чистых активов закрытых фондов облигаций не изменилась притом, что стоимость чистых активов открытых и интервальных фондов облигаций снизилась. Это указывает об изменении предпочтений инвесторов в сторону увеличения срока инвестиций.

Таблица 8. Динамика изменения стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов в период с 18 мая 2008 года по 22 мая 2009 года.

Тип фонда	Изменение стоимости чистых активов, млн.руб.			
	Открытые	Интервальные	Закрытые	Всего
акции	-34 515	-16 987	-99 508	-151 011
облигации	-8 762	-292	0	-9 053
смешанный	-19 167	-4 989	-23 405	-47 561
денежный	-118	0	0	-118
индексный	-2 351	0	0	-2 351
фондов	-662	-356	0	-1 018
недвижимость	Не предусмотрено законодательством		8 118	8 118
ипотечный			-586	-586
венчурный			-4 771	-4 771
прямых инвестиций			-73 765	-73 765
Всего	-65 574	-22 624	-193 917	-282 115

В отраслевом разрезе стоимость чистых активов более рискованных фондов акций и смешанных инвестиций снизилась значительно, чем стоимость чистых активов более консервативных фондов облигаций и денежного рынка.

В период падающего рынка проявилась тенденция использовать следующие элементы стратегий управления портфелем ценных бумаг:

- увеличение срока инвестиций, сокращение количества фондов открытого и интервального типа при увеличении количества фондов закрытого типа;

- изменение предпочтений инвесторов от более рискованных объектов инвестирования (фонды акций и смешанных инвестиций) в сторону менее рискованных (фонды облигаций и денежного рынка);
- уход инвесторов на смежные рынки (рынок недвижимости).

2.3. Анализ распространенных стратегий инвестирования на российском рынке ценных бумаг, востребованных в условиях финансового кризиса, оценка их эффективности

В интересах дальнейшего анализа распространенных стратегий доверительного управления и оценки их эффективности важно выявить состав инвестиционных портфелей паевых инвестиционных фондов, которым удалось достичь лучших результатов на падающем рынке за счет правильно выбранной инвестиционной стратегии.

Для этого по показателю доходности инвестиционного пая было отобрано по три самых успешных паевых инвестиционных фондов в каждой из четырех категорий (фонды акций, облигаций, смешанных инвестиций и денежного рынка).

Таблица 9. Доходность наиболее результативных открытых паевых инвестиционных фондов на 30 апреля 2009 года

Название паевого инвестиционного фонда	Управляющая компания фонда	Типа фонда	Доходность за год
ЛУКОЙЛ Фонд Первый	УралСиб	акций	- 3,16%
ГЛОБЭКС – Фонд акций	Базис-Инвест	акций	- 14,76%
РЕГИОН Фонд Акции	РЕГИОН Эссет Менеджмент	акций	- 23,73%
БКС – Фонд Национальных Облигаций	Брокеркредитсервис	облигаций	9,38%
ОТКРЫТИЕ-Облигации	ОТКРЫТИЕ	облигаций	8,54%
Альфа-Капитал Резерв	Альфа Капитал	облигаций	6,84%
Особый	РН – траст	смешанных инвестиций	3,42%
УНИВЕР - фонд смешанных инвестиций	УНИВЕР Менеджмент	смешанных инвестиций	-12,89%
Паллада - фонд смешанных инвестиций	Паллада Эссет Менеджмент	смешанных инвестиций	-18,06%
Рублевка – фонд денежного рынка	УК Банка Москвы	денежного рынка	7,3%
Ингосстрах денежный рынок	Ингосстрах - Инвестиции	денежного рынка	7,22%
Финам Депозитный	Финам Менеджмент	денежного рынка	6,61%

Согласно таблице 9 наилучшие результаты деятельности показали паевые инвестиционные фонды облигаций и денежного рынка (все три фонда имеют положительную доходность). Среди фондов смешанных инвестиций только один имеет положительную доходность. Наихудшие показатели у фондов акций – ни один из фондов не показал положительную доходность. Несмотря на это, их доходность выше доходности индекса акций за аналогичный период (см. раздел 2.1.).

Согласно опубликованным на официальных сайтах управляющих компаний паевых инвестиционных фондов обязательным ежеквартальным отчетам (справка о составе активов фонда) инвестиционные портфели отобранных инвестиционных фондов имеют следующую структуру²¹. (Полный состав портфелей см. в Приложении 1).

Паевые инвестиционные фонды акций

Рассмотрим структуру инвестиционных портфелей фондов акций, показавших наилучшую доходность за рассматриваемых период.

Таблица 10. Структура портфеля ОПИФ акций «ЛУКОЙЛ Фонд Первый» на 30 сентября 2008 года

Управляющая компания	УралСиб
Название фонда	ОПИФ акций «ЛУКОЙЛ Фонд Первый»
Дата	30.09.2008
Актив	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	0,16%
Корпоративные облигации, внесенные в котировальные списки	15,57%
Корпоративные облигации, не внесенные в котировальные списки	15,01%
Обыкновенные акции, внесенные в котировальные списки	29,49%
Обыкновенные акции, не внесенные в котировальные списки	1,23%
Привилегированные акции, внесенные в котировальные списки	1,10%
Дебиторская задолженность	36,89%

²¹ Сумма долей может не составлять 100% из-за округления.

Структура портфеля является хорошо диверсифицированной. Основу портфеля составляют высоколиквидные обыкновенные акции (29,49%), а также большую долю занимают ликвидные облигации, внесенные в котировальные списки (15,57%) и менее ликвидные облигации, не внесенные в котировальные списки (15,01%). Доли вложений в другие активы не являются значительными.

Второй по доходности фонд – фонд акций «ГЛОБЭКС - Фонд акций». Структура его портфеля представлена в таблице и на схеме.

Таблица 11. Структура портфеля ОПИФ акций «ГЛОБЭКС - Фонд акций» на 30 сентября 2008 года.

Управляющая компания	Базис-Инвест
Название фонда	ОПИФ акций «ГЛОБЭКС - Фонд акций»
Дата	30.09.2008
Актив	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	0,39%
Обыкновенные акции, внесенные в котировальные списки	94,25%
Привилегированные акции, внесенные в котировальные списки	3,28%
Дебиторская задолженность (средства, переданные профессиональным участникам рынка ценных бумаг)	5,36%

Структура портфеля слабо диверсифицирована. Основную часть портфеля составляют акции первого эшелона (94,25%), также включены менее ликвидные привилегированные акции (5,36%).

Третьим фондом по доходности в данной категории является фонд «РЕГИОН Фонд Акции».

Таблица 12. Структура портфеля ОПИФ акций «РЕГИОН Фонд Акции» на 30 сентября 2008 года

Управляющая компания	ЗАО «РЕГИОН Эссет Менеджмент»
Название фонда	ОПИФ акций «РЕГИОН Фонд Акции»
Дата	30.09.2008
Актив	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	0,01%
Корпоративные облигации, внесенные в котировальные списки	12,43%
Корпоративные облигации, не внесенные в котировальные списки	4,39%
Обыкновенные акции, внесенные в котировальные списки	82,22%
Дебиторская задолженность	0,95%

Основу портфеля составляют обыкновенные акции первого эшелона (82,22%) и ликвидные корпоративные облигации (12,43%).

Сравним структуры портфелей открытых паевых инвестиционных фондов акций.

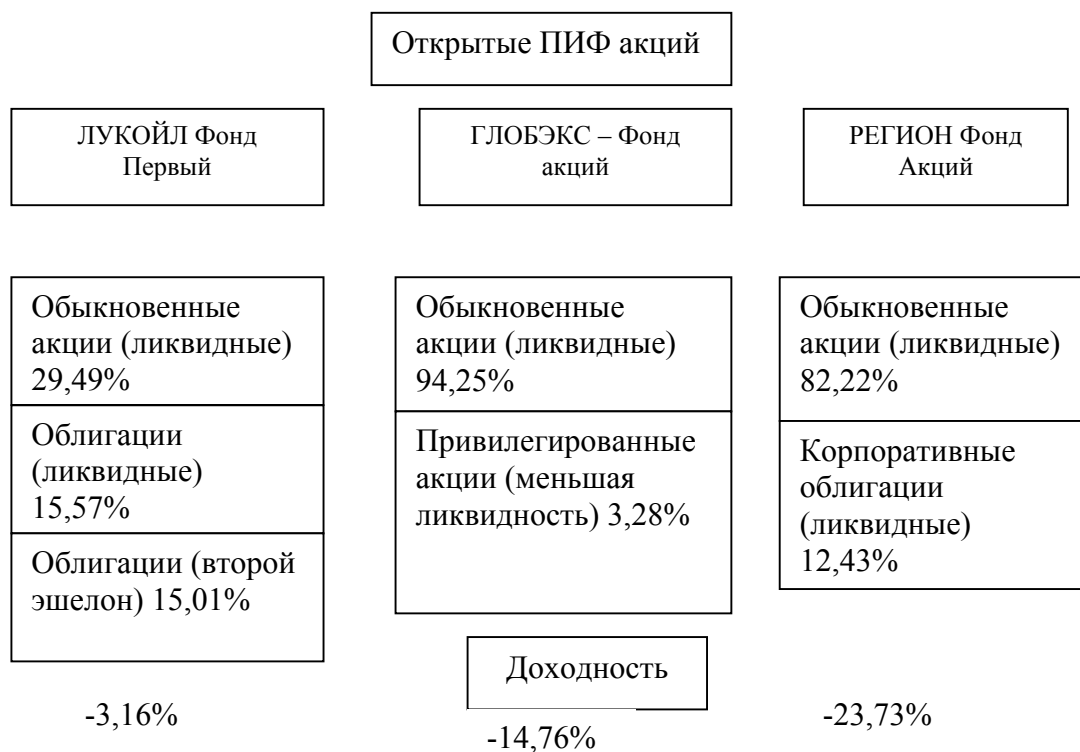


Рисунок 15. Сравнение структур портфелей открытых ПИФ акций

Таким образом, можно предположить, что именно высокая диверсификация портфеля позволила ПИФу «ЛУКОЙЛ Фонд Первый» показать наилучшую доходность в своей категории. Большая доля облигаций по сравнению с портфелями других фондов позволила компенсировать убытки, полученные от акций.

Несмотря на низкую диверсификацию, портфель «ПИФа ГЛОБЭКС – Фонд акций» состоит из акций первого эшелона, что также позволило избежать значительных убытков.

Паевые инвестиционные фонды облигаций

Рассмотрим структуру инвестиционных портфелей фондов облигаций, показавших наилучшую доходность за рассматриваемых период.

Наилучшую доходность показал павой инвестиционный фонд облигаций «БКС – Фонд Национальных Облигаций».

Таблица 13. Структура портфеля ОПИФ облигаций «БКС – Фонд Национальных Облигаций» на 30 июня 2008 года

Управляющая компания	Брокеркредитсервис
Название фонда	ОПИФ облигаций «БКС – Фонд Национальных Облигаций»
Дата	30.06.2008
Актив	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	7,39%
Облигации российских хозяйственных обществ, не внесенные в котировальные списки	92,61%

Портфель фонда состоит из корпоративных облигаций, не внесенных в котировальные списки (92,61% стоимости портфеля) и денежных средств (7,39%).

Вторым по доходности фондом является фонд «ОТКРЫТИЕ – Облигации».

Таблица 14. Структура портфеля ОПИФ облигаций «ОТКРЫТИЕ – Облигации» на 30 сентября 2008 года

Управляющая компания	ОТКРЫТИЕ
Название фонда	ОПИФ облигаций «ОТКРЫТИЕ – Облигации»
Дата	30.09.2008
Актив	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	0,09%
Облигации российских хозяйственных обществ, внесенные в котировальные списки	41,16%
Облигации российских хозяйственных обществ, не внесенные в котировальные списки	54,71%
Государственные ценные бумаги субъектов РФ	0,22%
Дебиторская задолженность	3,82%

Портфель фонда в основном состоит из корпоративных облигаций, обращающихся на рынке (41,16%) и не обращающихся на рынке (54,71%), а также небольшой доли государственных ценных бумаг (0,22%).

Структура фонда «Альфа-Капитал Резерв» представлена в таблице 15.

Таблица 15. Структура портфеля ОПИФ облигаций «Альфа-Капитал Резерв» на 30 сентября 2008 года

Управляющая компания	Альфа-Капитал
Название фонда	ОПИФ облигаций «Альфа-Капитал Резерв»
Дата	30.09.2008
Актив	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	4,36%
Облигации российских хозяйственных обществ, внесенные в котировальные списки	50,71%
Облигации российских хозяйственных обществ, не внесенные в котировальные списки	37,18%
Дебиторская задолженность	7,75%

Портфель фонда также состоит из корпоративных облигаций, обращающихся на рынке (50,71%) и не обращающихся на рынке (37,18%).

Сравним портфели паевых фондов облигаций.



Рисунок 16. Сравнение структур портфелей открытых ПИФ облигаций

Доходность данной группы фондов значительно не отличается. Портфель первого фонда состоит из облигаций, не входящих в котировальные списки, второго и третьего – как из облигаций, внесенных в котировальные списки, так и облигаций, не внесенных в котировальные списки. Данная стратегия является типичной для всех фондов данной категории. Лучшие результаты анализируемых фондов объясняют удачным выбором ценных бумаг, входящих в портфель.

Паевые инвестиционные фонды смешанных инвестиций

Рассмотрим структуру инвестиционных портфелей фондов смешанных инвестиций, показавших наилучшую доходность за рассматриваемых период.

Наилучшую доходность в данной категории паевых инвестиционных фондов показал фонд «ОСОБЫЙ».

Таблица 16. Структура портфеля ОПИФ смешанных инвестиций «ОСОБЫЙ» на 30 сентября 2008 года

Управляющая компания	РН-траст
Название фонда	ОПИФ смешанных инвестиций «ОСОБЫЙ»
Дата	30.09.2008
Актив	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	1,13%
Корпоративные облигации, внесенные в котировальные списки	50,07%
Обыкновенные акции, внесенные в котировальные списки	8,20%
Облигации российских хозяйственных обществ, не внесенные в котировальные списки	35,78%
Дебиторская задолженность	4,82%

Портфель фонда состоит из корпоративных облигаций, внесенных в котировальные списки (50,07%) и не внесенных в котировальные списки (35,78%). Доля акций незначительна (8,2%). Структура портфеля похожа на структуры портфелей облигаций, рассмотренных выше.

Второй по доходности фонд – фонд «УНИВЕР - фонд смешанных инвестиций».

Таблица 17. Структура портфеля ОПИФ смешанных инвестиций «УНИВЕР - фонд смешанных инвестиций» на 30 сентября 2008 года

Управляющая компания	УНИВЕР Менеджмент
Название фонда	ОПИФ смешанных инвестиций «УНИВЕР - фонд смешанных инвестиций»
Дата	30.09.2008
Актив	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	0,14%
Корпоративные облигации, внесенные в котировальные списки	28,91%
Корпоративные облигации, не внесенные в котировальные списки	36,37%
Обыкновенные акции, внесенные в котировальные списки	13,29%
Обыкновенные акции, не внесенные в котировальные списки	5,64%
Обыкновенные акции акционерных инвестиционных фондов	5,30%
Привилегированные акции, внесенные в котировальные списки	2,09%
Привилегированные акции, не внесенные в котировальные списки	6,67%
Дебиторская задолженность	6,67%

Структура портфеля данного фонда хорошо диверсифицирована. В его состав входят облигации (65,28%), обыкновенные акции (18,93%), привилегированные акции (8,76%), а также акции акционерных инвестиционных фондов (5,3%).

Третий по доходности фонд смешанных инвестиций – фонд «Паллада - фонд смешанных инвестиций».

Портфель этого фонда состоит в основном из обыкновенных акций, внесенных в котировальные списки (34%) и корпоративных облигаций, не внесенных в котировальные списки (19,26%).

Таким образом, в отличие от других фондов этой группы, рассмотренных в данном разделе, основную часть портфеля составляют акции, а не облигации.

Таблица 18. Структура портфеля ОПИФ смешанных инвестиций «Паллада - фонд смешанных инвестиций» на 30 сентября 2008 года

Управляющая компания	Паллада Эссет Менеджмент
Название фонда	ОПИФ смешанных инвестиций «Паллада - фонд смешанных инвестиций»
Дата	30.09.2008
Актив	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	2%
Корпоративные облигации, внесенные в котировальные списки	5,63%
Корпоративные облигации, не внесенные в котировальные списки	19,26%
Обыкновенные акции, внесенные в котировальные списки	34%
Обыкновенные акции, не внесенные в котировальные списки	0,005%
Обыкновенные акции акционерных инвестиционных фондов	5,304%
Привилегированные акции, внесенные в котировальные списки	5,84%
Привилегированные акции, не внесенные в котировальные списки	1,09%
Дебиторская задолженность	31,66%

В структуре первого и второго из рассмотренных фондов преобладают облигации, а третьего – акции. Портфель первого почти полностью состоит из облигаций, а второго и третьего – хорошо диверсифицированы. Несмотря на это большую доходность показал первый фонд, что говорит о том, что облигации, входящие в его портфель, помогли ему избежать убытков.



Рисунок 17. Сравнение структур портфелей открытых ПИФ смешанных инвестиций

Паевые инвестиционные фонды денежного рынка

Рассмотрим структуру инвестиционных портфелей фондов денежного рынка, показавших наилучшую доходность за рассматриваемых период.

Наилучшую доходность показал фонд «Рублевка - фонд денежного рынка». Структура его портфеля достаточно сильно диверсифицирована. Основу портфеля составляют денежные средства на счетах (23,53%) и во вкладах (34,58%), также в состав портфеля входят государственные ценные бумаги субъектов РФ (20,77%), муниципальные облигации (9,63%) и корпоративные облигации (9,64%).

Таблица 20. Структура портфеля ОПИФ денежного рынка «Рублевка - фонд денежного рынка» на 30 сентября 2008 года

Управляющая компания	УК Банка Москвы
Название фонда	ОПИФ денежного рынка «Рублевка - фонд денежного рынка»
Дата	30.09.2008
Актив	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	23,53%
Денежные средства в банковских вкладах, в рублях	34,58%
Государственные ценные бумаги субъектов РФ	20,77%
Муниципальные облигации	9,63%
Корпоративные облигации, внесенные в котировальные списки	4,72%
Корпоративные облигации, не внесенные в котировальные списки	4,92%
Дебиторская задолженность	1,83%

Вторым по доходности является фонд «Ингосстрах денежный рынок». Структура его портфеля представлена в таблице 21.

Таблица 21. Структура портфеля ОПИФ денежного рынка «Ингосстрах денежный рынок» на 30 сентября 2008 года

Управляющая компания	Ингосстрах-Инвестиции
Название фонда	ОПИФ денежного рынка «Ингосстрах денежный рынок»
Дата	30.09.2008
Актив	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	9,19%
Денежные средства в банковских вкладах, в рублях	74,36%
Государственные ценные бумаги субъектов РФ	4,30%
Корпоративные облигации, внесенные в котировальные списки	4,02%
Корпоративные облигации, не внесенные в котировальные списки	3,69%
Дебиторская задолженность	4,44%

Портфель фонда также диверсифицирован, но гораздо слабее. Основу портфеля составляют денежные средства на счетах (9,19%) и во вкладах

(74,36%). Вложения в государственные и корпоративные облигации составляют незначительную долю.

Третьим по доходности является фонд «Финам Депозитный». Его структура представлена в таблице 22.

Таблица 22. Структура портфеля ОПИФ денежного рынка «Финам Депозитный» на 30 сентября 2008 года

Управляющая компания	Финам Менеджмент
Название фонда	ОПИФ денежного рынка «Финам Депозитный»
Дата	30.09.2008
Актив	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	4,89%
Денежные средства в банковских вкладах, в рублях	62,70%
Дебиторская задолженность	32,41%

Структура портфеля фонда не диверсифицирована, все средства вложены в денежные средства.

Сравним структуру портфелей фондов денежного рынка.



Рисунок 18. Сравнение структур портфелей открытых ПИФ денежного рынка

Банковские вклады являются аналогом облигаций: они являются еще более консервативным средством для инвестирования, так как несут еще меньший риск при меньшей доходности.

Если рассмотреть структуры портфелей, то можно заметить, что доходность выше у тех фондов, структура которых более диверсифицирована (первый и второй фонд), а также у которых выше доля облигаций в портфеле.

В целом следует отметить, что инвестиционные стратегии анализируемых паевых инвестиционных фондов не отличаются большим разнообразием. Большинство из них основано на использовании облигаций как способа сохранения средств фонда.

Это предположение подтверждается показателями доходности. Так из проанализированных фондов наибольшую доходность получил ОПИФ облигаций «БКС – Фонд Национальных Облигаций», доля облигаций в портфеле которого составляла 92,61%. А наименьшую доходность – ОПИФ акций «РЕГИОН Фонд Акции», доля облигаций в портфеле – 16,82%.

**Глава 3. Разработка рекомендаций по оптимизации стратегий
управления портфелями ценных бумаг в условиях падающего рынка
для УК «Лидер»**

3.1. Общее описание УК «Лидер», вида деятельности, места на рынке услуг доверительного управления

Управляющая компания «Лидер» (Компания по управлению активами пенсионного фонда) была основана в 1993 году в форме закрытого акционерного общества.

Известно, что акционерами компании являются Негосударственный пенсионный фонд «ГАЗФОНД», Акционерный банк «Газпромбанк» (ОАО), Открытое акционерное общество «Страховое общество газовой промышленности» («СОГАЗ»).

Положение и доля на рынке характеризуется следующими рейтингами.

Таблица 23 . Рейтинги УК «Лидер»

Название рейтинга	Значение рейтинга	Пояснения
Рейтинг надежности доверительных управляющих эксперт РА	A++ ²²	Высокий уровень надежности, надежность выше среднего по классу
Рэнкинг доверительных управляющих по объему средств в управлении Национального Рейтингового Агентства	1-е место ²³ 21,62% рынка 285 039,07 млн. руб.	За 9 месяцев 2008 года
Рейтинг управляющих компаний от Национального рейтингового агентства	AAA ²⁴	Максимальная надежность, стабильный
Рэнкинг доверительных	3-е место ²⁵	За 9 месяцев 2008 года

²² <http://du.investfunds.ru/ratings/4/>

²³ <http://du.investfunds.ru/ratings/4/>

²⁴ <http://pif.investfunds.ru/funds/nauforrate.phtml>

²⁵ <http://www.leader-invest.ru/ruratings>

управляющих по объему собственных средств Национального Рейтингового Агентства		
Долгосрочный рейтинг дефолта эмитента рейтингового агентства Fitch Ratings	BB ⁻²⁶	Прогноз «стабильный»
Краткосрочный рейтинг дефолта эмитента рейтингового агентства Fitch Ratings	B ²⁷	

Компания предоставляет следующие виды услуг на рынке доверительного управления:

- Доверительное управление пенсионными резервами НПФ;
- Управление средствами страховых компаний;
- Управление средствами пенсионных накоплений граждан;
- Управление активами открытых и закрытых паевых инвестиционных фондов.

По состоянию на 1.04.2009 года УК «Лидер» управляет резервами следующих негосударственных пенсионных фондов:

- НПФ «Газфонд»;
- НПФ «Благосостояние»;
- НПФ электроэнергетики;
- НПФ «ЛУКОЙЛ-ГАРАНТ»;
- НПФ «Газпромбанк-фонд»;
- НПФ «Трансстрой»;
- НПФ «Роствертол»;
- НПФ «Кооперация»;

²⁶ http://www.leader-invest.ru/rucompanynews/News_522_3.htm

²⁷ http://www.leader-invest.ru/rucompanynews/News_522_3.htm

- НПФ Сбербанка;
- НПФ «Профессиональный независимый пенсионный фонд» (ПНПФ).

Деятельность УК «Лидер» начиналась с управления резервами негосударственных пенсионных фондов. Основная задача – обеспечение сохранности и приумножение средств пенсионных резервов, переданных в доверительное управление.

Инвестиционная стратегия управления пенсионными резервами разрабатывается ежегодно индивидуально для каждого клиента и корректируется с учетом складывающегося положения на рынке ценных бумаг.

Объем пенсионных резервов, переданных в управление УК «Лидер» негосударственными пенсионными фондами, постоянно растет. На 01.10.2008 объем пенсионных резервов достиг 271,9 млрд. рублей.

Проводящаяся в настоящее время реформа системы пенсионного обеспечения позволила гражданам РФ самостоятельно принимать решения о том, как будет управляться накопительная часть трудовой пенсии с целью защиты ее от инфляции. УК «Лидер» управляет накопительной частью пенсии граждан.

Таблица 24. Объем средств пенсионных накоплений, находящихся в управлении ЗАО «Лидер», млн. рублей

На 01.01.2006	На 01.01.2007	На 01.01.2008	На 01.01.2009
140,5	185	214	169

Для управления пенсионными резервами характерна консервативная стратегия. Пенсионный фонд несет обязательства перед своими вкладчиками, поэтому важнейшими качествами для его инвестиционного портфеля являются низкий уровень риска и высокая ликвидность. Низкий уровень риска гарантирует сохранность вложенных средств, а высокая ликвидность позволяет отвечать по внезапно возникшим требованиям вкладчиков.

Данные требования относятся и к управлению средствами страховых компаний.

В рамках федерального закона устанавливается строго определенное число объектов инвестирования, в том числе:

- государственные ценные бумаги РФ;
- государственные ценные бумаги субъектов РФ;
- облигации российских эмитентов (за исключением государственных ценных бумаг);
- акции российских эмитентов, созданных в форме открытых акционерных обществ;
- паи (акции, доли) индексных инвестиционных фондов, размещающих средства в государственные ценные бумаги иностранных государств, облигации и акции иных иностранных эмитентов;
- ипотечные ценные бумаги;
- денежные средства в рублях на счетах в кредитных организациях;
- депозиты (в рублях) в кредитных организациях;
- иностранная валюта на счетах в кредитных организациях.

Не допускается размещение средств пенсионных накоплений в иные объекты инвестирования, прямо не предусмотренные Федеральным законом.²⁸

Управляющая компания «Лидер» управляет 4 открытыми и 2 закрытым паевыми инвестиционными фондами, паи которых могут приобретать как интституциональные, так и частные инвесторы.

В общей сложности на 31 декабря 2008 года под управлением Компании находится 241,08 млрд. руб.²⁹ Это сумма включает средства пенсионных фондов, страховых компаний, пенсионные накопления граждан и средства паевых инвестиционных фондов.

²⁸ Федеральный закон «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» № 111-ФЗ от 24.07.2002

²⁹ <http://leader-invest.ru/ruabout>

Таким образом, можно сделать вывод о том, что УК «Лидер» придерживается консервативной стратегии на рынке управления средствами пенсионных фондов и страховых компаний. Соответственно компания имеет большой опыт в использовании консервативных стратегий. Именно этот опыт может быть использован ею при управлении средствами паевых инвестиционных фондов.

3.2. Анализ линейки паевых инвестиционных фондов УК «Лидер» и результатов управления ими

По состоянию на 18 мая 2009 года управляющая компания «Лидер» управляет 4 открытыми и 2 закрытым паевыми инвестиционными фондами:

- ОПИФ акций «Газовая промышленность – Акции»;
- ОПИФ смешанных инвестиций «Народное достояние»;
- ОПИФ облигаций «Газовая промышленность – Облигации»;
- ОПИФ смешанных инвестиций «Страховые инвестиции»;
- ЗПИФ недвижимости «Балтика»;
- ЗПИФ венчурных инвестиций «Лидер – Инновации».

Далее рассмотрим подробнее результаты деятельности, стратегии и структуру портфелей паевых инвестиционных фондов из линейки фондов Управляющей компании «Лидер», относящихся к фондам открытого типа (поскольку в главе 2 анализ проводился именно по данным открытых фондов): ОПИФ акций «Газовая промышленность – Акции», ОПИФ облигаций «Газовая промышленность – Облигации», ОПИФ смешанных инвестиций «Народное достояние», ОПИФ смешанных инвестиций «Страховые инвестиции».

ОПИФ акций «Газовая промышленность - Акции»

Формирование фонда было закончено 30 декабря 2004 года. Стоимость чистых активов на момент формирования фонда составила 3 549 708,22 рублей. Стоимость инвестиционного пая на момент формирования фонда составила 4 984,1 рублей³⁰.

Данный фонд относится к категории фондов с агрессивной стратегией управления. Цель инвестиционной политики фонда – инвестирование средств в наиболее доходные акции с учетом возможного риска. Стоимость активов может существенно колебаться.

³⁰ <http://www.leader-invest.ru/rugeneralpif3>

Фонд имеет четко выраженную отраслевую направленность. Основные средства инвестируются в наиболее доходные акции предприятий нефтегазового комплекса, электроэнергетики, газодобывающих компаний, нефтедобывающих компаний, компаний, занимающихся промышленной переработкой и транспортировкой нефти и газа, промышленных и металлургических компаний.

Инвестиционная декларация фонда предполагает возможность инвестирования в облигации, что может быть актуально в периоды длительного падения рынка акций.

Таблица 25. Показатели доходности ОПИФ акций «Газовая промышленность – Акции» на 22 мая 2009 года.

Стоимость пая, руб.	Доходность инвестиционного пая, %		
	1 месяц	6 месяцев	1 год
6 073,99	15,33	28,69	-53,68

Наиболее доходный в данной категории фонд показал доходность -3,16%.

Структура инвестиционного портфеля фонда представлена в таблице. Средства фонда вложены в обыкновенные и привилегированные акции российских хозяйственных обществ топливно-энергетического и металлургического комплекса.

Таблица 26. Структура портфеля ОПИФ акций «Газовая промышленность – Акции» на 31.12.2008 г.

Актив	Сумма, тыс. руб.	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	953	2,03%
Обыкновенные акции открытых акционерных обществ, внесенные в котировальные списки	25 543	54,43%
Привилегированные акции, внесенные в котировальные списки	1 668	3,55%
Обыкновенные акции открытых акционерных обществ, не внесенные в котировальные списки	1 606	3,42%
Привилегированные акции, не внесенные в котировальные списки	265	0,56%
Дебиторская задолженность	16 890	35,99%

Сравним структуру портфелей «ЛУКОЙЛ Фонд Первый» (наиболее доходный фонд акций) и «Газовая промышленность – Акции».

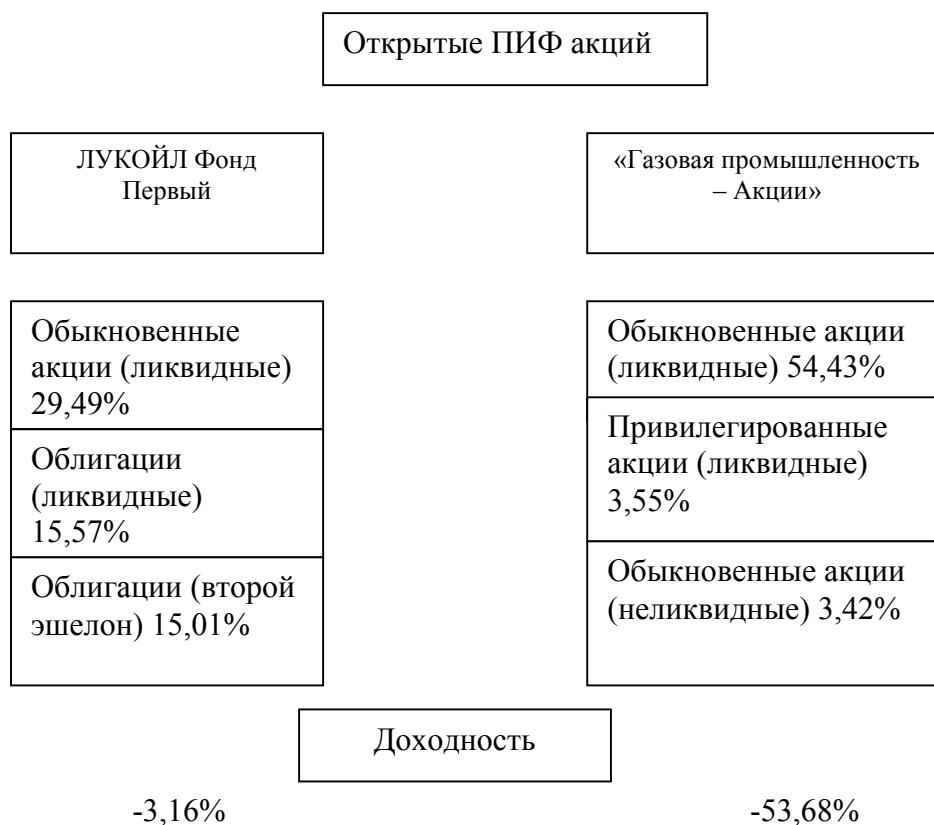


Рисунок 19. Сравнение структур портфелей «ЛУКОЙЛ Фонд Первый» (наиболее доходный фонд акций) и «Газовая промышленность – Акции».

Структура портфеля «Газовая промышленность – Акции» отличается отсутствием облигаций и слабой отраслевой диверсификацией акций, входящих в портфель.

ОПИФ облигаций «Газовая промышленность – Облигации»

Формирование фонда было завершено 30 декабря 2004 года. Стоимость чистых активов на момент формирования фонда составила 2 499 931,51 рублей. Стоимость инвестиционного пая на момент формирования фонда составила 4 993,02 рублей.

Фонд относится к категории фондов с консервативной стратегией и является наименее рисковым фондом в линейке Управляющей компании «Лидер».

Большая доля активов размещается в инструменты с фиксированной доходностью. С другой стороны, инвестиционной декларацией предусмотрено включение в портфель акций, что может быть актуально в периоды длительного роста рынка акций.

Таблица 27. Показатели доходности ОПИФ облигаций «Газовая промышленность – Облигации» на 22 мая 2009 года.

Стоимость пая, руб.	Доходность инвестиционного пая, %		
	1 месяц	6 месяцев	1 год
6 182,35	2,25	9,25	-7,16

Наиболее доходный в данной категории фонд показал доходность 9,38%.

Структура инвестиционного портфеля фонда представлена в таблице. Средства фонда вложены в государственные облигации субъектов РФ и корпоративные облигации.

Таблица 28. Структура портфеля ОПИФ облигаций «Газовая промышленность – Облигаций» на 31.12.2008 г.

Актив	Сумма, тыс. руб.	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	4 175	5,54%
Государственные бумаги субъектов РФ	2 141	2,84%
Корпоративные облигации, внесенные в котировальные списки	41 913	55,63%
Корпоративные облигации, не внесенные в котировальные списки	14 089	18,70%
Дебиторская задолженность	13 014	17,27%

Сравним структуру портфелей «БКС – Фонд Национальных Облигаций» (наиболее доходный фонд облигаций) и «Газовая промышленность – Облигации».

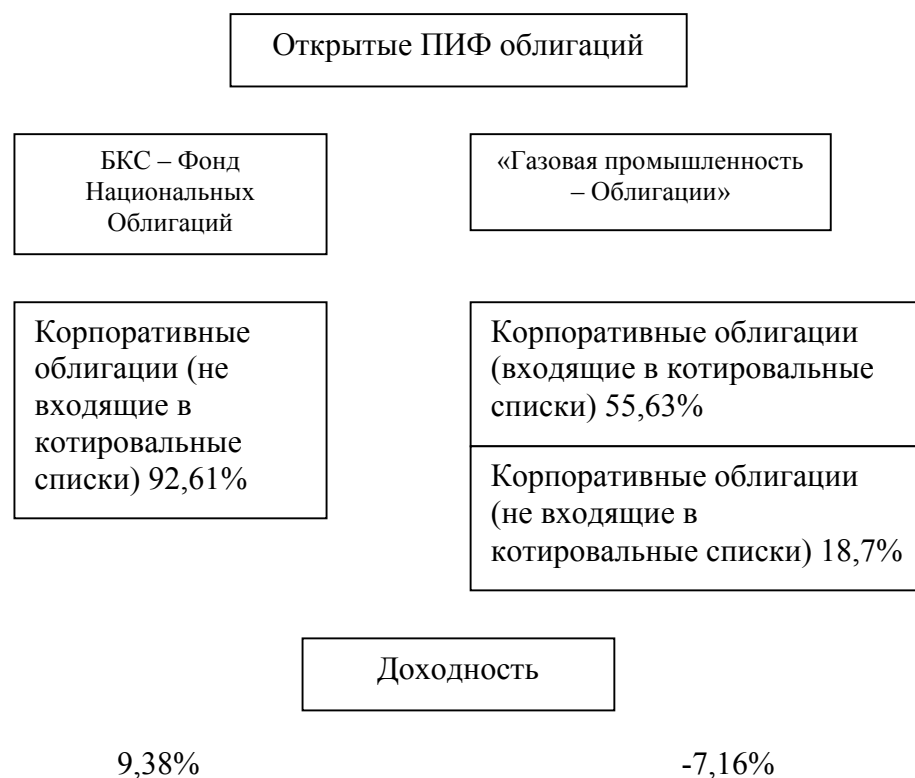


Рисунок 20. Сравнение структур портфелей «БКС – Фонд Национальных Облигаций» (наиболее доходный фонд облигаций) и «Газовая промышленность – Облигаций».

Структура портфеля «Газовая промышленность – Облигаций» лучше диверсифицирована по бумагам (кроме низколиквидных облигаций включены ликвидные облигации), но хуже диверсифицирована по отраслевому признаку.

ОПИФ смешанных инвестиций «Народное достояние»

Формирование фонда было завершено 30 декабря 2004 года. Стоимость чистых активов на момент формирования фонда составила 3 989 653,38. Стоимость инвестиционного пая на момент формирования фонда составила 4 987,07 рубля.

Данный фонд относится к категории фондов со сбалансированной стратегией. Управление фондом основано на балансе соотношения акций и облигаций в портфеле в зависимости от конъюнктуры рынка, позволяющем снизить риски от вложений на рынке акций путем вложения части своих активов в инструменты с фиксированной доходностью. В случае

неблагоприятной конъюнктуры рынка высокие риски от вложений в акции компенсируются прибылью от вложений в ценные бумаги с фиксированной доходностью.

Таблица 29. Показатели доходности ОПИФ смешанных инвестиций «Народное достояние» на 22 мая 2009 года.

Стоимость пая, руб.	Доходность инвестиционного пая, %		
	1 месяц	6 месяцев	1 год
5 718,23	1,37	11,06	-37,74

Наиболее доходный в данной категории фонд показал доходность 3,42%.

Структура инвестиционного портфеля фонда представлена в таблице.

Таблица 30. Структура портфеля ОПИФ смешанных инвестиций «Народное достояние» на 31.12.2008 г.

Актив	Сумма, тыс. руб.	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	1 589	4,95%
Государственные бумаги субъектов РФ	1 997	6,22%
Корпоративные облигации, внесенные в котировальные списки	15 699	48,89%
Обыкновенные акции открытых акционерных обществ, внесенные в котировальные списки	549	1,71%
Корпоративные облигации, не внесенные в котировальные списки	4 266	13,29%
Дебиторская задолженность	8 009	24,95%

ОПИФ смешанных инвестиций «Страховые инвестиции»

Формирование фонда было завершено 25 декабря 2006 года. На момент формирования фонда стоимость имущества фонда составила 200 млн. рублей. Стоимость инвестиционного пая на момент формирования фонда составила 99 790,87 рублей.

Данный фонд также относится к категории фондов со сбалансированной стратегией. Основу портфеля (более 50%) составляют государственные и корпоративные облигации. При благоприятной

конъюнктуре рынка акции. Входящие в состав портфеля, позволяют получить дополнительную прибыль.

Таблица 31. Показатели доходности ОПИФ смешанных инвестиций «Страховые инвестиции» на 22 мая 2009 года.

Стоимость пая, руб.	Доходность инвестиционного пая, %		
	1 месяц	6 месяцев	1 год
80 069,75	0,71	0,62	-24,12

Наиболее доходный в данной категории фонд показал доходность 3,42%.

Структура инвестиционного портфеля фонда представлена в таблице.

Таблица 32. Структура портфеля ОПИФ смешанных инвестиций «Страховые инвестиции» на 31.12.2008 г.

Актив	Сумма, тыс. руб.	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	974	0,16%
Государственные бумаги субъектов РФ, имеющие признаваемую котировку	14 395	2,38%
Корпоративные облигации, внесенные в котировальные списки	249 362	41,18%
Обыкновенные акции открытых акционерных обществ, внесенные в котировальные списки	3 604	0,60%
Государственные бумаги субъектов РФ, не имеющие признаваемую котировку	14 430	2,38%
Корпоративные облигации, не внесенные в котировальные списки	139 353	23,01%
Обыкновенные акции открытых акционерных обществ, не внесенные в котировальные списки	6 915	1,15%
Дебиторская задолженность	176 558	29,15%

Сравним структуру портфелей «ОСОБЫЙ» (наиболее доходный фонд смешанных инвестиций), «Народное достояние» и «Страховые инвестиции».

Открытые ПИФ смешанных инвестиций		
ОСОБЫЙ	Народное достояние	Страховые инвестиции
Корпоративные облигации (входящие в котировальные списки) 50,07%	Корпоративные облигации (входящие в котировальные списки) 48,89%	Корпоративные облигации (входящие в котировальные списки) 41,18%
Корпоративные облигации (входящие в котировальные списки) 35,78%	Корпоративные облигации (входящие в котировальные списки) 13,29%	Корпоративные облигации (входящие в котировальные списки) 23,01%
Доходность		
3,42%	-37,74%	-24,12%

Рисунок 21. Сравнение структур портфелей «ОСОБЫЙ» (наиболее доходный фонд смешанных инвестиций), «Народное достояние» и «Страховые инвестиции»

Структуры портфелей в целом похожи, разница в доходностях объясняется более или менее удачным выбором облигаций, входящих в портфель.

Показатели доходности показывают, что результаты деятельности паевых инвестиционных фондов Управляющей компании «Лидер» значительно уступают результатам деятельности паевых инвестиционных фондов – лидеров рынка, выявленных в разделе 2.2.

3.3. Рекомендации по оптимизации стратегий управления портфелями паевых инвестиционных фондов в условиях падающего рынка для УК «Лидер»

Как было отмечено в разделе 3.2. показатели доходности паевых инвестиционных фондов Управляющей компании «Лидер» уступают показателям фондов-лидеров рынка.

На падающем рынке все четыре рассмотренных открытых паевых инвестиционных фонда имели отрицательную доходность. Несмотря на то, что стратегия фонда облигаций является консервативной и направленной на достижение максимальной сохранности вложенного капитала, а стратегии фондов смешанных инвестиций, относящиеся к категории сбалансированных, предполагают встроенные механизмы защиты от падения рынка, данные стратегии показали свою низкую эффективность в условиях кризиса на российском фондовом рынке 2008 года.

Данная ситуация показала, что необходимо изменить и оптимизировать стратегии паевых инвестиционных фондов Управляющей компании «Лидер».

В рамках данной работы автором были предложены следующие рекомендации по оптимизации инвестиционных стратегий паевых инвестиционных фондов Управляющей компании «Лидер».

1. Увеличение количества паевых инвестиционных фондов и расширение их отраслевой структуры.

Как было сказано в разделе 3.1. Управляющая компания «Лидер» является одной из крупнейших управляющих компаний на рынке и занимает первое место по объему средств в управлении. Под ее управление находится всего шесть паевых инвестиционных фондов.

В то же время под управлением других крупных управляющих компаний находится по 10-25 фондов (см. таблицу 33).

Таблица 33. Количество паевых инвестиционных фондов под управлением различных управляющих компаний на 31.03.2009

Управляющая компания	Количество ПИФ в управлении
Тройка Диалог	18
УралСиб	12
ВТБ Управление активами	21
Альфа Капитал	20
УК Банка Москвы	14
Брокеркредитсервис	12

Также необходимо расширение отраслевой структуры фондов. Создание таких фондов как фонды денежного рынка, ипотечный, рентный фонды позволит лучше использовать возможности рынка для получения прибыли.

2. Уменьшение отраслевой специализации, создание паевых инвестиционных фондов, не обладающих отраслевой специализацией.

ОПИФ акций «Газовая промышленность – Акции» и ОПИФ облигаций «Газовая промышленность – Облигаций» обладают четко выраженной отраслевой направленностью инвестиций. Средства данных фондов вкладываются в ценные бумаги компаний нефтегазового комплекса, электроэнергетики, газодобывающих компаний, нефтедобывающих компаний, компаний, занимающихся промышленной переработкой и транспортировкой нефти и газа, промышленных и металлургических компаний.

Топливо-энергетическая отрасль имеет большую степень корреляции с рынком (бэта-коэффициент > 1). Это позволяет на растущем рынке получать прибыль, превосходящую среднюю доходность рынка, но на падающем рынке это способно привести к значительным потерям в стоимости портфеля.

Также отраслевая специализация означает снижение диверсификации вложений, что ведет в свою очередь к повышению риска портфеля ценных

бумаг и нарушению одного из принципов портфельного инвестирования (минимизации риска).

3. Проведение более тщательного анализа эмитентов.

Необходим более тщательный анализ эмитентов ценных бумаг, который позволит в будущем избежать дефолта по облигациям, входящим в состав активов паевых инвестиционных фондов.

4. Необходимо рассмотреть возможность включения в портфель активов, номинированных в иностранной валюте, а также вложения денежных средств в иностранную валюту с целью получения дополнительного дохода от колебаний валютных курсов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В ходе данной работы автором были рассмотрены теоретические и практические аспекты управления портфелем ценных бумаг на падающем рынке и разработаны практические рекомендации по выбору эффективной стратегии управления.

Поставленные во введении задачи были достигнуты, в том числе:

1) были выделены принципы и подходы к управлению портфелем ценных бумаг в современной теории портфельного инвестирования;

2) было изучено состояние падающего рынка как совокупность внешних условий управления портфелем ценных бумаг;

3) были исследованы стратегические и тактические приемы управления портфелем ценных бумаг в условиях падающего рынка;

4) были проанализированы распространенные стратегии инвестирования на российском рынке ценных бумаг, востребованных в условиях финансового кризиса, оценена их эффективность;

5) были проанализированы предпочтения инвесторов в области доверительного управления;

6) были проанализированы распространенные стратегии инвестирования на российском рынке ценных бумаг, востребованные в условиях финансового кризиса, оценена их эффективность;

7) были разработаны рекомендации по оптимизации стратегий управления портфелем ценных бумаг в условиях падающего рынка для УК «Лидер», в том числе:

- описана деятельность УК «Лидер», место на рынке услуги доверительного управления;

- проанализирована линейка паевых инвестиционных фондов УК «Лидер».

В ходе исследования были сформулированы следующие выводы:

- внешние условия влияют на выбор активного или пассивного управления, на интересы инвесторов и горизонт инвестирования, ярким примером согласованного действия внешних условий выступает ситуация финансового кризиса;

- на падающем рынке большинство инвесторов становятся консервативными; небольшая часть инвесторов, в основном крупные инвесторы, принимают на себя крупные риски в попытках получить положительный финансовый результат и используют рискованные спекулятивные операции; количество умеренных инвесторов резко уменьшается;

- в условиях кризиса интересы инвесторов направлены на занятие выжидательной позиции относительно силы и глубины кризиса, преобладает краткосрочный горизонт инвестирования;

- чувствительные к риску инвесторы занимают долгосрочные позиции на менее рискованных смежных рынках (товарном, недвижимости, депозитов);

- в период падающего рынка проявляется тенденция использовать следующие элементы стратегий управления портфелем ценных бумаг:

1. увеличение срока инвестиций, сокращение количества фондов открытого и интервального типа при увеличении количества фондов закрытого типа;

2. изменение предпочтений инвесторов от более рискованных объектов инвестирования (фонды акций и смешанных инвестиций) в сторону менее рискованных (фонды облигаций и денежного рынка);

3. уход инвесторов на смежные рынки (рынок недвижимости).

Эти выводы послужили базой для разработки были разработаны рекомендации по оптимизации стратегий управления портфелем ценных бумаг в условиях падающего рынка для УК «Лидер». Данные рекомендации получили высокую оценку при обсуждении результатов прохождения производственной практики в УК «Лидер».

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Нормативные документы

1. Федеральный закон РФ «О рынке ценных бумаг» от 11 апреля 1996 года № 39-ФЗ (в ред. Федеральных законов № 74-ФЗ от 28.04.2009).
2. Федеральный закон РФ «Об инвестиционных фондах» от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ
3. Федеральный закон «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» № 111-ФЗ от 24 июля 2002 г.
4. Приказ ФСФР «Об утверждении положения о составе и структуре активов акционерных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» от 8 февраля 2007 г. № 07-13/пз-н
5. Приказ ФСФР «Об утверждении положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами» № 08-12/пз-н от 18 марта 2008 г.

Монографии, учебники и диссертации

1. Барбаумов В.Е. и др. Финансовые инвестиции: Учебник / Е.Е. Барбаумов, И.М. Гладких, А.С. Чуйко. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 544 с.
2. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. Учебное пособие. – М.: Научно-техническое общество им. Академика С.И. Вавилова, 2002. -352 с.
3. Буренин А.Н. Управление портфелем ценных бумаг / А.Н. Буренин. – М., Научно-техническое общество имени академика С.И. Вавилова, 2007. 440 с.
4. Буренин А.Н. Форварды, фьючерсы, опционы, экзотические и погодные производные – М.: Научно-техническое общество им. Академика С.И. Вавилова, 2005. – 540 с.
5. Д.Н. Ушаков. Толковый словарь современного русского языка / Ушаков Д.Н. – Альта-Принт, 2005. – 1216 с.

6. Евстигнеев В.Р. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. – М.: Эдиториал УРСС, 2002. 304 с.
7. Инвестиции / д.э.н. В.В. Ковалева – М.: ПРОСПЕКТ, 2003. - 512 с.
8. Инвестиции: учебник / кол. авторов; под ред. Г.П. Подшиваленко. – М.: КНОРУС, 2008. – 200 с.
9. Касимов Ю.Ф. Введение в теорию оптимального портфеля ценных бумаг / Ю.Ф. Касимов – М.: «Анкил», 2005. – 144 с.
10. Миркин Я.М. Национальный доклад: Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия. М.: Финакадемия, 2008. – 140 с.
11. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – 533 с.
12. Николаев И.А. Марченко Т.Е. Аналитический доклад «Фондовые рынки: пределы роста и глубина падения», Москва, октябрь 2008
13. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 928 с.
14. Рынок ценных бумаг: Учебник. / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2004. - 384 с.
15. Семенкова Е.В. «Операции с ценными бумагами» / Е.В. Семенкова. - М: «Перспектива», 1997. – 328 с.
16. Борисов А.Б. Большой экономический словарь. — М.: Книжный мир, 2003. – 846 с.
17. Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Под общей ред. Грязновой А.Г., М.: «Финансы и статистика», 2004 г. – 1168 с.
18. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2001. – XII. – 1028 с.
19. Ширяев В.И. Модели финансовых рынков. Оптимальные портфели, управление финансами и рисками: Учебное пособие. – М.: КомКнига, 2007. – 216 с.

Статьи периодических изданий

1. Ельник И. Активный и пассивный инвестиционный менеджмент // Стокгольм - 2004 - №3
2. Кокшаров А. ПИФ против стратегии «кипи и держи» // РЦБ – 2004 - №16 (271) - с. 37-39
3. Минькина П. Практика использования опционов в управлении инвестиционными фондами // РЦБ – 2008 - № 7 – с. 54-56
4. Секретарева О. ЗПИФЫ — антикризисные стратегии // РЦБ – 2009 - № 7-8 – с. 41-44
5. Эскиндаров М.А. Миркин Я.М. Сценарии кризиса в России и политика противодействия // Российская газета - № 4610 от 13 марта 2008 г.

Зарубежные источники

1. Markowitz, H. M. (1952), “Portfolio selection”, The Journal of Finance, March.
2. Markowitz, H. M. (1956), “The optimization of a quadratic function subject to linear constraints”, Naval Research Logistics Quarterly, 3.

Интернет

1. Finam.ru
2. <http://pif.investfunds.ru/> Все о ПИФ и управляющих компаниях
3. Investfunds.ru Все о рынке акций, ПИФ, ОФБУ
4. Система комплексного раскрытия информации и новостей (СКРИН) (www.skrin.ru)

Официальные сайты управляющих компаний:

5. Альфа Капитал <http://www.alfacapital.ru/>
6. Базис-Инвест <http://www.bazisinvest.ru/>
7. Брокеркредитсервис <http://www.bcs.ru/am/>
8. Ингосстрах – Инвестиции <http://www.ingosinvest.ru/>

9. Лидер <http://www.leader-invest.ru/>
10. Открытие <http://www.open-am.ru/>
11. Паллада Эссет Менеджмент <http://www.pallada.ru/>
12. Регион Эссет Менеджмент <http://www.region.ru/AssetsManagement/>
13. РН – траст <http://www.rntrust.ru/>
14. УК Банка Москвы <http://www.bm-am.ru/>
15. УНИВЕР Менеджмент <http://www.univer.ru/>
16. УралСиб <http://www.management.uralsib.ru/index.wbp>
17. Финам Менеджмент <http://www.fdu.ru/>

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1. Состав и структура портфелей паевых инвестиционных фондов¹.

Управляющая компания	Базис-Инвест	
Название фонда	ОПИФ акций "ГЛОБЭКС - Фонд акций"	
Дата	30.09.2008	
Актив	Сумма, тыс. руб.	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	120,09	0,39%
Обыкновенные акции, внесенные в котировальные списки	29 098,36	94,25%
"Внешторгбанк" (ОАО)	1 115,50	3,61%
"ГМК "Норильский никель" (ОАО)	2 951,15	9,56%
"Газпром нефть" ОАО	639,90	2,07%
"Газпром" (ОАО)	3 908,74	12,66%
"ЛУКОЙЛ НК" (ОАО)	4 055,86	13,14%
"Полюс Золото" ОАО	560,85	1,82%
"Роснефть НК" ОАО	4 010,64	12,99%
"РусГидро" (ОАО)	1 066,80	3,46%
"Сбергательный банк РФ" ОАО	3 315,20	10,74%
"Северсталь" ОАО	1 216,22	3,94%
"Сургутнефтегаз" ОАО	2 898,72	9,39%
"Татнефть" ОАО	804,42	2,61%
"Уралкалий" ОАО	648,95	2,10%
Привилегированные акции, внесенные в котировальные списки	1 011,42	3,28%
"Транснефть" ОАО	1 011,42	3,28%
Дебиторская задолженность (средства, переданные профессиональным участникам рынка ценных бумаг)	1 655,75	5,36%

¹ Итоги могут не совпадать и сумма долей может быть отличной от 100% из-за округлений при расчетах.

Управляющая компания	ЗАО "РЕГИОН Эссет Менеджмент"	
Название фонда	ОПИФ акций "РЕГИОН Фонд Акции"	
Дата	30.09.2008	
Актив	Сумма, тыс. руб.	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	4	0,01%
Корпоративные облигации, внесенные в котировальные списки	8 027	12,43%
Амурметалл	919	1,42%
ООО ЮТэйр-Финанс	2 889	4,48%
ООО "ТехноНИКОЛЬ-Финанс"	1 099	1,70%
ООО ЮТэйр-Финанс	446	0,69%
ОАО АКБ Связь-банк	1 898	2,94%
ОАО "АИКБ "Татфондбанк"	777	1,20%
Корпоративные облигации, не внесенные в котировальные списки	2 832	4,39%
ООО "ГАЗЭКС-Финанс"	2 832	4,39%
Обыкновенные акции, внесенные в котировальные списки	53 081	82,22%
ОАО "Магнитогорский металлургический комбинат"	1 511	2,34%
ОАО "Уралсвязьинформ"	3 492	5,41%
ОАО "Газпром"	8 771	13,59%
ОАО "Горно-металлургическая компания "Норильский никель"	8 526	13,21%
ОАО "Нефтяная компания "Роснефть"	8 356	12,94%
ОАО "Нефтяная компания ЛУКОЙЛ"	8 981	13,91%
ОАО "Северсталь"	4 865	7,54%
ОАО "Татнефть"	8 580	13,29%
Дебиторская задолженность	613	0,95%

Управляющая компания	УралСиб	
Название фонда	ОПИФ акций "ЛУКОЙЛ Фонд Первый"	
Дата	30.09.2008	
Актив	Сумма, тыс. руб.	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	9 650,94	0,16%
Корпоративные облигации, внесенные в котировальные списки	941 778,21	15,57%
ООО "Адамант-Финанс", 02	177 208,55	2,93%
ОАО "АФК "Система", 01	49 345,00	0,82%
ОАО "Банк ЗЕНИТ", 02	38 198,52	0,63%
ООО "Лизинговая компания УралСиб", 02	381 151,52	6,30%
ОАО "ОГК-5", 01	2 928,60	0,05%
ОАО "РЖД", 08	46 938,12	0,78%
ОАО "ТГК-10", 02	88 477,88	1,46%
ОАО "ТД "КОПЕЙКА", 02	81 187,92	1,34%
ОАО "Южная телекоммуникационная компания", 05	76 342,10	1,26%
Корпоративные облигации, не внесенные в котировальные списки	908 608,02	15,01%
ОАО "Банк ВТБ", 05	98 590,00	1,63%
ОАО "Банк ВТБ", 06	96 500,00	1,60%
ОАО "Банк ВТБ", 04	29 574,00	49,00%
ООО "ВТБ-Лизинг Финанс", 01	34 870,50	0,58%
ООО "ВымпелКом-Инвест", 01	218 758,35	3,62%
ЗАО "Желдорипотека", 02	229 050,00	3,79%
ООО "Русфинанс Банк", 04	103 511,50	1,71%
ОАО "ТГК-1", 01	48 108	0,80%
ОАО "Уралсвязьинформ", 07	20 336	0,34%
ООО "Русфинанс Банк", 03	29 310	0,48%
Обыкновенные акции, внесенные в котировальные списки	1 784 057,19	29,49%
ОАО "АКРОН"	8 388,54	0,14%
ОАО "Белон"	48 451,75	0,80%
ОАО "Газпром"	492 813,69	8,15%
ОАО "Газпром нефть"	88 753,49	1,47%
ОАО "Группа Разгуляй"	82 669,79	1,37%
ОАО "НК ЛУКОЙЛ"	159 337,20	2,63%
ОАО "Новатэк"	152 030,60	2,51%
ОАО НЛМК"	96 013,59	1,59%
ОАО "ГМК "Норильский никель"	4 243,12	0,07%
ОАО "Распадская"	266,85	0,00%
ОАО "Нефтяная компания "Роснефть"	335 961,45	5,55%
ОАО "Северсталь"	74 567,49	1,23%
ОАО "Сибирьтелеком"	0,73	0,00%
ОАО "Соллерс"	37 217,59	0,62%
ОАО "Сургутнефтегаз"	109 600,17	1,81%
ОАО "Татнефть"	93 741,12	1,55%
ОАО "Уралсвязьинформ"	0,02	0,00%

Обыкновенные акции, не внесенные в котировальные списки	74 333,76	1,23%
ОАО "Группа Разгуляй"	47 100,00	0,78%
ОАО "Дальсвязь"	2 015,25	0,03%
ОАО "Казанский оргсинтез"	10 884,10	0,18%
ОАО "Уфанефтехим"	14 334,40	0,24%
Привилегированные акции, внесенные в котировальные списки	66 692,07	1,10%
ОАО "Северо-Западный Телеком"	9,52	0,00%
ОАО "Сургутнефтегаз"	2 452,28	0,04%
ОАО "Татнефть"	64 230,25	1,06%
ОАО "Уралсвязьинформ"	0,02	0,00%
Дебиторская задолженность	2 231 456,56	36,89%

Управляющая компания	Брокеркредитсервис
Название фонда	ОПИФ облигаций "БКС – Фонд Национальных Облигаций"
Дата	30.06.2008
Актив	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	7,39%
Облигации российских хозяйственных обществ	92,61%
ОАО «Сахатранснефтегаз»	14,63%
ООО «Мосмарт Финанс»	14,26%
ООО «Моссельпром Финанс»	13,81%
ОАО «Новосибирский оловянный комбинат»	13,49%
ФГПУ «ПО УОМЗ»	5,75%
ООО «Виктория-Финанс»	5,68%
ОАО «ЛОМО»	5,60%
ЗАО «ГОТЭК»	5,03%
ООО «Лизинговая компания УРАЛСИБ»	4,99%
ОАО КБ «Солидарность»	3,36%
ОАО «Компания «Усть-Луга»»	3,17%
ООО «Лаверна»	2,25%
ООО «Мособлгаз-финанс»	0,59%

Управляющая компания	ОТКРЫТИЕ	
Название фонда	ОПИФ облигаций "ОТКРЫТИЕ - Облигации"	
Дата	30.09.2008	
Актив	Сумма, тыс. руб.	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	296	0,09%
Облигации российских хозяйственных обществ, внесенные в котировальные списки	135 675	41,16%
"Агентство по ипотечному жилищному кредитованию" (ОАО)	880	0,27%
АИЖК	12 645	3,84%
"Факторинговая компания "Еврокоммерц", ЗАО	19 578	5,94%
"Мастер-Банк" ОАО	19 890	6,03%
"Ресторанная Объединенная Сеть и Новейшие Технологии Евроамериканского Развития РЕСТОРАНТС"	10 149	3,08%
Акционерный коммерческий банк содействия коммерции и бизнесу" ОАО	11 158	3,38%
"Судостроительный банк" (ООО)	11 171	3,39%
"ТГК-10" ОАО	316	0,10%
ТД "Копейка"	4 455	1,35%
"Трансаэро-Финансы " ООО	16 641	5,05%
ООО «ХКФ Банк»	9 258	2,81%
"ХКФ Банк"ООО	2 472	0,75%
«Ютэйр-Финанс» (ООО)	16 691	5,06%
"Юнимилк Финанс" ООО	370	0,11%
Облигации российских хозяйственных обществ, не внесенные в котировальные списки	180 346	54,71%
ВТБ (ОАО)	2 895	0,88%
"Искитимцемент" ОАО	1 240	0,38%
Коммерческий банк "КЕДР" ЗАО	4 890	1,48%
"Метрострой Инвест", ООО	9 955	3,02%
Миракс Групп	1 482	0,45%
"МОСМАРТ ФИНАНС"	43 891	13,31%
Моссельпром Финанс	848	0,26%
Коммерческий банк "Ренессанс Капитал", ООО	18 899	5,73%
"Банк Русский Стандарт" ЗАО	13 389	4,06%
Акционерный инвестиционный коммерческий банк "Татфондбанк", ОАО	9 693	2,94%
"ЮниТайл", ООО	12 740	3,86%
"Виктория-Финанс" ООО	12 387	3,76%
"Талосто-Финанс" ООО	3 858	1,17%
"УРСА Банк", ОАО	646	0,20%
"Агропромышленная компания "Аркада", ООО	8 847	2,68%
Далур-Финанс ООО,	9 896	3,00%
"СИК "Девелопмент-Юг", ООО	9 870	2,99%
РВК-Финанс	5 981	1,81%
"РЖД" ОАО	1 980	0,60%
Коммерческий банк "Ренессанс Капитал", ООО	933	0,28%
"Сэтл Групп" ООО	6 025	1,83%

Государственные ценные бумаги субъектов РФ	721	0,22%
Администрация Воронежской области	31	0,01%
Правительство Ленинградской области	690	0,21%
Дебиторская задолженность	12 608	3,82%

Дата	30.09.2008	
Актив	Сумма, тыс. руб.	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	1 205	4,36%
Облигации российских хозяйственных обществ, внесенные в котировальные списки	14 021	50,71%
ФСК ЕЭС-03	1 081,92	3,91%
ООО "ХКФ Банк"	1 987,80	7,19%
КМБ-Банк	2 161,50	7,82%
Банк ЗЕНИТ (ОАО)	1 002,10	3,62%
ОАО СИТРОНИКС	1 205,55	4,36%
ОАО "СКБ-банк"	994,50	3,60%
ОАО АКБ СОЮЗ	488,82	1,77%
Мастер-Банк" (ОАО)	994,50	3,60%
КБ "Восточный" (ОАО)	970,60	3,51%
"Факторинговая компания "Еврокоммерц" ЗАО	1 581,35	5,72%
Банк НФК (ЗАО)	601,44	2,18%
"Лизинговая компания УРАЛСИБ" ООО	950,50	3,44%
Облигации российских хозяйственных обществ, не внесенные в котировальные списки	10 280	37,18%
ОАО "Россельхозбанк"	1 996,60	7,22%
ООО "ВТБ-Лизинг Финанс"	1 992,60	7,21%
АКБ "Связь-Банк" (ОАО)	527,92	1,91%
ОАО АКБ "МБРР"	1 388,31	5,02%
ЗАО "Банк Русский Стандарт"	495,86	1,79%
Виктория Финанс	728,83	2,64%
КБ "Юниаструм банк" ООО	986,70	3,57%
"Коммерческий банк "Ренессанс Капитал"	1 119,96	4,05%
ООО "Санвэй-Груп"	1 043,39	3,77%
Дебиторская задолженность	2 141	7,75%

Управляющая компания	РН-траст	
Название фонда	ОПИФ смешанных инвестиций "ОСОБЫЙ"	
Дата	30.09.2008	
Актив	Сумма, тыс. руб.	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	293	1,13%
Корпоративные облигации, внесенные в котировальные списки	13 035	50,07%
Зенит (ОАО) обл.03	1 904	7,31%
ОГК-5(ОАО) обл.	1 465	5,63%
ОГК-6	3 495	13,42%
Сахатранснефтегаз (ОАО) обл.01	3 492	13,41%
СИТРОНИКС ОАО 01 обл	2 679	10,29%
Обыкновенные акции, внесенные в котировальные списки	2 135	8,20%
ОАО "Газпром нефть"	213	0,82%
ОАО "Нефтяная компания "Роснефть"	1 922	7,38%
Облигации российских хозяйственных обществ, не внесенные в котировальные списки	9 316	35,78%
АИЖК Кемерово (ОАО)	2 694	10,35%
ЕЭСК (ОАО)	2 936	11,28%
ТГК-8	3 686	14,16%
Дебиторская задолженность	1 255	4,82%

Управляющая компания	УНИВЕР Менеджмент	
Название фонда	ОПИФ смешанных инвестиций "УНИВЕР - фонд смешанных инвестиций"	
Дата	30.09.2008	
Актив	Сумма, тыс. руб.	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	66,31	0,14%
Корпоративные облигации, внесенные в котировальные списки	13 835,03	28,91%
ЗАО "Группа Джей Эф Си"	1 961,40	4,10%
ООО "Курганмашзавод-Финанс"	5 928,60	12,39%
ООО "Паркет-Холл-Сервис"	5 945,03	12,42%
Корпоративные облигации, не внесенные в котировальные списки	17 402,30	36,37%
ОАО Банк ВТБ	4 928,01	0,10
ООО "Дымовское колбасное производство"	1 481,70	0,03
ООО "МиГ-Финанс"	5 932,59	0,12
ОАО "Руснефть"	5 060,00	0,11
Обыкновенные акции, внесенные в котировальные списки	6 357,42	13,29%
ОАО АФК "Система"	320,40	0,67%
ООО "Акрон"	214,37	0,45%

ОАО "Аэрофлот"	414,47	0,87%
Банк "Возрождение" (ОАО)	355,28	0,74%
ОАО "Банк ВТБ"	242,50	0,51%
ОАО "Газпром нефть"	106,65	0,22%
ОАО "ГидроОГК"	228,60	0,48%
ОАО "ДИКСИ ГРУПП"	98,25	0,21%
ОАО "Лукойл"	1 448,52	3,03%
ОАО "Магнит"	250,68	0,52%
ОАО "ММК"	251,77	0,53%
ОАО "Мобильные ТелеСистемы"	141,82	0,30%
ОАО «МОЭСК»	188,91	0,39%
ОАО "Новолипецкий металлургический комбинат"	96,76	0,20%
ОАО "ОГК-5"	0,13	0,00%
ОАО "Полюс Золото"	200,30	0,42%
ОАО "Группа "Разгуляй"	188,29	0,39%
Сбербанк РФ	828,80	1,73%
ОАО "Северо-Западный Телеком"	211,49	0,44%
ОАО "Северсталь-авто"	301,30	0,63%
ОАО "Татнефть"	268,14	0,56%
ОАО "ТГК-5"	0,00	0,00%
Обыкновенные акции, не внесенные в котировальные списки	2 697,25	5,64%
ОАО "Мечел"	474,84	0,99%
ОАО "ПАВА"	2 222,42	4,64%
Обыкновенные акции акционерных инвестиционных фондов	2 537,75	5,30%
ОАО "Белон"	222,94	0,47%
ОАО "Верофарм"	245,88	0,51%
ОАО "Газпром"	953,35	1,99%
ОАО "Дорогобуж"	300,12	0,63%
ОАО "Сургутнефтегаз"	527,04	1,10%
ОАО "Уралкалий"	288,42	0,60%
Привилегированные акции, внесенные в котировальные списки	997,66	2,09%
Сбербанк РФ	239,10	0,50%
ОАО "Транснефть"	758,56	1,59%
Привилегированные акции, не внесенные в котировальные списки	761,96	1,59%
ОАО "Сургутнефтегаз"	504,98	1,06%
ОАО "Дорогобуж"	256,98	0,54%
Дебиторская задолженность	3 192,85	6,67%

Управляющая компания	Паллада Эссет Менеджмент	
Название фонда	ОПИФ смешанных инвестиций "Паллада - фонд смешанных инвестиций"	
Дата	30.09.2008	
Актив	Сумма, тыс. руб.	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	861,58	2,000%
Корпоративные облигации, внесенные в котировальные списки	2 426,25	5,630%
ПТПА-Финанс	2 426,25	5,630%
Корпоративные облигации, не внесенные в котировальные списки	8 297,05	19,260%
Никосхим-Инвест	3 254,65	7,560%
НПО Сатурн	3 563,40	8,270%
Новосибирский оловянный комбинат	1 479,00	3,430%
Обыкновенные акции, внесенные в котировальные списки	14 643,37	34,000%
ВТБ Банк	388,00	0,900%
ГМК Норильский Никель	2 836,40	6,590%
МТС	1 887,86	4,380%
НК ЛУКОЙЛ	2 142,36	4,970%
Новатэк	1 709,62	3,970%
Роснефть НК	1 002,66	0,023%
Сбербанк03	1 906,24	0,044%
Сибирьтелеком	243,25	0,560%
Сургутнефтегаз	1 454,63	3,380%
Татнефть	488,37	1,130%
ТКГ-5	583,98	1,360%
Обыкновенные акции, не внесенные в котировальные списки	217,76	0,005%
Якутскэнерго	217,76	0,005%
Обыкновенные акции акционерных инвестиционных фондов	2 537,75	5,304%
ОАО "Белон"	222,94	0,466%
ОАО "Верофарм"	245,88	0,514%
ОАО "Газпром"	953,35	1,992%
ОАО "Дорогобуж"	300,12	0,627%
ОАО "Сургутнефтегаз"	527,04	1,101%
ОАО "Уралкалий"	288,42	0,603%
Привилегированные акции, внесенные в котировальные списки	2 515,32	5,840%
Сургутнефтегаз	2 515,32	5,840%
Привилегированные акции, не внесенные в котировальные списки	470,38	1,090%
Сибирьтелеком	470,38	1,090%
Дебиторская задолженность	13 633,86	31,660%

Управляющая компания	УК Банка Москвы	
Название фонда	ОПИФ денежного рынка "Рублевка - фонд денежного рынка"	
Дата	30.09.2008	
Актив	Сумма, тыс. руб.	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	68 028,23	23,53%
Денежные средства в банковских вкладах, в рублях	100 000,00	34,58%
Государственные ценные бумаги субъектов РФ	60 077,38	20,77%
Мос. обл. 4в	7 985,44	2,76%
ЯрОбл-07	5 510,40	1,91%
ЯрОбл-06	5 228,63	1,81%
Чувашия-04	11 250,00	3,89%
ВоронежОб2	5 087,00	1,76%
Томск. об-3	10 572,41	3,66%
Карелия 2	14 443,50	4,99%
Муниципальные облигации	27 859,39	9,63%
Казань, 06	7 664,43	2,65%
Новсиб 4об	16 230,62	5,61%
УФА-2006	3 964,34	1,37%
Корпоративные облигации, внесенные в котировальные списки	13 660,99	4,72%
ЦентрТел-4	3 281,26	1,13%
КОКС 01	1 451,25	0,50%
ТГК-4	3 559,08	1,23%
Итера Финанс-1	2 878,56	1,00%
ДГК-01	2 490,84	0,86%
Корпоративные облигации, не внесенные в котировальные списки	14 253,68	4,92%
Трансмаш-02	2 939,40	0,01%
СевКаб об 04	1 878,00	0,01%
Метрострой	2 986,50	0,01%
Белон 02	2 648,48	0,01%
ОГК-2	2 604,90	0,01%
Лебеднск-2	1 196,40	0,41%
Дебиторская задолженность	5 298,39	1,83%

Управляющая компания	Ингосстрах-Инвестиции	
Название фонда	ОПИФ денежного рынка "Ингосстрах денежный рынок"	
Дата	30.09.2008	
Актив	Сумма, тыс. руб.	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	1 372	9,19%
Денежные средства в банковских вкладах, в рублях	11 100	74,36%
Государственные ценные бумаги субъектов РФ	642	4,30%
Воронежская область (Администрация)	203	1,36%
Московская область (Правительство)	438	2,94%
Корпоративные облигации, внесенные в котировальные списки	600	4,02%
"Авиакомпания "Сибирь" ОАО	190	1,27%
"Сорус Капитал", ООО	145	0,97%
"Территориальная генерирующая компания №10" ОАО	68	0,45%
"ЮТэйр-Финанс" ООО	197	1,32%
Корпоративные облигации, не внесенные в котировальные списки	551	3,69%
4-02-36153-R, "Автомир-Финанс" ООО	197	1,32%
4-01-36108-R, "Моссельпром Финанс" ООО	170	1,14%
4-01-06757-A, "Полипласт" ОАО	184	1,23%
Дебиторская задолженность	663	4,44%

Управляющая компания	Финам Менеджмент	
Название фонда	ОПИФ денежного рынка "Финам Депозитный"	
Дата	30.09.2008	
Актив	Сумма, тыс. руб.	Доля от общей стоимости активов, %
Денежные средства на банковских счетах, в рублях	240,15	4,89%
Денежные средства в банковских вкладах, в рублях	3 080,60	62,70%
Дебиторская задолженность	1 592,24	32,41%