

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего
профессионального образования

«Финансовый Университет при Правительстве Российской Федерации»

Факультет «Финансы и кредит»

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»

проф. Рубцов Б.Б.

«__» _____ 2012

Выпускная квалификационная работа

Вороновой Юлии Владимировны

на тему:

**«Организация деятельности паевых инвестиционных фондов и проблемы
их развития»**

Специальность «Финансы и кредит»

Специализация «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

Научный руководитель:

Доцент кафедры «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»,

к.э.н. Андрианова Л.Н.

Москва – 2012

Содержание

Введение.....	3
Глава 1. Организационные и правовые аспекты деятельности паевых инвестиционных фондов	6
1.1. Характеристика паевого инвестиционного фонда как коллективного инвестора.....	6
1.2. Организация деятельности паевого инвестиционного фонда.....	15
1.3. Раскрытие информации и аудит паевых инвестиционных фондов.....	27
Глава 2. Система управления рисками паевого инвестиционного фонда.....	35
2.1. Риски инвестора паевых инвестиционных фондов	35
2.2. Управление рисками в деятельности управляющей компании.....	47
Глава 3. Проблемы развития паевых инвестиционных фондов.....	54
3.1. Проблемы развития паевых инвестиционных фондов на разных этапах	54
3.2. Проблемы налогообложения в сфере паевых инвестиционных фондов.....	67
3.3. Практические проблемы развития паевых инвестиционных фондов	74
Заключение	81
Список использованной литературы.....	84
Приложения	92

Введение

Фондовый рынок является для России относительно новой системой аккумуляции денежных средств, пришедшей на смену механизму распределительных отношений. Складываются традиции, развиваются финансовые инструменты, а участие населения в процессе формирования и развития фондового рынка минимально ввиду финансовой малограмотности.

Процесс неустойчивости фондового рынка приводит к нестабильности социально-экономического состояния национальной экономики, когда большинство крупных инвесторов не стремятся вкладывать деньги в реальную экономику. А именно сбережения частных инвесторов и домохозяйств, которые образуют основной объем ссудного капитала, являются катализатором развития фондового рынка в рыночной экономике. Поэтому особенно важным является процесс грамотного аккумуляции денежных ресурсов и их последующее инвестирование. Такой механизм заложен в институт паевых инвестиционных фондов, существующих в России практически пятнадцать лет. Паевые инвестиционные фонды являются аккумулятором сбережений частных инвесторов, выполняют незаменимую роль двигателя инвестиционного процесса, способствуют установлению экономического равновесия.

Теоретическим и практическим проблемам развития паевых инвестиционных фондов, организации их деятельности в специальной литературе уделяется достаточно большое внимание.

Над проблемами функционирования паевых инвестиционных фондов работают такие российские исследователи, как А.Е.Абрамов, В.Д. Миловидов, М.Капитан, И.В. Хромушин. Среди представителей зарубежной экономической

школы, занимающихся исследованиями этих институтов, можно назвать Ральфа Дж.Нортон, Петера Штольте, Джона Богла.

Целью и задачами дипломного исследования является углубленное изучение основ функционирования паевых инвестиционных фондов, а также исследование современных проблем развития данного финансового института. В данной дипломной работе решались следующие задачи:

- определение специфики институтов коллективного инвестирования, уточнение классификации паевых инвестиционных фондов;
- выделение основных аспектов функционирования фондов;
- систематизация и уточнение классификации рисков паевых инвестиционных фондов, а так же способов управления ими;
- исследование проблем развития паевых инвестиционных фондов.

Объектом дипломного исследования является паевой инвестиционный фонд как институт российского фондового рынка.

Предметом дипломного исследования выступает организация деятельности паевых инвестиционных фондов и проблемы их развития.

При написании работы автором применялись общенаучные методы познания: методы анализа и синтеза, диалектический метод, а также статистические методы обработки информации. Для решения поставленных задач широко использовались индуктивный и дедуктивный методы, а также метод сравнительного анализа.

Информационной базой для дипломного исследования послужили законодательные акты Российской Федерации, нормативные акты Федеральной службы по финансовым рынкам, а так же статистические и аналитические материалы Федеральной службы государственной статистики, Центрального банка РФ, документы Национальной лиги управляющих, НАУФОР. Кроме вышеперечисленных источников в работе использовались экспертные оценки и расчеты практических исследователей и институциональных инвесторов,

публикации в средствах массовой информации российских и зарубежных ученых-экономистов, учебные и справочные пособия, материалы Интернет-ресурсов.

Структура дипломного исследования определяется логикой темы и состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников и приложений.

Глава 1. Организационные и правовые аспекты деятельности паевых инвестиционных фондов

1.1. Характеристика паевого инвестиционного фонда как коллективного инвестора

Эффективный механизм трансформации сбережений в инвестиции все еще остается актуальной проблемой для России. Ввиду сложности принятия инвестиционных решений на фондовом рынке инвесторы предпочитают делегировать полномочия по принятию решений профессионалам в рамках доверительного управления имуществом посредством создания фондов коллективного инвестирования, таких как, паевые инвестиционные фонды, позволяющие инвесторам получать позитивную реальную доходность вложений при умеренных рисках и снижать их расходы на оплату услуг финансовых посредников, а также другие транзакционные издержки. Паевые инвестиционные фонды аккумулируют долгосрочные ресурсы и направляют их в наиболее эффективные компании и отрасли.

В России существуют колоссальные резервы для активизации инвестиционного процесса (более 10 трлн. руб. на депозитных счетах в банках держат россияне)¹ и, соответственно, – увеличения объемов поступлений инвестиций на отечественный финансовый рынок, в том числе на рынок ПИФов. Однако, тормозящими факторами, выступают низкая финансовая и инвестиционная грамотность, а также недостаточность информационно-аналитического обеспечения индустрии ПИФов.

В таблице 1 приведены суммы средств организаций, банковских депозитов юридических и физических лиц на 1 января 2012 года.

¹ Каталог «Индустрии управления активами в России», юбилейное издание, Москва, 2011, с.5

Таблица 1. Общая сумма средств организаций, банковских вкладов и других привлеченных средств в рублях, иностранной валюте и драгоценных металлах (млн.руб.)²

Отчетная дата	Средства клиентов, всего		Из них:			
	в рублях	в иностранной валюте и драгоценных металлах	депозиты юридических лиц:		вклады (депозиты) физических лиц	
			в рублях	в иностранной валюте	в рублях	в иностранной валюте
2012 год						
01.фев	19 723 825	6 132 643	4 595 568	1 722 929	9 511 733	2 100 996

В соответствии с российским законодательством паевой инвестиционный фонд – это обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителями доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией³. Паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом, выступает одним из институтов коллективного инвестирования.

В специализированной литературе выделяют следующие признаки форм коллективного инвестирования, присущие одновременно и паевым инвестиционным фондам, такие как:

- привлечение средств путем выдачи инвестиционных паев или

² Официальный сайт Центрального банка России, [режим доступа]: <http://www.cbr.ru>

³ Федеральный закон №156-ФЗ "Об инвестиционных фондах" от 29.11.2001 (ред. от 25.11.2009)

заключения договоров;

- инвестирование привлеченных средств в ценные бумаги и иное имущество;
- диверсификация инвестиционных рисков;
- распределение доходов, полученных от инвестирования (только между вкладчиками закрытого паевого инвестиционного фонда).

Помимо указанных признаков, необходимо учесть и другие, характеризующие паевой инвестиционный фонд:

- многоуровневая система защиты интересов инвесторов;
- обособленность имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд⁴;
- упрощенная система налогообложения;
- требования к размеру стоимости имущества паевого инвестиционного фонда, а так же к составу и структуре активов⁵;
- требования к раскрытию информации⁶;

С точки зрения операционной деятельности паевым инвестиционным фондам присущи следующие черты:

- риски, связанные с инвестированием, ниже, чем при индивидуальном инвестировании;
- профессиональный управляющий объединяет средства многих лиц (как физических, так и юридических), обезличивая отдельные взносы в едином денежном пуле и усредняя тем самым указанные риски для участников коллективной инвестиционной схемы;

⁴ Федеральный закон №156-ФЗ "Об инвестиционных фондах" от 29.11.2001 (ред. от 25.11.2009).

⁵ Приказ ФСФР "Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов" № 10-79/пз-н от 28.12..2010 (зарег. в Минюсте РФ 18.03.2011).


⁶ Приказ ФСФР «Об утверждении Положения о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, а так же к содержанию раскрываемой информации» от 30.03.2005 №05-23/пз-н (ред.от 17.06.2008 №08-25/пз-н).


- инвестор, участвующий в коллективных инвестиционных схемах, осведомлен о направлениях инвестирования собранных средств и имеет возможность выбрать ту схему инвестирования, которая в наибольшей степени соответствует его инвестиционным предпочтениям;
- сокращение затрат за счет масштаба операций, значительное сокращение транзакционных издержек.


Действующие управляющие компании паевых инвестиционных фондов декларируют разные цели, например, «получение дохода за счет инвестирования в уставный капитал компаний, бизнес которых сконцентрирован на новых высокотехнологичных рынках»⁷ (цель ОАО «Альянс Росно Управление Активами»), «построение долгосрочных доверительных отношений с клиентами» (управляющая компания Сбербанка)⁸ и другие.

Управляющие компании выпускают инвестиционные паи. Инвестор получает доход от изменения стоимости инвестиционного пая. Инвестиционный пай является именной бездокументарной, неэмиссионной, долевой ценной бумагой; не имеет номинальной стоимости, удостоверяет совокупность общих и специфических прав инвестора, не может быть базисным активом для производных финансовых инструментов.

В соответствии с российским законодательством выделяют три типа паевых инвестиционных фондов:

 Открытый ПИФ (минимальная стоимость имущества, при которой фонд считается сформированным – 10 млн. руб.)

 Интервальный ПИФ (минимальная стоимость имущества, при которой фонд считается сформированным – 15 млн. руб.)

 Закрытый ПИФ (минимальная стоимость имущества, при которой

⁷ Годовой отчет «Альянс-РОСНО управление активами» [электронный ресурс], режим доступа http://www.allianzrosno.ru/attach/0/64/48/Annual_report_ARAM_2010.pdf

⁸ Официальный сайт управляющей компании Банка Москвы, [электронный ресурс] режим доступа: www.sberbank-am.ru

фонд считается сформированным – 25 млн. руб.).⁹

Всего на начало 2012 года зарегистрировано около полутора тысяч паевых инвестиционных фондов (см. таблицу 2), при этом самыми многочисленными являются фонды недвижимости (607), за ними следуют фонды акций (261) и фонды смешанных инвестиций (180). Также стоит отметить многочисленность закрытых паевых инвестиционных фондов (980 фондов – 66 % от общего числа).

Таблица 2. Количество российских фондов на 01.01.2012¹⁰

Категория / Тип фондов	Открытые	Интервальные	Закрытые	Всего
Акции	197	29	35	261
Облигации	70	1	1	72
Смешанный	117	26	37	180
Индексный	38	0	0	38
Денежный	7	0	0	7
Фондов	18	2	0	20
Товарного рынка		7	0	7
Хедж-фонд		3	21	24
Недвижимость			607	607
Ипотечный			14	14
Венчурный			69	69
Прямых инвестиций			50	50
Рентный			69	69
Кредитный			75	75
Художественных ценностей			2	2
Всего	447	68	980	1495

В таблице 3 приведена статистика по стоимости чистых активов, из которой видно, что лидирующие позиции занимают фонд недвижимости, СЧА которых равна 138,993,332,560 руб. На втором, третьем и четвертом месте примерно с равными суммами фонды акций, смешанных инвестиций и рентные.

⁹ Приказ ФСФР РФ от 02.11.2006 № 06-125/пз-н "О минимальной стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, по достижении которой паевой инвестиционный фонд является сформированным" (Зарегистрировано в Минюсте РФ 15.12.2006 № 8603)

¹⁰ Количество российских фондов на 01.01.2012, [электронный ресурс], режим доступа: <http://pif.investfunds.ru/analytics/statistic>

По состоянию на 01.01.2012 г. наибольшая стоимость чистых активов суммарно у закрытых фондов. В среднем на один ЗПИФ приходится СЧА в размере 374,155,129 руб., а на один ОПИФ – 185,761,474 руб.

Таблица 3. СЧА российских фондов на 01.01.2012, руб.¹¹

Категория / Тип фондов	Открытые	Интервальные	Закрытые	Всего
Акции	44,940,687,183	7,863,928,002	34,640,649,751	87,445,264,936
Облигации	19,208,182,181	9,431,662	359,499,715	19,577,113,559
Смешанный	11,940,313,192	9,746,111,180	69,904,247,491	91,590,671,863
Индексный	5,572,683,234	0	0	5,572,683,234
Денежный	654,081,150	0	0	654,081,150
Фондов	719,432,261	214,274,875	0	933,707,136
Товарного рынка		1,235,678,754	0	1,235,678,754
Хедж-фонд		Для квал. инвесторов	Для квал. инвесторов	Для квал. инвесторов
Недвижимость	Такие фонды не предусмотрены нормативными актами		138,993,332,560	138,993,332,560
Ипотечный			2,394,259,889	2,394,259,889
Венчурный			Для квал. инвесторов	Для квал. инвесторов
Прямых инвестиций			Для квал. инвесторов	Для квал. инвесторов
Рентный			105,060,336,130	105,060,336,130
Кредитный			Для квал. инвесторов	Для квал. инвесторов
Художественных ценностей			15,319,700,978	15,319,700,978
Всего	83,035,379,202	19,069,424,474	366,672,026,514	468,776,830,190

За последние 5 лет (с 2007 по 2012 года) образовано 812 паевых инвестиционных фондов (см. таблицу 4), значительно увеличилось количество фондов недвижимости (+432 фонда), незначительно сократилось количество интервальных фондов акций (- 5), облигаций (- 4) и смешанных инвестиций (-7).

С 31 мая 2011 года в российскую юрисдикцию введена новая категория – фонд долгосрочных прямых инвестиций. В состав активов закрытого паевого

¹¹ СЧА российских фондов на 01.01.2012, [электронный ресурс], режим доступа: <http://pif.investfunds.ru/analitics/statistic>

инвестиционного фонда, относящегося к категории фондов долгосрочных прямых инвестиций, могут входить только денежные средства (включая иностранную валюту), долговые инструменты, акции российских и иностранных акционерных обществ, доли в уставных капиталах российских обществ с ограниченной ответственностью и права участия в уставных капиталах иностранных коммерческих организаций, простые векселя юридических лиц, российские и иностранные депозитарные расписки на ценные бумаги.

Таблица 4. Изменение количества ПИФов с 01.01.2007 до 01.01.2012¹²

Категория / Тип фондов	Открытые	Интервальные	Закрытые	Всего
Акции	76	-5	6	77
Облигации	1	-4	1	-2
Смешанный	26	-7	28	47
Индексный	15	0	0	15
Денежный	0	0	0	0
Фондов	7	0	0	7
Товарного рынка		7	0	7
Хедж-фонд		2	11	13
Недвижимость	Такие фонды не предусмотрены нормативными актами		432	432
Ипотечный			5	5
Венчурный			37	37
Прямых инвестиций			39	39
Рентный			65	65
Кредитный			68	68
Художественных ценностей				2
Долгосрочных прямых инвестиций	-		-	-
Всего	125	-7	694	812

Если количество паевых инвестиционных фондов так стремительно растет, значит есть плюсы инвестирования в такие фонды. Рассмотрим мнение

¹² Изменение количества ПИФов с 01.01.2007 до 01.01.2012, [электронный ресурс] [режим доступа] <http://pif.investfunds.ru/analytics/statistic>

российских экспертов на данный счет.

По мнению специалистов «ВТБ Капитал»: доступность, экономия времени, высокая ликвидность, снижение рисков, прозрачность.¹³ Для специалистов «ИТБ Финанс» это: простота, качественное управление, прозрачность, упрощенная система налогообложения.¹⁴ По мнению экспертов «Газпромбанк - управление активами»: диверсификация, надежность и контроль государства, ликвидность, минимизация налогов.¹⁵

Суммируя мнения специалистов российских управляющих компаний, можно сформировать достоинства инвестирования в паевой инвестиционный фонд:

- профессиональное управление активами;
- диверсификация риска вложений;
- информационная прозрачность рынка паевых инвестиционных фондов;
- высокая ликвидность инвестиционного пая;
- низкие транзакционные издержки сделок;
- минимизация налогов;
- надежность, контроль государства;
- доступность вложений сравнительно небольших сумм.

Количество инвесторов паевых инвестиционных фондов в России без учета владельцев приватизационных чеков в 2010 году составило 800 тысяч человек. Это почти в 3 раза больше, чем в 2007 году.¹⁶

Лидером по количеству инвесторов является УК «Альфа-капитал». В компании открыто 1,099 миллиона счетов. Более миллиона из них принадлежит

¹³ Официальный сайт управляющей компании ВТБ-Капитал, [электронный ресурс] [режим доступа] <http://www.vtbcapital-am.ru/products/pif/>

¹⁴ Официальный сайт ИТБ-Финанс, [электронный ресурс] [режим доступа] <http://www.itbfin.ru/>

¹⁵ Официальный сайт «Газпромбанк-управление активами», [электронный ресурс] [режим доступа] http://am.gazprombank.ru/_help/advantage

¹⁶ Данные Национальной лиги управляющих, электронный ресурс, [режим доступа]: <http://lenta.ru/news/2010/05/18/pai/>

инвесторам, открывшим счета там ранее, когда УК «Альфа-Капитал» еще была фондом смешанных инвестиций. Без них количество держателей инвестиционных паев составляет 59 тысяч человек.

На втором месте находится управляющая компания «Тройка-диалог», где открыто более 133 тысяч счетов. Тройку замыкает «КИТ Фортис Инвестментс» с 99,3 тысячами инвесторов (см. подробнее приложение А.7).

Общее число счетов паевых инвестиционных фондов в России в 2010 году достигло 1,842 миллиона, из них 5-10 % счетов являются пустыми на текущий момент, поскольку в течение кризиса некоторые инвесторы снимали значительную часть вложений.

По данным управляющей компании «Райффазен Капитал», на февраль 2010 года в России инвесторы фондов составляли только один процент трудоспособного населения. Россияне инвестировали в открытые паевые инвестиционные фонды по 16 евро на человека. Этот показатель был самым низким в Европе, лидером по вложениям оказалась Франция: инвестиции превысили 22 тысячи евро на человека.

Данные показатели говорят о том, что отрасль паевых инвестиционных фондов постепенно развивается, стоимость чистых активов увеличивается, количество инвесторов растет, однако составляет лишь небольшой процент от населения и доля вложений очень мала по сравнению с международным уровнем.

1.2. Организация деятельности паевого инвестиционного фонда

Внутренняя организация паевого инвестиционного фонда включает в себя:

- ✚ Административное обслуживание инвесторов;
- ✚ Маркетинг фонда;
- ✚ Систему управления инвестициями, включая рабочие технологии управляющей компании;
- ✚ Учет и хранение имущества фонда;
- ✚ Внутренний контроль.

Административное обслуживание инвесторов.

Административное обслуживание инвесторов включает в себя: услуги управляющей компании, включая решение вопросов выдачи инвестиционных паев, услуги регистратора и специализированного депозитария.

Формирование паевого инвестиционного фонда начинается не позднее 6 месяцев с даты регистрации правил доверительного управления. При этом срок формирования фонда открытого и интервального типа не может превышать 3 месяца, а срок формирования закрытого фонда 6 месяцев.¹⁷

Денежные средства, переданные в оплату инвестиционных паев при формировании фонда, должны поступать на транзитный счет, а бездокументарные ценные бумаги – на отдельный счет депо, открытый в специализированном депозитарии этого фонда, документарные ценные бумаги передаются на хранение в указанный специализированный депозитарий.

Договор об открытии транзитного счета, а также договор хранения документарных ценных бумаг заключаются управляющей компанией для формирования одного паевого инвестиционного фонда без указания на то, что такая управляющая компания действует в качестве доверительного

¹⁷ Федеральный закон №156-ФЗ "Об инвестиционных фондах" от 29.11.2001 (ред. от 25.11.2009)

управляющего.

Имущество, переданное в оплату инвестиционных паев, включается в состав фонда при его формировании только при соблюдении необходимых условий:

1) если приняты заявки на приобретение инвестиционных паев и документы, необходимые для открытия лицевых счетов в реестре владельцев инвестиционных паев;

2) если имущество, переданное в оплату инвестиционных паев согласно указанным заявкам, поступило управляющей компании, а если таким имуществом являются неденежные средства, также получено согласие специализированного депозитария на включение такого имущества в состав паевого инвестиционного фонда;

3) если стоимость имущества, переданного в оплату инвестиционных паев, достигла размера, необходимого для завершения формирования фонда.

При формировании паевого инвестиционного фонда выдача инвестиционных паев должна осуществляться в день включения в состав этого фонда всего подлежащего включению имущества, переданного в оплату инвестиционных паев, или в следующий за ним рабочий день.¹⁸

Датой завершения формирования фонда является дата направления управляющей компанией в Федеральную службу по финансовым рынкам отчета о завершении формирования паевого инвестиционного фонда, а для закрытых – дата регистрации изменений и дополнений в правила доверительного управления в части, касающейся количества выданных инвестиционных паев.

¹⁸ Приказ ФСФР от 15.04.2008, N 08-17/пз-н (ред. от 24.12.2009 N 09-61/пз-н), "Об учете прав на инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов"

Сумма денежных средств или стоимость имущества, на которую выдается инвестиционный пай при формировании фонда, определяется правилами доверительного управления и должна быть единой для всех приобретателей.

Включение денежных средств, переданных в оплату инвестиционных паев, в состав паевого инвестиционного фонда осуществляется на основании надлежаще оформленной заявки на приобретение инвестиционных паев и документов, необходимых для открытия приобретателю или номинальному держателю лицевого счета в реестре владельцев инвестиционных паев.¹⁹

Управляющая компания фонда должна иметь лицензию ФСФР России на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами. Это так называемая «трехэтажная» лицензия. На начало 2012 года такую лицензию имели 444 управляющие компании. Именно по этой лицензии ведется формальный счет участников рынка управления активами, так как лицензию профучастника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагам имеет более широкий круг, в том числе инвестиционные компании и банки. Под управлением каждой управляющей компании находится определенное количество открытых, закрытых и интервальных паевых фондов. Различные инвестиционные стратегии составляют широкую продуктовую линейку, предоставляя клиентам возможность дифференцированного инвестирования в зависимости от выбранной стратегии в рамках одной управляющей компании.

Продажи инвестиционных паев ведутся через собственные и дополнительные офисы управляющих компаний, а также через агентскую сеть. Так, например, агентская сеть ОАО «Альянс Росно Управление Активами» по итогам 2010 года включает: ЗАО КБ «Ситибанк», АКБ «Московский Банк

¹⁹ Федеральный закон №156-ФЗ "Об инвестиционных фондах" от 29.11.2001 (ред. от 25.11.2009), статья 13.1

Реконструкции и Развития» (ОАО), КИТ Финанс Инвестиционный банк (ОАО), ООО «Эйч-эс-би-си Банк (РР)», ОАО КБ «Хлынов», ООО ИК «СМ.арт» и АКБ «Тверьуниверсалбанк»²⁰.

Во всех российских управляющих компаниях схема работы с инвестором примерно одинаковая. Этот процесс можно пронаблюдать на основе сайтов ведущих управляющих компаний, таких как «Альянс Росно Управление Активами», «Ренессанс Капитал Управление Активами», «Трока Диалог» и др.

При покупке инвестиционного пая в заявке указывается сумма инвестируемых средств. Оплата указанной в заявке суммы может производиться до или после подачи заявки на приобретение паев. Оплата паев считается произведенной в момент, когда денежные средства в оплату паев поступили на счет фонда. Оплата осуществляется путем наличного или безналичного перевода со счета инвестора.

Инвестор имеет возможность подать многократную заявку на приобретение. В этом случае, в независимости от того, произведена первая оплата до или после подачи заявки, все последующие приобретения паев инвестор может осуществлять путем оплаты в счет фонда сумм, которые желает инвестировать без подачи дополнительной заявки на приобретение.

При получении документов, подтверждающих оплату паев и при наличии при этом соответствующей заявки на приобретение, специализированный регистратор вносит приходную запись, то есть заносит соответствующее количество паев на персональный лицевой счет в реестре владельцев инвестиционных паев. С этого момента инвестор становится владельцем паев.

В день внесения приходной записи специализированный регистратор формирует выписку из реестра, содержащую информацию о состоянии счета

²⁰ Годовой отчет «Альянс-РОСНО управление активами» [электронный ресурс], режим доступа http://www.allianzrosno.ru/attach/0/64/48/Annual_report_ARAM_2010.pdf

владельца паев и отражающую последнюю операцию по данному счету. Владелец паев получает выписку из реестра.

Подробная процедура покупки пая прописывается в Правилах доверительного управления фонда.

Погашение паев фонда осуществляется управляющей компанией или ее агентами. Для этого заполняется заявка на погашение паев, в которой должно быть указано количество погашаемых паев или сумма в рублях, на которую погашаются пай, а также указывается счет, на который будут перечислены денежные средства за погашенные пай.

При получении заявки на погашение специализированный регистратор вносит расходную запись, то есть списывает соответствующее количество паев с персонального лицевого счета владельца паев.

Маркетинг фонда.

Одной из первостепенных задач в системе организации паевого инвестиционного фонда является поиск клиентов, т.е. сегментирование рынка и выбор целевого сегмента инвесторов. Данным вопросом занимается отдел маркетинга фонда.

Наиболее значимыми критериями сегментации на рынке ПИФов можно выделить следующие:

- для корпоративных клиентов: экономические критерии; поведенческие критерии; географические критерии;
- для потребительского рынка: социально-экономические критерии; географические критерии; демографические критерии; поведенческие критерии²¹.

Основной группой критериев сегментации, как для физических, так и для юридических лиц, являются экономические критерии, к которым относятся

²¹ Клинков А.А., Маркетинг паевых фондов: особенности, подходы к сегментации и выбору целевого сегмента, Транспортное дело России, №12, 2009, с.16

уровень доходов населения, склонность к сбережению, наличие средств для финансовых вложений у предприятий. Основой данного критерия является объем потенциальных инвестиций от потребителей. В качестве примера можно привести следующую таблицу (см. таблицу 5).

Таблица 5. Примерная сегментация рынка инвесторов по экономическому критерию²²

Объем инвестирования	Корпоративный сектор	Потребительский сектор
Высокий	Специализированные фонды, инвестиционные компании, крупный бизнес	Крупные капиталисты, собственники бизнеса, клубы инвесторов
Средний	Венчурные фонды, бизнес среднего звена	Бизнес ангелы, опытные частные инвесторы
Низкий	Малый бизнес	Частные потребители, ищущие альтернативные способы для сбережения средств

Таким образом, управляющая компания, создавая фонд или проводя ребрендинг существующих фондов, должна первоначально определиться с теми объемами инвестирования, которые необходимы и сможет ли она получить их от выбранного сегмента. Данный критерий должен учитываться каждый раз при создании паевого инвестиционного фонда, географический, поведенческий и другие критерии специалисты относят к вторичным.

Под географическим критерием понимается как нахождение потенциальных потребителей внутри страны, так и за рубежом. Если потребители – резиденты, то необходимо производить оценку уровней дохода регионов. В случае, если планируется привлечение инвестиций других стран, то необходимо разрабатывать совершенно другие экономические критерии. Это

²² Клинков А.А., Маркетинг паевых фондов: особенности, подходы к сегментации и выбору целевого сегмента, Транспортное дело России, №12, 2009, с.16

обусловлено несколькими факторами: фискальной и кредитной политикой других государств, уровнем дохода населения, традициями ведения бизнеса.

Демографический критерий актуален только для физических лиц. Данный критерий показывает соотношение уровня потребления и уровня сбережений на различных этапах жизненного цикла человека. Например, пожилые люди склонны инвестировать средства на более значительные периоды времени (от 2-3 лет) и с меньшим риском (соответственно и уровнем доходности), в то же время молодые люди склонны к коротким срокам инвестирования с высокой доходностью (соответственно и более рисковым).

Обратим внимание на поведенческие критерии сегментации. Мотивы, которые побуждают потребителей инвестировать средства, могут иметь разные источники, хотя и преследуют одну цель – увеличение (или сохранение) сбережений. Для паевых фондов существуют критерии, которые определяют сегмент рынка законодательным образом. К таким критериям относят понятие «квалифицированный» и «не квалифицированный инвестор». Существует разновидность паевых инвестиционных фондов, инвесторами которых могут быть только «квалифицированные инвесторы». В соответствии с законом «О рынке ценных бумаг» в России к ним относятся: брокеры, дилеры и управляющие; кредитные организации; акционерные инвестиционные фонды; управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов; страховые организации; негосударственные пенсионные фонды; Банк России; государственная корпорация "Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)"; Агентство по страхованию вкладов; международные финансовые организации, в том числе Мировой банк, Международный

валютный фонд, Европейский центральный банк, Европейский инвестиционный банк, Европейский банк реконструкции и развития; иные лица.²³

Основной причиной подобного разделения является желание государства оградить инвесторов от потерь при вложениях в высокорисковые активы. Таким образом, при сегментации рынка необходимо учитывать этот критерий, например, выбрав сегмент неквалифицированных инвесторов, компания не может этому сегменту предложить девелоперские закрытые паевые фонды, потому что подобные фонды могут быть созданы только для квалифицированных инвесторов.

Система управления инвестициями.

Сам по себе процесс управления является конфиденциальной информацией, а тот факт, что в российской экономике отсутствует единая методика отражения эффективности управления активами, имеет место. В сложившейся ситуации каждый управляющий использует собственную методику расчета доходности по операциям доверительного управления, что не позволяет сравнивать между собой результаты управления, в первую очередь, доходность, которую раскрывают различные управляющие.

В 2006 году Национальным рейтинговым агентством было найдено решение и определены стандарты, не противоречащие российскому

²³ Справочно: Кроме прямо указанных в законах, квалифицированными инвесторами могут быть признаны: физические лица при соблюдении любых двух из указанных требований: владеет ценными бумагами или иными финансовыми инструментами на сумму не менее 3 млн руб.; имеет определенный опыт работы в финансовых организации, совершавшей операции с ценными бумагами при наличии квалификационного аттестата участника финансового рынка не менее года. Для остальных опыт работы не меньше 3-х лет; совершило сделки с ценными бумагами или иными инструментами ежеквартально не менее 10 сделок в течение 4-х кварталов, в сумме не менее 300 тыс руб. Юридические лица – коммерческие организации при соответствии любым двум из указанных требований: к собственным средствам, собственный капитал не менее 100 млн руб.; к количеству, объему и срокам совершенных сделок с ценными бумагами или иными финансовыми инструментами, ежеквартальное проведение не менее 5-ти сделок с ценными бумагами 4-х кварталов, с всеобщей стоимостью 3 млн руб; к обороту (выручке) за установленный период, не менее 1 млрд руб.; к сумме активов по данным бухгалтерского баланса, в том числе в доверительном управлении, за последний год не менее 2 млрд руб.

законодательству, внедрение которых было бы крайне полезно для развития цивилизованного рынка доверительного управления в России. Данные стандарты, которые были представлены, в том числе, в ФСФР России, основаны на методике международных стандартов результативности инвестирования GIPS (Global Investment Performance Standards)²⁴.

Стандарты эти открытые, придерживаться их может любой желающий, однако для того, чтобы на законных основаниях оперировать аббревиатурой GIPS, требуется специальная аудиторская проверка, а затем утверждение документов в штаб-квартире CFA Institute через регионального представителя. Среди членов Национальной лиги управляющих указанный аудит проводили «Альянс Росно УА», «Альфа Капитал» и «КИТ Фортис Инвестментс» (2006-08 гг.). Однако юридически полную процедуру верификации завершить пока невозможно: нет официально утвержденного перевода текста GIPS на русский язык. На сайтах перечисленных выше компаний отчет по GIPS можно обнаружить только у «Альянс Росно УА». В России для оценки деятельности управляющих компаний обычно выделяют такие критерии, как доходность фонда, рискованность и качество управления инвестициями фонда.

Наиболее рискованным и высокодоходным является закрытый паевой инвестиционный фонд, однако, очевидно, что его имущество является менее ликвидным, чем у открытых и интервальных (см. таблицу б).

²⁴ Международные стандарты GIPS были выпущены в 1999 году в США по инициативе института CFA (Chartered Financial Analyst). Отвечает за поддержание и модернизацию стандартов Совет по инвестиционной деятельности (IPC). Основной целью Совета является внедрение стандартов GIPS во всех странах, чтобы любые компании, занимающиеся инвестированием, могли представлять отчеты о своей деятельности в формате стандартов. Соответствие стандартам выступает своего рода паспортом для входа на международный рынок управлениями инвестициями.

Таблица 6. Влияние операционной структуры на потенциальный риск, доходность, ликвидность паевого инвестиционного фонда.²⁵

Виды и типы инвестиционных фондов	Ликвидность	Риск	Доходность
Открытый ПИФ	высокая	низкий	низкая
Интервальный ПИФ	средняя	средний	средняя
Закрытый ПИФ	низкая	высокий	высокая

Сравнивая акционерный и паевой инвестиционные фонды, отметим, что потенциальный дополнительный риск и потенциальная дополнительная доходность в паевых фондах ниже, однако в отличие от акционерного фонда есть возможность использования заемного финансирования (подробнее см. таблицу 7).

Таблица 7. Влияние источников финансирования инвестиционной деятельности на потенциальный риск и доходность коллективного инвестиционного фонда.²⁶

Вид коллективного инвестиционного фонда	Возможность использования финансирования	Потенциальный дополнительный риск	Потенциальная дополнительная доходность
ПИФ	исключена	низкий	низкая
АИФ	не ограничена	не ограничен	не ограничена

Суммируя вышесказанное, отметим, что в процессе анализа деятельности УК необходимо оценивать следующие показатели:

- стоимость чистых активов и стоимость одного пая в динамике;
- средневзвешенная доходность фонда за рассматриваемый период;
- динамика количества паев фонда;
- оценка степени риска инвестиционного портфеля фонда;

²⁵ Болдырева Н.Б. Влияние инвестиционной деятельности на риск и доходность коллективного инвестиционного фонда. Вестник Тюменского государственного университета. 2009. № 4. С. 260

²⁶ Там же, С. 262

- соотношение рискованности фонда и его доходность.

Если прирост стоимости чистых активов происходит вместе с приростом стоимости одного пая, это свидетельствует о расширении деятельности фонда и привлечении новых инвесторов.

Увеличение доверия к управляющему фонда со стороны вкладчиков является одним из показателей успешного управления активами фонда.

Внутренний контроль.

Согласно Положению ФСФР²⁷, управляющая компания обязана организовывать внутренний контроль за соблюдением законов и иных нормативно-правовых актов, правил доверительного управления, а так же решений общего собрания владельцев инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда.

Внутренний контроль осуществляет контролер, соответствующий квалификационным требованиям. Он включается в штат работников профессионального участника. Под руководством контролера может быть сформировано структурное подразделение.

Управляющая компания должна иметь инструкцию о внутреннем контроле, которая содержит описание функций контролера, его прав и обязанностей; порядок и сроки рассмотрения поступивших жалоб, обращений и заявлений; порядок действий контролера в случае выявления им правонарушений; типовую форму и сроки представления контролером отчетных документов и др.

Контролер не вправе исполнять обязанности, не связанные с исполнением функций внутреннего контроля, за исключением управления рисками.

Основная функция контролера – соблюдение требований инструкции.

²⁷ Приказ ФСФР «Об утверждении положения о внутреннем контроле профессионального участника рынка ценных бумаг» от 21 марта 2006 г. № 06-29/пз-н., справочно-правовая система Консультант-Плюс.

Контролер представляет руководителю профессионального участника отчет о проверке выявленного нарушения и ежеквартальный расчет.

В квартальный отчет могут быть включены рекомендации по повышению квалификации работников, улучшению организации внутреннего контроля профессионального участника, а также иная информация.

Помимо этого организуется специальный внутренний контроль (СВК) в целях противодействия легализации доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма. СВК реализуется через специальные программы, утвержденные профессиональным участником: консультирование работников, контроль за соблюдением законодательства, принятие решений по документам, содержащим сведения об операциях с ценными бумагами.²⁸

²⁸ Справочно: 26 мая 2011 года вышел проект нового приказа ФСФР «Об утверждении Положения о внутреннем контроле профессионального участника рынка ценных бумаг», однако в свою законную силу еще не вступил.

1.3. Раскрытие информации и аудит паевых инвестиционных фондов

Управляющая компания паевого фонда обязана раскрывать информацию, связанную с деятельностью управляющей компании в соответствии с законом «Об инвестиционных фондах» и Приказом ФСФР «Об утверждении Положения о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, а так же к содержанию раскрываемой информации» от 30.03.2005 №05-23/пз-н²⁹.

Информация подлежит раскрытию несколькими вариантами:

- путем опубликования в информационном ресурсе, обновляемом в режиме реального времени, в сети Интернет;
- в печатном издании (не менее 1 тыс. экземпляров, а в случае если инвестиционные паи допущены организатором торговли на рынке ценных бумаг к торгам не менее 10 тыс. экземпляров);
- в ленте новостей.

В случае если информация публикуется в ленте новостей, до момента такого опубликования раскрытие информации иными способами не допускается и такая информация не является общедоступной, ее использование влечет административную ответственность. Управляющая компания обязана обеспечить любому заинтересованному лицу доступ к раскрываемой информации в местах приема заявок на приобретение, погашение и обмен

²⁹ Приказ ФСФР «Об утверждении Положения о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, а так же к содержанию раскрываемой информации» от 30.03.2005 №05-23/пз-н (ред.от 17.06.2008 №08-25/пз-н)

инвестиционных паев и других местах, указанных в ее рекламных сообщениях. Также УК обязана предоставить копии сообщений, отчетности и иной информации владельцам инвестиционных паев и иным заинтересованным лицам за плату в срок не позднее 7 рабочих дней с момента требования. В обязательном порядке копии документов должны быть направлены в Федеральную службу по финансовым рынкам.³⁰

Управляющая компания до начала формирования паевого инвестиционного фонда публикует в печатном издании и сети Интернет правила доверительного управления, зарегистрированные ФСФР. Одновременно с правилами публикуются реквизиты транзитного счета, открытого для перечисления денежных средств в оплату инвестиционных паев (для открытого паевого инвестиционного фонда) и сообщение о начале срока приема заявок на приобретение инвестиционных паев (для интервального и закрытого ПИФа), а так же сведения о стоимости активов и количестве выданных инвестиционных паев.

Управляющая компания раскрывает сведения о завершении формирования фонда, о своих агентах по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев, о приостановлении деятельности, о выплате дохода пайщикам закрытого фонда, о дроблении инвестиционных паев. Управляющая компания публикует сообщение о принятии решения о передаче прав и обязанностей по договору доверительного управления другой управляющей компании, об изменении типа фонда, об изменении своего фирменного наименования, места нахождения, адреса электронной почты.

После завершения формирования управляющая компания паевого инвестиционного фонда ежеквартально публикует справку о стоимости активов и приложение к ней, справку о стоимости чистых активов и приложение к ней,

³⁰ Справочно: Подлинники документов, подтверждающие раскрытую информацию, должны храниться управляющей компанией паевого инвестиционного фонда не менее 5 лет с момента опубликования данной информации.

а также квартальный бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках; ежегодно – баланс имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, годовой бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках управляющей компании паевого инвестиционного фонда, заключение аудитора, отчет о вознаграждениях управляющей компании и расходах, связанных с доверительным управлением³¹.

Воспользовавшись рейтингом управляющих компаний по стоимости чистых активов, составим краткую таблицу о раскрытии информации TOP 15 российских управляющих компаний (см. таблицу 8).

Как видно из представленной таблицы, не вся информация раскрыта некоторыми управляющими компаниями (Уралсиб, УК Сбербанка, КапиталЪ Управление активами»). Информация по данным компаниям получена с их официальных сайтов в разделе «Раскрытие информации».

Проведем анализ раскрытия информации управляющей компанией «Тройка Диалог».³²

На официальном сайте в разделе «Раскрытие информации» содержатся сведения обо всех паевых инвестиционных фондах, находящихся в доверительном управлении, отчетность УК, правила осуществления электронного документооборота, официальные сообщения, сведения об агентах, расчет собственных средств, перечень инсайдерской информации.

³¹ Приказ ФСФР «Об утверждении Положения о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, а так же к содержанию раскрываемой информации» от 30.03.2005 №05-23/пз-н (ред.от 17.06.2008 №08-25/пз-н).

³² Официальный сайт управляющей компании «Тройка Диалог», [электронный ресурс] [режим доступа] <http://www.troika-am.ru/rus/disclosure/list.wbp>

Таблица 8. Раскрытие информации управляющими компаниями³³

Управляющая компания	Ежеквартально				Ежегодно				
	Справка о СА и приложение ПИФа	Справка о СЧА и приложение ПИФа	Бухгалтерский баланс УК	ОПУ	Годовой Бух.баланс УК	ОПУ	Баланс имущества ПИФа	Заключение аудитора	Отчет о вознаграждениях (ПИФ)
Тройка Диалог http://troika-am.ru	✓	✓	✓		✓		✓	✓	✓
УралСиб http://www.management.uralsib.ru/	✓	✓					✓	✓	✓
Райффайзен Капитал http://www.raiffeisen-capital.ru/	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Альфа-Капитал http://www.alfacapital.ru/disclosure/	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Атон-менеджмент www.am-aton.ru/info	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
ОФГ ИНВЕСТ (Deutsche UFG Capital Management) http://www.ducm.ru	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
УК Банка Москвы http://www.bm-am.ru/ru/	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
КапиталЪ Управление активами http://www.kapital-am.ru/	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓
ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс http://www.tkb-bnpparibasip.ru/	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
ВТБ Капитал Управление активами http://www.vtbcapital-am.ru/	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Газпромбанк — Управление активами http://www.am.gazprombank.ru/	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Ингосстрах - Инвестиции http://www.ingosinvest.ru/disclosure/	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
УК Сбербанка http://www.sberbank-am.ru/pif/	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓
Альянс РОСНО Управление Активами http://www.allianzrosno.ru/about/information-disclosure/	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
ОТКРЫТИЕ http://www.open-am.ru/ru/info/	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

³³ Таблица составлена автором

В разделе отчетности УК представлен бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках, а так же годовое аудиторское заключение и пояснительная записка к годовому отчету.

В доверительном управлении УК «Тройка Диалог» по состоянию на 1 декабря 2011 года находится 22 ОПИФа различных категорий.

Рассмотрим состав раскрываемых документов ОПИФ смешанных инвестиций «Тройка Диалог – БРИК». В раскрытие 3 вида документов: ежегодная отчетность ПИФа, ежеквартальная отчетность и документы фонда. Ежегодная отчетность включает баланс имущества, аудиторское заключение и отчет о вознаграждении управляющей компании.³⁴ Ежеквартальная отчетность включает Примечания к справке о стоимости активов, Пояснительная записка к справке о стоимости чистых активов, Справка о стоимости активов, Отчет о приросте (об уменьшении) стоимости имущества, Отчет об изменении стоимости чистых активов, Справка о стоимости чистых активов, Баланс имущества, Отчет о владельцах акций акционерного инвестиционного фонда и владельцах инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда. Документы фонда включают Правила фонда и изменения и дополнения в них, политика фонда.³⁵

Основными пользователями финансовой отчетности являются государственные органы (ФСФР России), инвесторы, внешние аудиторы, агенты, специализированный регистратор и специализированный депозитарий фонда, независимый оценщик фонда и брокер.

Аудит паевого инвестиционного фонда.

Аудит паевого инвестиционного фонда осуществляется ежегодно в обязательном порядке на основании ст. 5 закона «Об аудиторской деятельности» и ст. 49-50 закона «Об инвестиционных фондах». «...Обязательный аудит проводится в случаях:.... 3) если организация

³⁴ Официальный сайт УК Тройка-Диалог , режим доступа:
<http://www.troika-am.ru/rus/disclosure/index.wbp?fund=brik&docs=none>

³⁵ Официальный сайт УК Тройка-Диалог , режим доступа:
<http://www.troika-am.ru/rus/disclosure/index.wbp?fund=brik&docs=docs>

является кредитной организацией, бюро кредитных историй, организацией, являющейся профессиональным участником рынка ценных бумаг, страховой организацией, клиринговой организацией, обществом взаимного страхования, товарной, валютной или фондовой биржей, негосударственным пенсионным или иным фондом, акционерным инвестиционным фондом, *управляющей компанией* акционерного инвестиционного фонда, *паевого инвестиционного фонда* или негосударственного пенсионного фонда..»³⁶.

Договор на проведение аудита не может быть заключен, если аудитор является дочерней, основной или зависимой компанией для управляющей компании, специализированного депозитария или лица, осуществляющего ведение реестра паев инвестиционного фонда, а также если аудитор является владельцем инвестиционных паев ПИФа.

Аудиторской проверке на достоверность и соответствие требованиям федеральных законов и иных нормативных правовых актов подлежат бухгалтерский учет, ведение учета и составление отчетности в отношении имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и операций с этим имуществом, оценка расчетной стоимости одного инвестиционного пая, сделки, совершенные с активами паевого инвестиционного фонда.³⁷

Лидерами рынка аудиторских услуг являются компании «Большой четверки»: Ernst&Young, KPMG, PriceWaterHouseCoopers, Deloitte³⁸. Их доля на рынке аудиторских услуг с каждым годом растет и в 2009 году составляла 35,2 % (см. рисунок 1).

Такие крупные управляющие компании, как: «Тройка Диалог», «Ренессанс Капитал», УК «Банк Москвы» и др. подлежат аудиту компанией Ernst&Young, являющейся лидером аудита asset management company.

³⁶ Федеральный закон №307 «Об аудиторской деятельности» от 30.12.2008 г

³⁷ Федеральный закон №156-ФЗ "Об инвестиционных фондах" от 29.11.2001 (ред. от 25.11.2009), статья 50

³⁸ Большая четверка аудиторов в кризис увеличила долю рынка и даже доходы, уволив четверть сотрудников, [электронный ресурс] [режим доступа] <http://marker.ru/news/1019>

М // ПОКАЗАТЕЛИ РАБОТЫ БОЛЬШОЙ ЧЕТВЕРКИ АУДИТОРСКИХ КОМПАНИЙ



Рисунок 1. Показатели работы «Большой четверки»

Однако рассмотрев аудиторов Top15 управляющих компаний по СЧА, приходим к противоречивым выводам: «Большая четверка» напомнила о себе лишь дважды (информация об аудиторах с официальных сайтов из аудиторских заключений) (см.подробнее таблицу 9).

По результатам аудита составляется аудиторское заключение, которое в обязательном порядке публикуется совместно с годовой отчетностью управляющей компании, в котором аудиторы выражают мнение о достоверности финансовой отчетности. Кроме проверки достоверности финансовой отчетности, команда аудиторов проверяет надлежаще оформленные внутренние документы, уставные документы, организационную политику компании, учет прав владельцев паев.³⁹

³⁹ Справочно: Согласно Федеральному закону «Об аудиторской деятельности», с 1 июля 2009 года лицензирование в аудиторской деятельности заменено саморегулированием (СРО). Ранее выданные лицензии на осуществление аудиторской деятельности с 1 января 2010 года утратили силу, и аудиторы, индивидуальные аудиторы, аудиторские организации, не вступившие в саморегулируемые профессиональные аудиторские объединения, не вправе осуществлять аудиторскую деятельность. Деятельность СРО регулируется Федеральным законом от 01 декабря 2007 года № 315-ФЗ "О саморегулируемых организациях" и Приказом Минфина России от 10 ноября 2010 года № 147н "Об утверждении порядка, сроков и форм сообщений в Министерство финансов Российской Федерации о дополнительных к требованиям, установленным федеральными стандартами аудиторской деятельности, требованиях, предусмотренных саморегулируемой организацией аудиторов в своих стандартах аудиторской деятельности, а также о дополнительных требованиях, включенных в принятые ею правила независимости аудиторов и аудиторских организаций, и дополнительных нормах профессиональной этики, включенных в принятый ею кодекс профессиональной этики аудиторов".

В целях учета мнения профессиональных участников рынка аудиторских услуг создается Совет по аудиторской деятельности при уполномоченном федеральном органе⁴⁰. Положение о Совете утверждается руководителем уполномоченного федерального органа.

Таблица 9. Аудиторы ведущих управляющих компаний⁴¹

Управляющая компания	Аудитор
Тройка Диалог	ООО "Эрнст энд Янг"
УралСиб	нет данных
Райффайзен Капитал	ООО "Нексия Пачоли"
Альфа-Капитал	АК "Мариллион"
Атон-менеджмент	ООО " Аудиторская компания "Кангон плюс"
ОФГ ИНВЕСТ (Deutsche UFG Capital Management)	АК "Мариллион"
УК Банка Москвы	ЗАО «БДО», с 2011 года "Эрнст энд Янг"
КапиталЪ Управление активами	нет данных
ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс	ООО "АСТ-КОНСАЛТ"
ВТБ Капитал Управление активами	ЗАО АК "АРТ-аудит"
Газпромбанк — Управление активами	ООО Аудиторская фирма "Инвестаудит"
Ингосстрах - Инвестиции	Аудиторская служба "РЦБ-Деловая Перспектива"
УК Сбербанка	нет данных
Альянс РОСНО Управление Активами	Московская аудиторская палата
ОТКРЫТИЕ	ЗАО "МКПЦН"

⁴⁰ Федеральный закон №307 «Об аудиторской деятельности» от 30.12.2008 г, статья 16.

⁴¹ Таблица составлена автором

Глава 2. Система управления рисками паевого инвестиционного фонда

2.1. Риски инвестора паевых инвестиционных фондов

Важнейшей особенностью паевых инвестиционных фондов является потенциально высокая уязвимость, чувствительность к риску коллективных инвесторов, что обусловлено рядом причин: системными свойствами паевых фондов; операциями на финансовом рынке, в основе которых лежит использование ситуаций повышенного риска; высокой сферой распространения связанных с паевыми фондами рисков; эффектом «цепной реакции».

В силу особой подверженности рискам разработка системы управления рисками является особенно важной задачей. Ее решение предполагает, в том числе, выделение конкретных рисков, к которым можно применять определенные процедуры и методы управления.

В свою очередь, выделение конкретных рисков требует знания различных классификаций рисков. В то же время выбор признаков классификации во многом определяется конкретными целями и задачами управления рисками и особенностями деятельности организации.

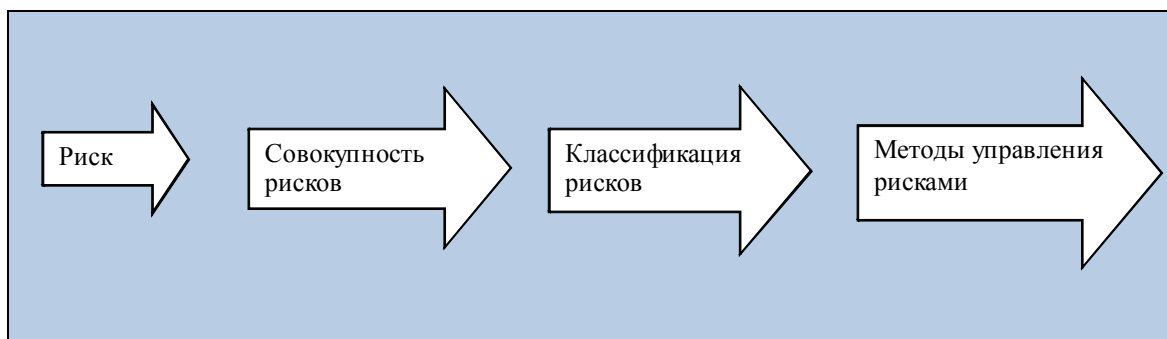


Рисунок 2. Схема изучения рисков паевых инвестиционных фондов⁴²

⁴² Схема составлена автором

На сайтах управляющих компаний паевых инвестиционных фондов нет достаточной информации о рисках. Исследуя сайты первых 15-ти ведущих управляющих компаний России⁴³, можно прийти к выводу, что лишь три из них – «Альянс-РОСНО управление активами», «Ингосстрах-Инвестиции», «ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс» – раскрыли информацию о рисках, некоторые компании в целом описывают ситуацию в данной отрасли, а в большинстве случаев информация по рискам совсем отсутствует.

Таблица 10. Раскрытие информации о рисках управляющими компаниями

Управляющая компания	СЧА фондов управляющей компании, млн. руб.	Полное раскрытие информации о рисках в годовом отчете	Частичное раскрытие информации на сайте
Тройка Диалог	16 370,00		
УралСиб	13 662,13		риск вложений соответствует уровню риска российского фондового рынка.
Райффайзен Капитал	9 621,80		
Альфа-Капитал	8 193,88		
Атон-менеджмент	6 372,82		V
ОФГ ИНВЕСТ (Deutsche UFG Capital Management)	6 135,97		
УК Банка Москвы	4 721,54		V
КапиталЪ Управление активами	3 716,36		
<u>ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс</u>	<u>3 087,17</u>	VI11	
ВТБ Капитал Управление активами	2 715,04		
Газпромбанк — Управление активами	2 658,73		
<u>Ингосстрах – Инвестиции</u>	<u>2 103,76</u>	VI21	
УК Сбербанк	1 590,57		

⁴³ Рейтинг управляющих компаний за 2011 год по стоимости чистых активов [электронный ресурс], режим доступа: http://pif.investfunds.ru/funds/rate_management.phtml

При этом информация в отчетах «Альянс-РОСНО управление активами» и «Ингосстрах-Инвестиции» совпадает слово в слово. Компании выделяют внутренние и внешние риски. Возьмем эти риски за основу и сравним с «ТКБ БПН Париба Инвестмент Партнерс».

К внешним рискам управляющие компании относят:

1) Рыночный риск – риск потенциальных потерь, возникающих вследствие неблагоприятной динамики рыночных факторов, который может повлечь за собой снижение стоимости активов и, как следствие, снижение доходности или прямые убытки для учредителей управления;

2) Риск ликвидности ценных бумаг – вероятность возникновения потерь, связанных с неблагоприятными изменениями конъюнктуры рынка, которые могут привести к необходимости совершения сделок по неблагоприятным ценам, а также невозможности ликвидации активов в нужный момент времени;

3) Кредитный риск – риск финансовых потерь, возникающих вследствие дефолта эмитента долговых бумаг и/или неисполнения обязательств и нарушения условий контракта со стороны контрагентов по сделкам. В свою очередь кредитный риск делится на риск дефолта эмитента ценных бумаг и риск неисполнения обязательств со стороны контрагентов, организаторов торгов, клиринговых и расчетных центров и т.д.

4) Риск неправомерных действий в отношении имущества и охраняемых законом прав учредителей управления со стороны третьих лиц, включая эмитента, регистратора, депозитария.

5) Риски, связанные с влиянием государственных и регулирующих структур, заключаются в действии или бездействии органов государственной власти и регулирования, влияющих на деятельность фондового рынка.

6) Операционные риски (технический, технологический, кадровый) – риски прямых или косвенных потерь по причине возникновения неисправностей в информационных, электронных и иных системах, или из-за ошибок, связанных с несовершенством инфраструктуры рынка, в том числе

технологий проведения операций, процедур управления, учета и контроля, или из-за действий (бездействия) персонала, а также проведения мошеннических действий со стороны персонала и третьих лиц.

К внутренним рискам относят:

1) Риски бизнес-процессов компании – риски, возникающие в ходе осуществления компанией своей профессиональной деятельности (риск принятия неверных инвестиционных решений, риски связанные с несовершенством системы управления капиталом, ошибки в ранжировании, прогнозировании процентных ставок, ошибки персонала и т.п.).

2) Риски корпоративного управления в компании – риски, возникающие в ходе взаимоотношений менеджмента и собственников компании (риск недобросовестного или неквалифицированного поведения менеджмента, риск превышения расходов над доходами, связанных с функционированием компании и т.п.).

3) Клиентские риски – риски, обусловленные задержкой или отказом отплаты услуг или иными неправомерными действиями клиентов.

4) Репутационный риск связан с возможностью потери деловой репутации организации.

У управляющей компании «ТКБ БПН Париба Инвестмент Партнерс» несколько другой, но очень схожий подход к определению системы рисков. Компания выделяет риски клиентов (внешние) и риски общества (внутренние). «ТКБ БПН Париба Инвестмент Партнерс» конкретизирует понятие рыночного риска и выделяет основные его виды: валютные риски, процентные риски, ценовые риски. Кредитный, рыночный и риск ликвидности управляющая компания объединяет одним понятием – «инвестиционный риск». Данные виды рисков неразрывно связаны с инвестиционной деятельностью управляющей компании и ее продуктами и услугами, предлагаемыми клиентам. Реализация вышеупомянутых рисков не сказывается напрямую на самой УК, так как в большинстве своем эти риски принимаются клиентами. Однако этот риск может перерасти в

стратегический риск (из-за существенного оттока клиентов) и перейти во вторую группу рисков – риски самой управляющей компании. Стратегический, операционный, риск достаточности капитала и правовые риски относятся ко второй группе рисков, которые влияют непосредственно на деятельность управляющей компании. Стратегический риск близок по своему значению риску бизнес-процессов компании. Операционный риск охватывает риск потерь в связи с нарушениями в системе контроля внутри УК, включая неидентифицируемые превышения лимитов, неавторизованным трейдингом с нарушением полномочий, мошенничеством в трейдинге или учете, в т.ч. за счет неадекватности учетных регистров, недостаточности внутреннего контроля в области учета, неопытности персонала, неустойчиво работающих компьютерных систем, к которым имеется легкий доступ.

Перечисленные выше риски лишь косвенно затрагивают паевые инвестиционные фонды, они скорее являются обобщенными для всех компаний, действующих в финансовой сфере. В этой связи обратимся к теоретическим исследованиям данного вопроса. Рискам паевых инвестиционных фондов посвящены работы Александра Трегуба, Натальи Болдыревой, Я.М. Миркина, Трегуб Илоны.

Александр Трегуб определяет риск как «возможность возникновения в ходе инвестиционного процесса ситуации и ее последствий, которые, в следствие неопределенности причин или/и неточных решений, не были или не могли быть учтены при принятии инвестиционного решения или в ходе самого инвестиционного процесса»⁴⁴.

К настоящему времени еще не разработана общепринятая и одновременно исчерпывающая классификация рисков. Однако, по мнению многих авторов, все риски можно разделить:

⁴⁴ Трегуб А. Паевые инвестиционные риски: качество инструмента и риски инвестора, Финансист №2/2002. С.19-26.

- по источникам их возникновения – внутренние (внутрисистемные) и внешние (системные);
- по степени общности влияния рисков на внешнего инвестора – общие (объективные) и частные (субъективные) риски;
- по признакам прогнозируемости наступления – скрытые и явные;
- по источнику неопределенности – статические (главным источником неопределенности является незнание) и динамические (главными источниками неопределенности являются случайность или противодействие);
- по уровню учета при принятии инвестиционного решения – ожидаемые и неожиданные;
- по стадиям проявления – простые и сложные.

Данная классификация условная и классификационные признаки не являются полностью независимыми. Так, внешние риски являются обычно и общими, явные риски – ожидаемыми, сложные, как правило, имеют непредсказуемые последствия.

Чтобы определить систему рисков паевого инвестиционного фонда, будем предполагать, что все стороны, участники инвестиционного процесса, являются потенциальными источниками рисков.

У российских специалистов свои подходы к определению системы рисков. Рассмотрим их подробнее.

Александр Трегуб выделяет следующие виды рисков паевого инвестиционного фонда: политические (источник – государство), правовые (законодательные органы), инвестиционные (РЦБ), инструментальные (организации, принимающие участие в создании и эксплуатации инструмента), регуляционные (регулятор), информационные (СМИ), клиентские (инвестор), риски прямого ущерба и форс-мажорные риски (различные источники).

Однако наиболее важными является инструментальные риски, так как именно они характеризует ПИФ как инструмент коллективных инвестиций.

Таблица 11. Виды инструментального риска⁴⁵

Инструментальные риски									
управленческие риски	ресурсные риски	инфра- структурные риски	операционные риски	риски инсайдерских сделок	риски нарушения жизненного цикла	риски совме- щения различных видов деятель- ности	риски изменения договорных отношений	методи- ческий риск	учетный риск
	технический	смена управляющего	эксплуатационно- технический		ликвидация фонда		изменение инвестици- онной декларации		
	кадровый	смена обслуживающих организаций	технологический		приостанов- ление деятельности фонда		изменение правил фонда		
		изменение собственников и менеджмента	внутреннего контроля и риск- менеджмента						
			служебный						

⁴⁵ Трегуб А. Паевые инвестиционные риски: качество инструмента и риски инвестора, Финансист №2/2002. С. 26

Некоторые из них – в частности, операционные, управленческие, ресурсные, а также риски совмещения различных видов деятельности – характерны для всех продуктов, предлагаемых на рынке ценных бумаг. Это относится также и к риску осуществления управляющим сделок в свою пользу или в пользу аффилированных лиц при наличии конфликта интересов (инсайдерским сделкам), однако «возможности» управляющего ПИФом на этом пути гораздо шире. Дополнительно к ним этот инструмент имеет и такие риски, как учетный, методический, инфраструктурный, риск изменения договорных отношений, а также риски нарушения жизненного цикла фонда.

Учетный риск – явный динамический риск, он обусловлен нормируемыми процедурами определения стоимости инвестиционного пая. В ряде случаев в этих процедурах используются не только рыночные котировки, но и оценочные методы, и это может привести к тому, что стоимость пая будет неадекватно отражать реальную стоимость активов фонда.

Методический риск - динамический ожидаемый риск, связанный с форвардным методом расчета с клиентами, когда количество причитающихся ему паев определяется не по дате подачи им заявления, а позднее – по дате операции в реестре. Таким образом, с одной стороны, форвардный метод снижает угрозу инсайдерских сделок, но с другой – дополнительно к рыночному риску вызывает необходимость принятия инвестором на себя изменений рыночных котировок в промежутке времени между подачей заявления и проведение операции в реестре.

Инфраструктурные риски – динамические скрытые риски, связанные с тем, что в ходе инвестиционного процесса могут изменяться управляющий фондом и другие организации, обслуживающие фонд. Инвестор паевого инвестиционного фонда, в силу спецификации конструкции этого инструмента, полностью отстранит от процесса таких замен, он может лишь отказаться от дальнейшего участия в фонде, если новая инфраструктура не

вызывает его доверия. В состав инфраструктурного риска входит также смена собственников или ключевых менеджеров инфраструктурных организаций.

Договорные риски – скрытые частные, но критические для отдельного инвестора риски. Приобретая паи фонда, инвестор присоединяется к договору, условиями которого являются правила фонда. Однако управляющий может в любой момент в одностороннем порядке изменить любой пункт правил. Это относится к инвестиционной декларации фонда, которая определяет соотношение «доходность – риск» и, базируясь на которой, инвестор принимал решение о вступлении в фонд. Это относится к другим пунктам, таким как вознаграждение за управление, комиссионные при сделках по приобретению/продаже паев и т.п.

Риски нарушения жизненного цикла – скрытые для инвестора риски, связанные с тем, что по решению управляющего или регулятора фонд может быть ликвидирован, могут быть приостановлены отдельные операции, приводящее к потере ликвидности инвестиций.

Особое значение, по мнению Александра Трегуба, имеют информационные риски. Паевой инвестиционный фонд – инструмент весьма открытый, а из всех имеющихся на рынке ценных бумаг инвесторов, практически самый открытый, если не брать во внимание банковские депозиты. С одной стороны, это хорошо, так как позволяет инвестору принимать разумные и взвешенные решения, позволяющие достичь конечных целей, базируясь на всех доступных ему данных. Однако, открытость может нести в себе и угрозу. В первую очередь, это связано с демонстрацией фондом и его управляющим достигнутых результатов. Естественно, что все будут стараться показывать себя лучше. И это приведет к искажению реальной информации о фонде.

Наталья Болдырева несколько иначе идентифицирует риски в систему. Она распределяет их по критериям: уровень риска (до рисков четвертого

уровня включительно); источник риска (чья деятельность генерирует риск); вид риска (чистый риск, спекулятивный риск); уровень управления риском (государственный и уровень организации (институциональный)). Подробнее см. приложение А.2, А.3, А.4, А.5.

Таблица 12. Укрупненная структура портфеля рисков традиционного портфельного паевого инвестиционного фонда⁴⁶

Риски снижения стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда					
<i>Риски первого уровня</i>					
Риски неформирования ПИФ	Риски прекращения ПИФ	Риски снижения стоимости чистых активов в процессе функционирования ПИФ в стандартном режиме			
<i>Риски второго уровня</i>					
Риск того, что ФСФР не регистрирует правила доверительного управления ПИФ	Риск того, что по окончании срока формирования ПИФ стоимость имущества, составляющего ПИФ, оказалась меньше стоимости имущества, определенной правилами доверительного управления ПИФ, по достижении которой ПИФ является сформированным	Подана заявка (заявки) на погашение всех инвестиционных паев (для открытых и интервальных ПИФ)	Риски низкой рыночной стоимости активов ПИФ		
			<i>Риски третьего уровня</i>		
			Риски отсутствия (недостаточного) притока инвестиций	Риски, обусловленные деятельностью обеспечивающих субъектов ПИФ	Инвестиционные риски
					<i>Риски четвертого уровня</i>
Истек срок действия договора доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом	Другие риски	Риски высокой величины обязательств	Риски неадекватного оценивания рыночной стоимости активов		
Риски финансового рынка	Риски реализации инвестиционных услуг				

⁴⁶ Болдырева Н.Б. Классификация рисков и ключевые субъекты управления рисками коллективного инвестиционного фонда Вестник Тюменского государственного университета. 2010. № 4. С. 202

Я.М. Миркин считает, что участники финансового рынка подвержены следующим (по международной классификации) рискам:

- кредитный риск,
- процентный риск,
- риск ликвидности,
- рыночный риск,
- операционный риск,
- другие виды рисков, к которым относятся страновой риск,

правовой риск, риск потери репутации и системный риск.

В целом для инвестора Илона Трегуб выделяет следующие риски:

- На подготовительной стадии инвестирования (Investment stage risk):

1. risk of insufficient financial support (риск недостаточной финансовой поддержки);

2. schedule risk (риски различных схем инвестирования);

3. risk of technical unfeasibility of the project (риск технической неосуществимости проекта);

- На стадии вложений (Processing stage risk):

1. Production risk (производственный риск);

2. Marketing risk (маркетинговый риск);

- Для обеих стадий (Both):

1. Risk of suppliers defaults (банкротство инвестора);

2. Management risk (управленческий риск);

3. Administrative risk (административный риск);

4. Financial risk (финансовый риск);

5. Regional risk (страновой риск);

6. Legal risk (юридический риск);

7. Risk of force-majeure (риск форс-мажорных ситуаций).

Столь сложная прорисовка системы рисков инвестиционных фондов является следствием очень сложной структуры инструмента и принципов его

работы. Минимум пять инфраструктурных организаций, более 20 регулирующих документов, очень тяжелые для восприятия правила фондов, изобилие специальной терминологии – все это не может не увеличивать неопределенность при принятии инвестиционных решений. Тем не менее, все это не должно смущать инвестора. Большое количество идентифицированных рисков на деле не означает, что инструмент сам по себе рискованный, а то, что инвестор должен обладать адекватными знаниями и держать свою инвестиционную деятельность под контролем.

В 2002 году Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO) проводилось исследование, в результате которого было выведено в максимально агрегированном виде соотношение между внутренними и внешними рисками – оно оказалось на критическом уровне 49,4/51,6⁴⁷.

Наиболее значимыми для себя инвесторы признали риск ликвидации фонда и риск замены управляющего. Такое распределение значимости рисков вполне можно объяснить. Принятие инвестиционного решения носит во многом эмоциональный характер и зачастую базируется на личном доверии к управляющему и его менеджменту. Эксперты, в отличие от инвесторов, гораздо более значимо оценивают риски, возникающие при совмещении инфраструктурными организациями различных видов деятельности, осознавая, к каким тяжелым последствиям для инвестора это может привести и то, что такие риски совсем скрыты для непосвященных.

⁴⁷ Трегуб А. Паевые инвестиционные риски: качество инструмента и риски инвестора, Финансист №2/2002. С. 25

2.2. Управление рисками в деятельности управляющей компании

Целью системы управления рисками на рынке ценных бумаг является обеспечение максимальной сохранности активов и капитала на основе минимизации тех подверженностей рискам, которые могут неожиданно резко сократить ресурсы участника рынка ценных бумаг.

Под управлением риском понимается возможность лица, не являющимся источником или носителем риска:

1. предотвратить причины возникновения риска;
2. предупредить ситуацию возникновения риска;
3. смягчить негативные последствия наступления риска.⁴⁸

В инвестиционной деятельности предотвращение причины риска равносильно отказу от этой деятельности. Поэтому под управлением будем понимать именно предупреждение ситуации возникновения риска или смягчение негативных последствий наступления риска. Именно с такой точки зрения Александр Трегуб подходит к определению методов управления рисками паевого инвестиционного фонда.

Отметим, что управление рисками для инвестора вовсе не означает минимизацию всех рисков. Это относится только к нежелательным рискам – угрозам. Что же касается собственно инвестиционных, особенно рыночных рисков, то цель управления ими - поддержание или управляемое изменение соотношения «доходность – надежность инвестиций», исходя из толерантности инвестора к риску. Выше риск, выше доходность и наоборот. Рейтинг надежности управляющих компаний представлен в приложении А.6 (оценка Национального рейтингового агентства).

⁴⁸ Трегуб А. Паевые инвестиционные риски: качество инструмента и риски инвестора, Финансист №2/2002. С.23

Существует достаточно много способов управления рисками, основные из которых представлены в таблице 13 и снабжены интегральными оценками возможности их использования применительно к ПИФу.

Таблица 13. Возможности инвестора по управлению рисками ПИФа⁴⁹

Наименование метода	Описание	Оценка возможностей
Диверсификация	Вложение средств более чем в один инструмент	Ограничено
Страхование	Передача части рисков страховой компании	Крайне ограничено
Резервирование	Сохранение части капитала в безрисковых и высоколиквидных инструментах для покрытия непредвиденных расходов и других целей	Без ограничений
Хеджирование	Перенос риска изменения цены инструмента с одного лица на другое	Отсутствует полностью
Спекулирование	Оперативное перераспределение инвестиций между различными инструментами, исходя из текущей ситуации и прогнозов ее развития	Ограничено

Прокомментируем содержание таблицы 13. Диверсификация в узком смысле – финансовая диверсификация, когда инвестор одновременно размещает свои средства в нескольких инструментах, которые на его взгляд или по обоснованному мнению консультанта, имеют разные характерные риски и демонстрируют разнонаправленное поведение в одинаковых рыночных условиях. В более широком смысле диверсификация должна быть и структурной. Это означает, что разные инструменты должны, кроме всего прочего, быть под контролем разных регуляторов, иметь разную инфраструктурную поддержку и минимальное количество общих сложных рисков.

Вывод об ограниченных возможностях по диверсификации основан на следующих предпосылках. Если оставаться в рамках одного инструмента коллективных инвестиций – ПИФа, то диверсификация предполагает приобретение паев нескольких ПИФов, инвестирующих четко в определенные классы активов и позиционированных в непересекающихся

⁴⁹ Там же, С.24

областях в пространстве «доходность – надежность – ликвидность». Это весьма важно, несмотря на то, что ПИФ сам по себе является внутренне диверсифицированным инструментом. Так, недавнее исследование Investment Company Institute показало, что в среднем клиент взаимных фондов инвестирует в 4-6 разнопрофильных фондов. Однако современная российская практика такова, что подавляющее большинство управляющих предпочитают объявлять предельно широкую инвестиционную декларацию и следовать ей по мере своих сил и возможностей. Есть возможность диверсификации в финансовые, банковские и страховые продукты, но стоит подчеркнуть, что диверсификация достаточно затратный метод, далеко не всем доступный, и прежде всего частному инвестору.

Страхование рисков на рынке ценных бумаг осуществляется в крайне ограниченном объеме. В отечественной практике обязательным является страхование профессиональной ответственности инфраструктурных организации – регистраторов, депозитариев. В добровольном порядке страхуются отдельные, особо рискованные виды деятельности – например, интернет-трейдинг. В России страхованием рисков на РЦБ занимается ОАО СК «РОСНО».⁵⁰

Инвестиционные риски совсем не страхуются, и в этом принципиальное отличие инвестирования на рынке ценных бумаг от банковских депозитов, которые в большинстве развитых стран, по крайней мере для частных инвесторов, страхуются на государственном уровне.

Обычно вместо классического страхования на рынке ценных бумаг используется «квазистраховые» схемы – компенсационные фонды, находящиеся под государственным контролем. Они предназначены для выплат компенсации нерыночных потерь инвесторам, в первую очередь частным, в строго определенных случаях – банкротство инвестиционного посредника или его мошенничество. Такие фонды широко распространены

⁵⁰ Чугунов Д. Страхование РЦБ, [электронный ресурс] [режим доступа] <http://www.partad.ru/materialy/all/insurance/word/2010/rosno.pdf>

во многих странах и являются достаточно действенным инструментом управления рисками инвестора. В России такие фонды регулируются законом «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг».

Резервирование является наиболее простым и часто используемым методом управления рисками, в России он реализуется через приобретение наличной валюты.

Хеджирование реализуется через приобретение срочных инструментов, а на данный момент и приобретения структурированных продуктов, и позволяет повысить надежность инвестиций за счет ограничения доходности. Инвестиционный пай, как говорилось в первой главе, не может быть базисным активом срочного инструмента. Таким образом, если инвестор паевого инвестиционного фонда довольно комфортно чувствует себя на растущем рынке, то при падении он не может получить даже минимальный доход. С одной стороны, производные инструменты и структурированные продукты довольно рискованны, если ими злоупотреблять, но все равно являются цивилизованным методом управления риском. По крайней мере, инвестор должен иметь осознание, что запрет хеджирования – это скрытый дефект инвестиционного пая, невыгодно отличающий его от других ценных бумаг.

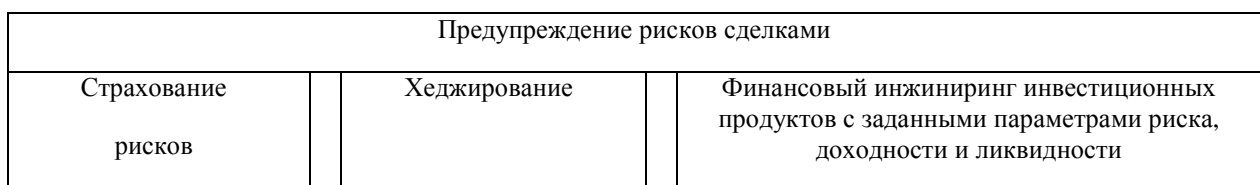
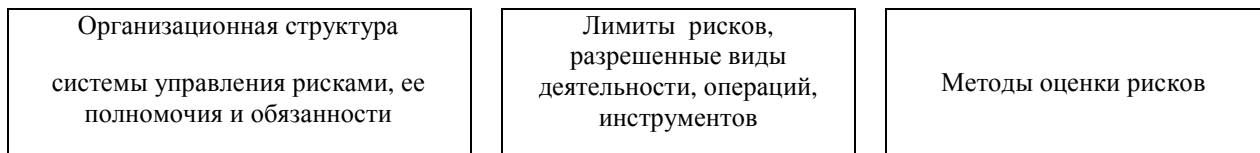
Согласимся с позицией Я.М. Миркина, который считает, что система управления рисками должна быть документирована. Должны существовать меры ответственности персонала за неприменение системы управления рисками или за нарушение предусмотренных в ней нормативов и требований.

Я.М. Миркин предлагает свою систему управления риском:⁵¹

⁵¹ Миркин Я.М. Лекции по курсу «Институты финансовых рынков» Часть 2 «Управление рисками брокеров-дилеров на финансовом рынке» - М.,2007.

Документированная стратегия управления рисками,
 обеспечивающая соблюдение норм благоразумного поведения, в т.ч. установленных для финансового института, установленных финансовыми регуляторами (в России – Федеральной службой по финансовому рынку, Банком России и другими регуляторами)

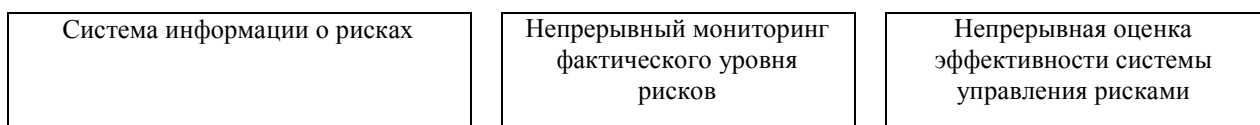
Предупреждение рисков



Создание денежных резервов против рисков

Физически существующие системы, предупреждающие наступление рисков (например, операционного риска)

Чрезвычайные планы действий
 (в случае наступления различного рода рисков)



Урегулирование фактически наступивших рисков

(реализация чрезвычайных планов действий, использование денежных резервов против рисков для покрытия убытков,
 система стандартных действий (сделок) по урегулированию рисков (переструктурированию портфеля, снижению их концентраций, обеспечению приемлемого уровня по отдельным видам деятельности, группам активов и обязательств)

Рисунок 3. Система управления риском

Стоит заметить, что и А.Трегуб и Я.М. Миркин считают резервирование (создание денежных резервов) и страхование рисков

наиболее приемлемым методом при управлении рисками паевых инвестиционных фондов. Опираясь на исследования в сфере рисков, невозможно с ними не согласиться.

На уровне профессиональных сообществ, в частности НЛУ, решается вопрос о разработке стандартов управления рисками. Однако на современном этапе стандарты управления риском профессионального участника фондового рынка разработаны лишь Национальной ассоциацией участников фондового рынка⁵² (НАУФОР). В документе впервые на российском рынке регламентируется работа риск-менеджера компании⁵³.

Стандарты⁵⁴ управления рисками профессионального участника рынка ценных бумаг подробно описывают все основные риски профессионального участника – операционный, кредитный, рыночный и риск ликвидности, а также процедуры управления каждым из них.⁵⁵ Основное внимание в стандартах уделено качественным показателям, при этом введены два количественных норматива – коэффициент средней ликвидности и

⁵² Справочно: НАУФОР - общероссийская саморегулируемая организация, объединяющая профессиональных участников фондового рынка - брокеров, дилеров, управляющих ценными бумагами и депозитариев. В ассоциацию входит более 400 компаний, филиалы действуют в 14 крупных городах России. Миссия НАУФОР состоит в совершенствовании правового регулирования российского рынка ценных бумаг, обеспечении условий профессиональной деятельности участников фондового рынка России, установлении правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, защите интересов инвесторов.

⁵³ НАУФОР стандартизировала риски [электронный ресурс], режим доступа: <http://www.finansmag.ru/news/4369>

⁵⁴ Справочно: В 2009 году НАУФОР распространяла данные стандарты среди своих членов в качестве рекомендаций. В будущем планируется, что они станут обязательными для исполнения всеми членами этой саморегулируемой организацией.

Стандарты управления рисками состоят из пяти частей. Первая часть определяет общие принципы управления рисками: требования к корпоративной структуре компании, к отчетности и контролю за эффективностью управления, а также описывает общие процедуры выявления, оценки и реакции на риски. Еще четыре части стандартов поделены на виды рисков: рыночные, операционные, кредитные и риск ликвидности. Стандарты позволяют определить риски в компаниях, а также дают рекомендации по их нивелированию, при этом не определяя количественную оценку показателей деятельности профессиональных участников.

Как отметила зампред правления НАУФОР Мария Черемисина, стандарты управления рисками носят качественный характер, а не количественный: «Это документ о том, как действовать участникам в кризисных условиях». По ее словам, после того как эти правила станут обязательными для членов НАУФОР, ассоциация будет проводить контроль за их соблюдением, собирать и анализировать отчетность. При этом возможен индивидуальный подход к профессиональному участнику, если в случае оправданных причин некоторые стандарты не будут соблюдены.

⁵⁵ Справочно: Данные стандарты находятся в закрытом доступе на сайте НАУФОР. Чтобы подробно ознакомиться с данными стандартами, необходимо стать членом Национальной ассоциации участников фондового рынка.

коэффициент мгновенной ликвидности. При этом введены и количественные показатели, в том числе, элементы пруденциального надзора⁵⁶.

⁵⁶ Управление рисками в проектах внедрения информационных систем управления предприятием [электронный ресурс], режим доступа: <http://www.topsbi.ru/default.asp?artID=1489>.

Глава 3. Проблемы развития паевых инвестиционных фондов

3.1. Проблемы развития паевых инвестиционных фондов на разных этапах

В результате исследования ретроспективы паевых инвестиционных фондов, по нашему мнению, следует выделить 5 этапов их развития:

- 1) 1995-1998 гг. – этап формирования паевых инвестиционных фондов;
- 2) 1998-2003 гг. – этап становления ПИФов в России;
- 3) 2003-2008 гг. – этап бурного развития паевых инвестиционных фондов;
- 4) 2008-2010 гг. – кризис паевых инвестиционных фондов;
- 5) 2010 – наст.вр. – выход из кризиса и «проникновение» в экономику России.

Первый этап (1995-1998 гг.): Отсутствие основного федерального закона, проблема лицензирования УК.

История создания паевых инвестиционных фондов в России началась 26 июля 1995 года с появления Указа Президента № 765 «О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации», в котором определялся порядок создания и функционирования нового инвестиционного института. Указом предусматривалась возможность создания двух типов фондов – открытых (ОПИФ) или интервальных (ИПИФ).

В дальнейшем работу по созданию нормативной базы продолжила Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг, которая разработала пакет постановлений по регулированию процесса создания и функционирования паевых инвестиционных фондов. В частности, ФКЦБ России установила

государственной контроль за их деятельностью, разделила управление активами фонда и их хранение, организовала многосторонний перекрестный контроль тех организаций, которые отвечают за деятельность ПИФа, предъявила высокие требования к раскрытию информации, необходимой инвесторам для принятия грамотного решения, усовершенствовала систему отчетности, а также устранила двойное налогообложение, которое присутствовало в чековых инвестиционных фондах. Эти особенности деятельности паевых фондов являются предпосылками к повышению доверия инвесторов к этому новому и все еще непривычному для многих россиян финансовому институту.

Потребовался почти год на информационную кампанию, подготовку нормативной базы и появление первых лицензированных управляющих компаний и зарегистрированных фондов. Результат данного процесса – целый ряд фальстартов в виде «суррогатных» взаимных фондов.

Самым уникальным «предвестником» стал Первый российско-американский фонд вложений «Большой». Размер фонда должен был составить 50.55 млрд. рублей (курс доллара 5500 рублей), которые он намеревался вкладывать в государственные ценные бумаги. Создатели фонда назвали свое детище первым и единственным аналогом американских взаимных фондов. На логотипе фонда был изображен медведь – символ падающего фондового рынка.

К началу 1996 начали появляться первые паевые инвестиционные фонды. Первые три УК ФКЦБ выбрала и назвала 21 ноября 1995 года. Ими стали: 1) управляющая компания Первого венчурного фонда; 2) управляющая компания екатеринбургского ЧИФ Аско-Капитал; 3) объединенный институт ядерных исследований в Дубне.⁵⁷

За осень 1995 и зиму 1996 года утвердились типовые правила паевых фондов, проспекты эмиссии паев, положение о лицензировании, типовые договора и др.

⁵⁷ Каталог «Индустрии управления активами в России», юбилейное издание, Москва 2011, с.5

Серьезную поддержку этой работе оказал подтянутый к 1996 году займ Международного банка реконструкции и развития (МБРР) в 31 млн. долларов специально под проект «развитие коллективных инвестиций и защиты инвесторов». На эти деньги не только было разработано законодательство, но и обучены первые специалисты, создан центр коллективных инвестиций.

Таблица 14. Основные события первого этапа развития паевых фондов⁵⁸

26 июля 1995 г.	Первое законодательное упоминание в Указе Президента РФ
01 сентября 1995 г.	Выходит программа развития ПИФов
21 ноября 1995 г.	ФКЦБ объявляет три первых пилотных проекта
17 апреля 1996 г.	Дата лицензирования первых трех управляющих компаний
08 августа 1996 г.	Регистрация первого специализированного депозитария
12 сентября 1996 г.	ФКЦБ регистрирует два первых ПИФа
12 ноября 1996 г.	Начинается первое первичное размещение
19 ноября 1996 г.	Дата начала инвестиций средств ПИФов
29 ноября 1996 г.	Дата начала работы первого стороннего агентского пункта
31 декабря 1996 г.	Сформирован первый ПИФ

17 апреля 1996 года стало датой лицензирования первых трех управляющих компаний: «АВО-капитал» (Промратехбанк и Объединенный институт ядерных исследований), компания «Мономах» (созданная при участии банка «Империал» и «КУИФ» (управляющая компания ЧИФ «Первый ваучерный фонд»). В августе лицензии получили «Кредис» (Москва), «Управляющий паевого инвестиционного фонда «Нефтегазэкспорт», «Паллада Эссет менеджмент», Инвестиционная компания «Этерна». УК Кредис являлась проектом швейцарского банка Credit Suisse First Boston. УК Этерна являлась проектом ОНЭКСИМ-банка совместно с Интеррос-Эстейт и Интерос-Согласие. В сентябре лицензии получили еще три управляющих компании: РТК-инвест (управляющая

⁵⁸ Там же, с.5

компания «Ростелекома»), Тройка Диалог, а также МКБ-капитал (проект Межкомбанка). В октябре еще две компании: ОФГ-инвест⁵⁹ и Монте Аури⁶⁰.

До 1997 года было сформировано 8 паевых инвестиционных фондов: два от «Паллады», два от «Пионера», три от «Кредис» и «Илья Муромец» от «Тройки Диалог». Также к началу 1997 года было лицензировано 3 специализированных депозитария: «Первый российский специализированный депозитарий» (8 августа 1996 года), банк «Империал», «Кредит Свис Кастоди».⁶¹

Выделение самостоятельной отрасли asset management состоялось в 1996 году. Вначале она ассоциировалась с направлением коллективных инвестиций. Но затем с изменением пенсионного законодательства, появлением ЗПИФ, более активным развитием сегмента индивидуального доверительного управления, индустрия стала активно диверсифицироваться. На данный момент она состоит из 5 сегментов. Это розничные ПИФы, закрытые фонды, управления активами НПФ, ИДУ активами юридических лиц и физических лиц представлены на рис.4.

⁵⁹ Справочно: В 2008 году немецким банком Deutsche Bank было куплено 40% акций российской управляющей компании «ОФГ Инвест» вместе с опционом на покупку оставшейся доли сроком на два года, после чего компания была переименована в «Deutsche UFG Capital Management». В 2011 году Deutsche Bank реализовал свое право на выкуп оставшихся 60% акций УК «ОФГ Инвест». В компании сохранится прежний менеджмент и ключевые сотрудники. Данная мера позволит банку укрепить позиции на российском рынке управления капиталом, а также предоставить доступ на российский рынок иностранным инвесторам.

⁶⁰ Справочно: К концу 1996 года было выдано 13 лицензий. 12 сентября были зарегистрированы первые два фонда управляющей компании «Паллада»: первый номер выпал фонду государственных ценных бумаг, второй фонд – «Фараллон» – ориентирован на корпоративные ценные бумаги. Фонд «Пионер Первый» стал третьим фондом. Однако первым сформироваться успел Фонд краткосрочных рублевых инвестиций Кредис, зарегистрированный четвертым 16 декабря. Фонд уложился с размещением до 31 декабря, которая и стала датой формирования фонда. Но не обошлось и без исторического казуса. 22 декабря ПИФ «Пионер Первый» сформировал СЧА в размере 2,555 млрд. рублей, информагентство Рейтер объявило о завершении первичного размещения, однако ФКЦБ признало датой формирования это ПИФа лишь 11 февраля.

⁶¹ Справочно: Первым инвестором стал москвич Владимир Жучков, купивший пай в «Пионер Первый». Приведем его короткое интервью и сделаем из него несколько выводов. «Я уже имею вклады в Сбербанке и акции «Манежной площади», поэтому решил рискнуть и доверить средства ПИФу. Доверил по минимуму - 500 тыс. рублей (90 долларов) (комментарий первый: нет полного доверия новому инструменту!). Как мне кажется, вложения эти себя оправдают, как по доходности, так и по надежности. Но как физическое лицо я не могу знать всех тонкостей (комментарий второй: финансовая неграмотность населения!). В ПИФе за меня это сделают профессионалы. И совсем не смущает тот факт, что в «Пионере» работают иностранцы. Наши ребята тоже не глупы, но у американцев опыта больше» (комментарий третий: американские специалисты опытнее, чем российские, но российским есть к чему стремиться!).

Однако за весь период с 1995 до 1998 года не было сформировано ни одного федерального закона, регулирующего деятельность паевых инвестиционных фондов.

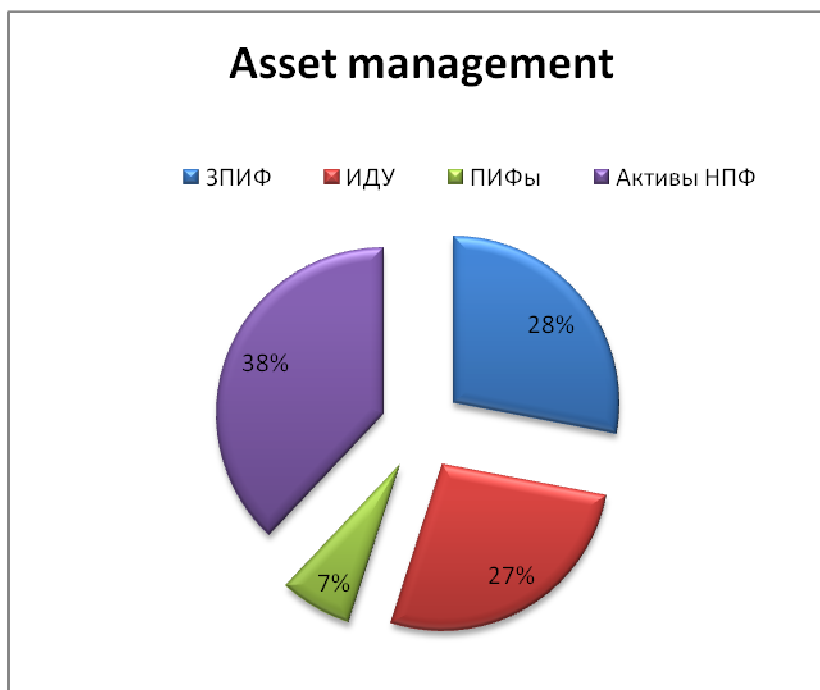


Рисунок 4. Структура asset management

Второй этап (1998-2003 гг.): Недостаточное использование потенциала ПИФов в экономике.

С 1998 по 2003 гг. активы паевых инвестиционных фондов в России увеличились с 0,25 млрд. рублей до 76,2 млрд. рублей, или в 306 раз. Доля активов паевых инвестиционных фондов в ВВП не превышала 0,6%, в совокупных активах финансовых посредников – 1,3%. Причины недостаточного использования потенциала ПИФов в экономике и социальной сфере в значительной мере вызваны отставанием действующего механизма дистрибьюции и поддержания ликвидности инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов от современных технологий размещения и обращения ценных бумаг.

Третий этап (2003-2008 гг.): Низкая социальная значимость паевых инвестиционных фондов.

Тенденции стабилизации экономики в России 2003–2008 гг. позитивно отразились на развитии рынка паевых инвестиционных фондов. Прирост ВВП в 2005 г. свыше 7% свидетельствует о сохранении общего экономического роста (4,7% в 2002 г., 7,3% в 2003 г., 7,1% в 2004 г.)⁶². Рост положительного сальдо торгового баланса страны, снижение чистого оттока капитала, увеличение объема прямых и портфельных иностранных инвестиций определяют благоприятную макроэкономическую ситуацию в России, оказывая непосредственное влияние на рынок коллективных инвестиций.

Повышение кредитного рейтинга России до инвестиционного уровня означает снижение стоимости заимствований на международных финансовых рынках и, как правило, влечет за собой повышение рейтингов корпораций, которые также получают доступ к более дешевым финансовым ресурсам. В свою очередь пополнение ресурсов компаний путем доступного кредитного финансирования сможет улучшить их финансовое положение и высвободить средства для направления на финансовый рынок, в частности, на рынок паевых инвестиционных фондов.

Развитие фондового рынка России 2003–2008 гг. наряду с благоприятными тенденциями (рост фондовых индексов и объемов торгов акциями и облигациями на фондовых биржах) характеризуется такими негативными факторами, как «дело ЮКОСа» и «летний кризис доверия банков» на фоне общей сильной волатильности (т. е. стандартного отклонения средней доходности фонда) рынка ценных бумаг. В целом же остается определенным позитивный настрой в отношении тенденций на российском фондовом рынке как основном катализаторе роста рынка паевых фондов. Основными факторами здесь являются: высокий уровень рублевой ликвидности в связи с сохранением притока валюты в страну и, как следствие, вероятное укрепление курса рубля; продвижение в вопросе либерализации рынка акций Газпрома (в частности присоединение к нему

⁶² Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики, режим доступа: www.gks.ru

Роснефти); сдвиги в реформе электроэнергетики; ожидаемые IPO (потребительский сектор, металлургия, сектора связи и банковский).

Анализ операций физических лиц с иностранной валютой свидетельствует о высокой «чувствительности» населения по отношению к колебаниям обменных курсов доллара и евро по отношению к рублю.

К сожалению, финансовая образованность российских граждан остается на низком уровне.⁶³

Следует отметить, что большая часть населения не имеет полного представления о возможностях инвестирования средств на финансовом рынке, а на покупку валюты тратит гораздо больше средств, чем на вложения в паевые инвестиционные фонды.

Получается, для граждан сохранность сбережений имеет более высокий приоритет, чем их значительный прирост при высоком риске.

В то же время при соответствующем уровне информационной поддержки они могли бы направить существенную часть средств на рынок паевых инвестиционных фондов.

Таблица 15. Динамика среднедушевых доходов населения⁶⁴

год	рублей в месяц	темпы роста (в %)	темпы прироста (в %)
2003	5 170,40	100,00%	0,00%
2004	6 410,30	123,98%	23,98%
2005	8 111,90	156,89%	32,91%
2006	10 196,00	197,20%	40,31%
2007	12 602,70	243,75%	46,55%
2008	14 948,00	289,11%	45,36%

⁶³ Справочно: Основная их часть по-прежнему предпочитает менять дешевую (в текущий момент) валюту на дорогую, а не наоборот.

⁶⁴ Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики, [электронный ресурс], режим доступа: <http://www.gks.ru>

В основе развития рынка паевых инвестиционных фондов, безусловно, лежит рост благосостояния населения (см. таб. 15).

Все это еще раз свидетельствует о том, что при наличии огромного потенциала привлечения средств населения не хватает доступных инструментов для инвестирования этих средств, при этом очень низка информированность граждан об альтернативных источниках вложений средств и велики их опасения относительно степени риска вложений на фондовом рынке.

В целом, опираясь на общие тенденции экономического развития России за 2003–2008 гг., можно отметить благоприятную макроэкономическую ситуацию для развития финансового рынка и отрасли паевых инвестиционных фондов в частности, для закрепления которой требуется дальнейшее стимулирование экономики. Бурное развитие рынка ПИФов в свою очередь влечет за собой рост объема финансового рынка и количества его участников. Со стороны граждан и корпоративных инвесторов повышается заинтересованность и спрос на инструменты рынка паевых инвестиционных фондов, однако он по-прежнему остается на сравнительно низком уровне по сравнению с объемами накоплений населения и финансовыми вложениями российских организаций.

Четвертый этап (2008-2010 гг.): Мировой финансовый кризис: отсутствие сплоченности и единой стратегии.

Мировой финансовый кризис 2008-2010 гг. по-разному отразился на отдельных сегментах российского финансового рынка. Рассмотрим его влияние на рынок паевых инвестиционных фондов.

Наиболее востребованными паевыми инвестиционными фондами являются открытые, так как для инвесторов возможность забрать свои деньги в любой день является существенным преимуществом. С июня 2008 года стоимость чистых активов открытых ПИФов снизилась к марту 2009 г. в три раза – со 120 до 40 млрд. руб. Это обусловлено, как снижением курсов

ценных бумаг, так и выходом из паевых инвестиционных фондов многих инвесторов, которые продавали их, во-первых, из-за потери перспективы на обогащение, связанной с фондовым рынком, а во-вторых, для трансформации инвестиций обратно в сбережения, т.е. фактически для высвобождения денег для насущных нужд⁶⁵.

Несколько лучшую динамику показывает СЧА всех фондов (рис. 5), так как вкладчики в первую очередь забирали деньги из открытых ПИФов, во вторую очередь из интервальных. В закрытых фондах не предусмотрен вывод средств до срока окончания, к тому же закрытые фонды - долгосрочного инвестирования, в которых инвесторы надеются пережить падение и выйти в хороший плюс в течение нескольких лет.

Пятый этап (2010 год – наст. вр.⁶⁶): Проблема доверия населения, проблема чувствительности паевых инвестиционных фондов к рынку, кэптивность.

⁶⁵ Матросов С.В. Влияние мирового финансового кризиса на российский рынок розничных инвестиционных продуктов, Бизнес и банки.-2010, № 3.-С.8

⁶⁶ Справочно: В 2011 году сформирован первый в России открытый паевой инвестиционный фонд, инвестирующий в драгоценные металлы. Все существовавшие до этого подобные фонды принадлежали к типу интервальных ПИФов. Объектами инвестирования в фонде будут палладий, золото, серебро и платина (в совокупности до 70%), но не напрямую, а через иностранные инвестиционные фонды, повторяющие динамику цен на металлы, а также российские корпоративные облигации.

Новым видом паевых инвестиционных фондов пока на законодательном уровне в 2011 году стал фонд долгосрочных прямых инвестиций. На данный момент ни одного фонда такого вида полностью не сформировано.

Группа компаний «Ренессанс груп» выделила управление недвижимостью в отдельную бизнес структуру. Три ЗПИФа, ранее существовавших в рамках управляющей компании «Ренессанс управление активами», будут переданы УК «Ренессанс Недвижимость». Данная мера вызвана желанием более полно участвовать в привлечении инвестиций в недвижимость на всех рынках присутствия группы, в том числе и на российском, где в последнее время обострилась конкуренция с другими компаниями, в первую очередь, имеющими государственное участие. Также «Ренессанс недвижимость» будет осуществлять консультационные услуги, на что также возлагаются большие надежды.

Процесс консолидации Банка Москвы и ВТБ, который коснулся и управляющих компаний. УК «Банка Москвы» присоединилась к «ВТБ Капитал Управление инвестициями» (в октябре «ВТБ Капитал Управление инвестициями» приобрела 100% акций «УК Банка Москвы»). На данный момент управляющие компании бизнеса по управлению активами ВТБ Капитал существуют под собственными брендами, и, соответственно, управляют каждой собственной линейкой паевых инвестиционных фондов. Но процесс управления УК «Банка Москвы» уже курируется в «ВТБ Капитал Управление инвестициями».

В 2011 году зафиксирован первый случай использования инструментов срочного рынка на рынке паевых инвестиционных фондов. УК «Тройка Диалог» стала первой отечественной управляющей компанией, которая включила фьючерс на индекс РТС в портфель открытого ПИФа акций «Добрыня Никитич» в целях хеджирования риска рыночной коррекции. Данное решение соответствует мировой практике, но, в условиях растущего рынка это может привести к падению доходности, а в случае существенного падения рынка, данная мера окажет не столь сильное влияние на снижение цены портфеля. Что, вместе с высокой стоимостью внедрения новых учетных систем в бэк-офисах управляющих компаний, препятствует широкому распространению подобной практики у российских управляющих

Опираясь на основные тенденции развития рынков ценных бумаг можно свидетельствовать о том, что: 1) фондовый рынок во многих странах является катализатором научно-технического прогресса в реальном секторе экономики; 2) способен обеспечивать рост производительности труда и предоставлять инвестиционные ресурсы для ускоренного развития передовых отраслей и производств; 3) оказывает самое непосредственное влияние на характер функционирования мировой экономики в целом и национальных экономических систем в частности.⁶⁷



Рисунок 5. СЧА всех паевых инвестиционных фондов за 2007-2010 гг.⁶⁸

Современный этап развития отрасли паевых инвестиционных фондов характеризуется большим их многообразием, при этом в состав активов многих категорий паевых инвестиционных фондов (помимо прочих активов) могут входить ценные бумаги Российской Федерации и государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации, муниципальные ценные бумаги, акции и облигации российских хозяйственных обществ, ценные бумаги иностранных государств, акции иностранных акционерных обществ и облигации иностранных коммерческих организаций, инвестиционные паи

⁶⁷ Челпанова В.А. Анализ современного этапа развития отрасли паевых инвестиционных фондов в России, Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2010. № 4. С. 105

⁶⁸ СЧА всех ПИФОВ, электронный ресурс, режим доступа www.pif.investfunds.ru

паевых инвестиционных фондов, ипотечные ценные бумаги, российские депозитарные расписки и иные ценные бумаги, предусмотренные нормативными правовыми актами ФСФР.

Таблица 16. Динамика стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов за период с 31.12.2010 – 31.12.2011, руб.⁶⁹

Категория	Открытые	Интервальные	Закрытые
Фонды акций	-16 540 463 890 (-27%)	-5 681 682 697 (-42%)	+11 302 852 294 (+42%)
Фонды облигаций	+4 999 700 846 (+40%)	-142 161 625 (-82%)	+26 320 579 (+8%)
Фонды смешанных инвестиций	-2 659 284 425 (-18%)	-1 132 769 796 (-10%)	-3 472 321 265 (-5%)
Фонды денежного рынка	+524 675 203 (+62%)	-	
Индексные фонды	+457 842 557 (+9%)	-	
Фонды фондов	+456 917 878 (+174%)	-433 514 010 (-65%)	
Фонды товарного рынка		+768 876 133 (+165%)	
Ипотечные фонды			+150 181 214 (+7%)
Фонды художественных ценностей			+15 251 504 101 (+11526%)
Фонды недвижимости			+14 297 289 389 (12%)

⁶⁹ Капитан И. Анализ работы паевых инвестиционных фондов за период с 31 декабря 2010 по 31 декабря 2011 года, электронный ресурс, режим доступа: <http://www.nlu.ru/news24.htm?id=117420>

Рентные фонды			+ 18 018 961 096 (+19%)
Всего	-12 760 611 831 (-13%)	-7 317 457 827 (-28%)	+55 574 787 410 (+17%)

Несмотря на положительное привлечение по итогам года объемом в 3,15 млрд. рублей, стоимость чистых активов открытых паевых фондов по сравнению с предыдущим годом уменьшилась на 12,8 млрд. рублей или на 13,5% вследствие рыночной конъюнктуры – динамика котировок ценных бумаг на основных мировых финансовых площадках по итогам года оказалась не лучшей, что видно на примере просадки индексов: S&P40 -7%, NIKKEI -10%, Shanghai composite -12%, Vovespa -19%, ММВБ -18%. Стоимость чистых активов интервальных паевых инвестиционных фондов также снизилась на 7,3 млрд. рублей или 27,6%.

Из публичных фондов (открытых и интервальных), снижение показали категории фондов акций (-22,2 млрд. рублей) и фондов смешанных инвестиций (-3,8 млрд. рублей) и индексных фондов (-238 млн. рублей). Остальные категории фондов выросли вследствие привлечения средств пайщиков и роста стоимости активов в их инвестиционных портфелях. Так, фонды облигаций выросли на 4,9 млрд. рублей, фонды денежного рынка на 525 млн. рублей, фонды фондов на 23 млн. рублей и фонды товарного рынка на 769 млн. рублей (см.таблицу 16).

Наибольший рост произошел в категории закрытых фондов художественных ценностей и объясняется это тем, что в 2011 году был сформирован крупнейший в мире фонд художественных ценностей («Собрание. ФотоЭффект» под управлением УК «АГАНА»), стоимость чистых активов которого на момент формирования составила более 14 млрд. рублей.⁷⁰ Также существенный рост объема активов под управлением был

⁷⁰ Капитан И. Анализ работы паевых инвестиционных фондов за период с 31 декабря 2010 по 31 декабря 2011 года, электронный ресурс, режим доступа: <http://www.nlu.ru/news24.htm?id=117420>

показан открытыми фондами фондов (+174%) и интервальными фондами товарного рынка (+165%), но обусловлено это в значительной степени эффектом «низкой базы», т.е. тем, что за год количество и фондов фондов (+6 фондов), и фондов товарного рынка (+2 фонда) стало больше в полтора раза.

Стоимость чистых активов закрытых фондов всех категорий кроме фондов смешанных инвестиций (-3,5 млрд. рублей) выросла. Совокупный рост СЧА ЗПИФов составил 59,6 млрд. рублей.

Совокупная стоимость чистых активов открытых паевых фондов на конец года составила 81,8 млрд. рублей, интервальных фондов 19,1 млрд. рублей, закрытых фондов 374 млрд. рублей. Общая стоимость чистых активов всех паевых инвестиционных фондов составила 475 млрд. рублей.

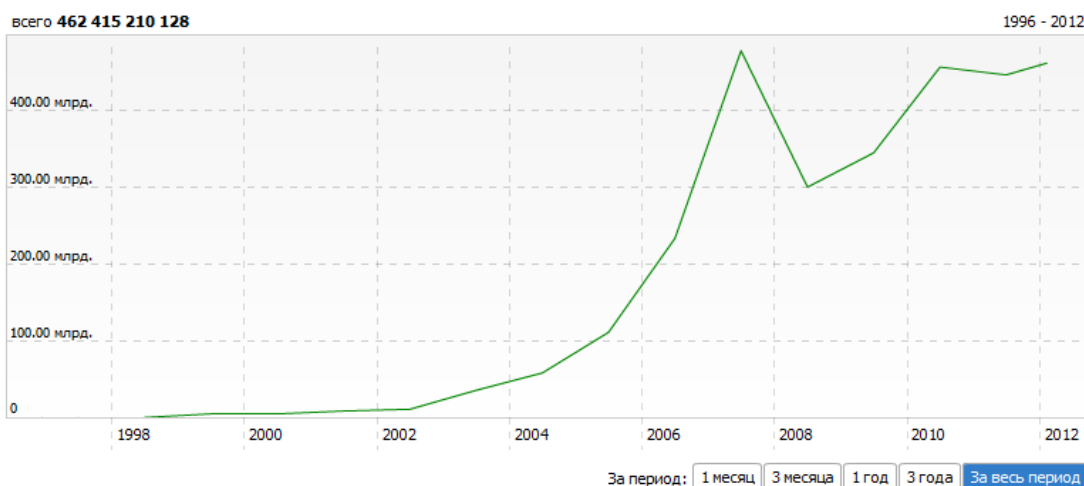


Рисунок 6. Динамика СЧА паевых инвестиционных фондов за 1996-2012 гг.⁷¹

Решая множество проблем на своем пути, индустрия доверительного управления в России в течение 15 лет, несмотря на кризисы и временные трудности, продолжает расти, демонстрируя возможность находить каждый раз все новые драйверы роста (см. рис. 6).

⁷¹ СЧА всех ПИФов, [электронный ресурс], [режим доступа] www.pif.investfunds.ru.

3.2. Проблемы налогообложения в сфере паевых инвестиционных фондов

В нормативном определении паевого инвестиционного фонда отсутствует признак правового статуса юридического лица. Таким образом, в силу нормативных положений ст. 19 Налогового кодекса РФ ПИФ не является налогоплательщиком в силу отсутствия у него правового статуса организации или юридического лица. Поэтому налоговое бремя может быть возложено на учредителей доверительного управления или управляющую компанию. Паевые инвестиционные фонды создавались в отличие от акционерных фондов с целью избежания двойного налогообложения.

1. Проблема исчисления и уплаты налога на доходы физических лиц.

Налогом облагаются денежные суммы, полученные владельцами инвестиционных паев в течение календарного года от продажи инвестиционных паев. Доход возникает только после погашения паев, какие-либо налоговые платежи в период владения инвестиционными паями не производятся.

Порядок налогообложения различается для физических и юридических лиц, а также для резидентов и нерезидентов РФ.

Для физических лиц налоговая база по НДФЛ по операциям купли-продажи и погашению инвестиционных паев определяется как разница между доходами от их реализации и документально подтвержденными расходами на приобретение, реализацию и хранение паев.⁷² Перечень расходов указывается в правилах ДУ фонда.

⁷² Справочно: В соответствии со статьей 214.1 НК РФ к указанным расходам относятся: сумма оплаты инвестиционных паев, перечисленная на счет фонда; надбавка, уплачиваемая управляющей компанией при приобретении инвестиционного пая, определяемая в соответствии с законодательством об инвестиционных фондах; скидка, уплачиваемая управляющей компанией при погашении инвестиционного пая, определяемая в соответствии с законодательством об инвестиционных фондах; расходы, возмещаемые профессиональному участнику рынка ценных бумаг, управляющей компании, осуществляющей доверительное управление имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд; расходы по приобретению паев, которыми владел налогоплательщик до их обмена на погашаемые инвестиционные паи в случае, когда погашаемые паи получены в результате обмена; другие расходы, непосредственно связанные

В случае обмена инвестиционных паев одного фонда на инвестиционные паи другого фонда, осуществленного налогоплательщиком с российской управляющей компанией, осуществляющей на момент обмена управление указанными фондами, финансовый результат по такой операции не определяется до момента реализации инвестиционных паев, полученных в результате обмена.

При операциях выдачи и погашения инвестиционных паев рыночной ценой признается расчетная стоимость инвестиционного пая, определяемая управляющей компанией в соответствии с законодательством об инвестиционных фондах, без учета предельной границы колебаний.

При операциях купли-продажи инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов на организованном рынке рыночной ценой признается цена инвестиционного пая, сложившаяся на организованном рынке ценных бумаг, с учетом предельной границы колебаний рыночной цены ценных бумаг.

При операциях купли-продажи инвестиционных паев закрытых и интервальных паевых инвестиционных фондов, не обращающихся на организованном рынке, рыночной ценой инвестиционного пая признается цена, определяемая для таких паев в соответствии с пунктом 4 статьи 212 Налогового Кодекса РФ⁷³.

Согласно налоговому кодексу освобождаются от налогообложения «доходы в денежной и натуральной формах, получаемые от физических лиц в порядке наследования...», «доходы, полученные в порядке дарения освобождаются от налогообложения в случае, если даритель и одаряемый являются членами семьи или близкими родственниками в соответствии с Семейным кодексом РФ⁷⁴» (п. 18, ст. 217).

с куплей, продажей и хранением ценных бумаг, оплачиваемые за услуги, оказываемые профессиональными участниками и управляющей компанией в рамках их профессиональной деятельности и др.

⁷³ Статья 212 НК РФ. Особенности определения налоговой базы при получении доходов в виде материальной выгоды

⁷⁴Справочно: Близкие родственники в соответствии с Семейным кодексом РФ: супруги, родители и дети, в том числе усыновители и усыновленные, дедушки, бабушки и внуки, полнородные и неполнородные (имеющими общих отца или мать) братья и сестра.

Таким образом, доход в натуральной форме в виде унаследованных паев ПИФов от физических лиц, а также в виде подаренных близкими родственниками паев ПИФов не подлежит налогообложению. В других случаях дарения доход облагается.

При этом, доход от последующей реализации полученных в порядке наследования или дарения паев паевых инвестиционных фондов под действие п. 18 и п. 18.1 ст. 217 части второй Налогового Кодекса РФ не подпадает и подлежит налогообложению налогом на доходы физических лиц на общих основаниях.

Если в течение налогового периода владельцу паев производилось несколько выплат в связи с погашением паев, то налог исчисляется с общей суммы дохода, превышающей размеры вычетов. Убытки, полученные пайщиком от погашения паев в течение года, сальдируются с доходами.

2. Проблема сальдирования доходов и расходов при уплате налога на прибыль.

Юридические лица – владельцы инвестиционных паев, имеющие постоянное представительство в России, относят прибыль от продажи инвестиционных паев на финансовые результаты года. При этом удержание управляющей компанией налога не производится, организации рассчитывают и уплачивают налог самостоятельно.

Юридические лица-нерезиденты РФ, не имеющие постоянного представительства в России, уплачивают налог на прибыль с разницы между суммой погашения паев и суммой инвестирования при их приобретении. Налогооблагаемая база рассчитывается нарастающим итогом. Поскольку, управляющая компания является агентом налогового контроля для данной категории владельцев паев, налог начисляется и удерживается управляющей компанией при каждом погашении инвестиционных паев.

Проблемой стало внесение поправок в пункт 4 статьи 276 НК РФ «Особенности определения налоговой базы участников договора

доверительного управления имуществом». В соответствии с этими поправками, с 2011 года при наличии нескольких договоров с управляющими компаниями для расчета налога на прибыль убытки и доходы клиента по разным договорам доверительного управления не могут сальдироваться. А значит, пенсионные фонды и страховые компании не смогут эффективно снижать инвестиционные риски, распределяя активы по нескольким управляющим компаниям.⁷⁵

3. *Проблема уплаты налога на имущество юридических лиц, налога на имущество физических лиц и земельного налога.*

Данная проблема существовала до 2011 года. В начале 2011 года был разъяснен порядок уплаты налога на имущество и земельного налога в отношении паевого инвестиционного фонда (Федеральный закон от 27.11.2010 № 308-ФЗ)⁷⁶. *Имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, подлежит налогообложению налогом на имущество у управляющей компании.* В отношении земельных участков, входящих в имущество, составляющее ПИФ, плательщиками земельного налога признаются также управляющие компании. Налоги уплачиваются за счет имущества, составляющего ПИФ. Новый закон вступил в силу с 01.01.2011.⁷⁷

Однако возникают проблемы при исчислении налоговой базы, касающиеся расходов, которые могут уменьшать налоговую базу. Согласно статье 41 закона «Об инвестиционных фондах» за счет имущества, составляющего паевой фонд, производятся расходы, связанные с доверительным управлением имуществом и совершением сделок с ним. Однако точный круг таких расходов законом не установлен. К ним, в частности, могут относиться расходы, связанные с налогообложением операций с имуществом фонда.

⁷⁵ Материалы конференции «Будущее доверительного управления в России» // [Электронный ресурс] - режим доступа: http://www.raexpert.ru/project/trust_management/2011/resume/.

⁷⁶ Федеральный закон «О внесении изменений в главы 30 и 31 части второй Налогового кодекса Российской Федерации» №308-ФЗ от 27.11.2010

⁷⁷ Изменения в налогообложении, вступающие в силу с 2011 года 13.12.2010 режим доступа: <http://www.buh.ru/document-1741>

Есть ряд проблем, касающихся уплаты налога на имущество. Особенно данный вопрос важен для закрытых паевых инвестиционных фондов, в виду того, что объем имущества под управлением, например, ЗПИФов недвижимости или рентных фондов, может исчисляться сотнями миллионов рублей.

Количество ЗПИФ за последние годы активно увеличивалось, особенно активно развивались закрытые фонды недвижимости, которые пострадали в результате изменения принципов налогообложения паевых фондов в конце 2010 г. и появления обязательства платить налог на имущество. Поэтому может возникнуть проблема с недостаточностью средств при уплате налога.

Данная проблема была поднята на конференции «Будущее рынка доверительного управления» в 2011 году. Суть проблемы заключается в том, что закрытые фонды часто владеют низколиквидными и труднореализуемыми активами. В целом сегмент ежегодно будет дополнительно тратить на новый налог около 2-2,5 млрд. рублей, а для уплаты налога фондам недвижимости необходимо будет выплачивать в среднем по 5 млн. рублей. В масштабах рынка сумма не очень большая, но помимо явных денежных затрат изменение порядка налогообложения создала почву для массы конфликтов: ответственности фонда за неуплату налога, ответственности УК за неуплату налога, порядка расчета налогооблагаемой базы. В итоге из привычного и понятного для инвестора инструмента ЗПИФ превращается в венчурный проект с неизвестным исходом.

В результате есть вероятность падения инвестиционного спроса к данному виду инвестиций. И серьезность данной проблемы значительна в виду того, что закрытые паевые фонды являются фундаментальной конструкцией, на которой управляющие компании осуществляют свою деятельность. За счет комиссии от управления активами ЗПИФов УК часто

поддерживают свою операционную деятельность, компенсируют расходы на развитие рыночных бизнесов. Отток средств из закрытых паевых инвестиционных фондов может повлечь за собой резкое сокращение операционных расходов, что в свою очередь повлечет за собой снижения качества управления средствами всех клиентов УК за счет упрощения инвестиционного процесса, риск-менеджмента.⁷⁸ Тем самым по цепочке реализуются риски, описанные в схеме инструментальных рисков, представленных во второй главе.

Паи не облагаются налогом на имущество физических лиц, так как не входят в объект налогообложения в соответствии с Законом РФ от 09.12.1991 № 2003—1 «О налогах на имущество физических лиц».

4. *Проблема исчисления и уплаты НДС.*

Паи не облагаются налогом на добавленную стоимость (НДС), так как в соответствии объектом налогообложения НДС является реализация товаров (работ, услуг). При передаче денежных средств в оплату инвестиционных паев ПИФа обязанности по исчислению и уплате НДС так же не возникает, так как осуществление операций, связанных с обращением российской или иностранной валюты, не признается реализацией товаров, работ и услуг⁷⁹. Но в соответствии со ст. 13 «Закона об инвестиционных фондах» в доверительное управление открытых и интервальных ПИФов могут передаваться только денежные средства, а для закрытых ПИФов может передаваться иное имущество, помимо денежных средств, которое предусмотрено инвестиционной декларацией, содержащейся в правилах доверительного управления этим ПИФом, кроме имущества, содержащегося в залоге⁸⁰. С 1 января 2006 г. вступила в силу ст. 174.1 НК РФ, регулирующая особенности исчисления и уплаты НДС в соответствии с договором доверительного управления имуществом фонда. В данной статье

⁷⁸ Материалы конференции «Будущее доверительного управления в России» // [Электронный ресурс]. режим доступа: http://www.raexpert.ru/project/trust_management/2011/resume/.

⁷⁹ п. 3 ст. 39 НК РФ и п. 2 ст. 146 НК РФ.

⁸⁰ Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 (ред. от 25.11.2009) №156-ФЗ "

указывается, что «при совершении операций в соответствии с договором доверительного управления имуществом на доверительного управляющего возлагаются обязанности налогоплательщика». Так как реализацией признается передача на возмездной или безвозмездной основе права собственности на товары, передача права собственности, а также оказание услуг одним лицом другому лицу, то именно действия управляющей компании образуют объект обложения НДС при сдаче в аренду недвижимого имущества, составляющего ЗПИФ. Следовательно, плательщиком НДС признается управляющая компания. Суммы НДС по операциям, совершенным в рамках договора доверительного управления, будут отражаться в налоговой декларации управляющей компании вместе с НДС, возникающим от основной деятельности управляющей компании.

Таблица 17. Налогообложение паевого инвестиционного фонда⁸¹

	Управляющая компания	ПИФ	Пайщик юр.л. ⁸⁰	Пайщик физ.л. ⁸²
НДФЛ	-	-	-	+
Налог на прибыль	+	-	+	-
Налог на имущество физических лиц	-	- ⁸³	-	-
Налог на имущество юридических лиц	+	-	-	-
Земельный налог	+	-	-	-
НДС	+	-	-	-

Однако при исчислении налоговой базы по НДС также, как и в налоге на имущество, возникают проблемы с отнесением расходов, которые могут уменьшать налоговую базу.

Обобщение по налогообложению паевых инвестиционных фондов представлено в таблице 17.

⁸² Справочно: управляющая компания является налоговым агентом.

⁸³ Справочно: Так как ПИФ не является ни юридическим, ни физическим лицом, УК платит налог за имущество, которое принадлежит только ей.

3.3. Практические проблемы развития паевых инвестиционных фондов

1. Сильная корреляция паевых инвестиционных фондов с рынком.

2011 стал не самым удачным годом для большинства мировых рынков капитала.

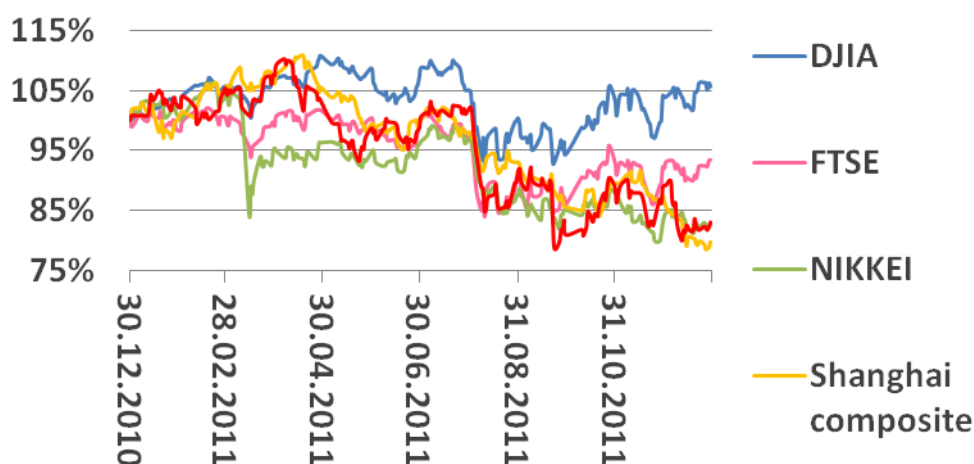


Рисунок 7. Динамика основных мировых фондовых индексов за 2011 год⁸⁴

По итогам 2011 года большая часть основных мировых фондовых индексов снизилась. Рост смогли показать индексы некоторых развивающихся стран вроде Венесуэлы (+80%), Монголии (+33%), Ирана (+29%), Тринидада и Тобаго (+19%), Ямайки (+13%) и нескольких других (см. рис. 7). Среди крупнейших мировых экономик только США (+5,53% по индексу Dow Jones industrial average) удалось добиться роста финансовых индикаторов. В течение всего года фондовые площадки были волатильны вследствие целого ряда крупных событий в мировой социально-экономической, политической и даже экологической сферах.

Из наиболее значимых и оказавших влияние на мировые рынки капитала, можно выделить такие события, как военные перевороты в странах

⁸⁴ Капитан И. Анализ работы паевых инвестиционных фондов за период с 31 декабря 2010 по 31 декабря 2011 года, электронный ресурс, режим доступа: <http://www.nlu.ru/news24.htm?id=117420>

Северной Африки, цунами в Японии, понижение кредитного рейтинга США, снижение темпов роста Китая, и, конечно, долговые проблемы стран еврозоны. Под конец года на российский рынок некоторое, пусть и небольшое влияние, оказали антиправительственные митинги граждан России.

Несмотря на то, что нефть была одним из немногих сырьевых товаров, которые показали по итогам года положительную динамику (+15,65% цена нефти марки Brent), во многом, благодаря перебоев в поставках нефти вследствие волнений в странах Персидского залива. Иностранные инвесторы, в том числе крупные инвестиционные фонды и прочие институциональные инвесторы, вывели в конце года почти 4 млрд. долларов с российского рынка (см. рис.8).

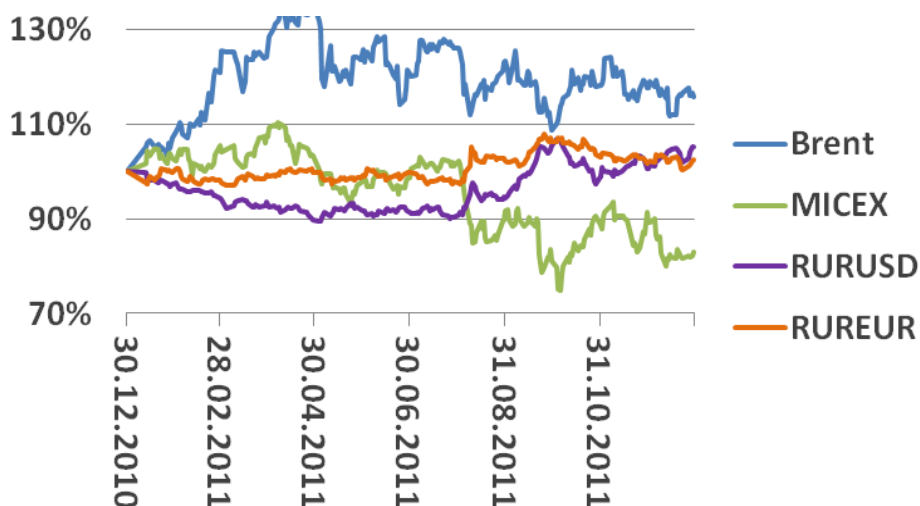


Рисунок 8. Динамика курса доллара, курса евро, индекса ММВБ и нефти марки Brent за 2011 год⁸⁵

Ситуация на мировых фондовых рынках отразилась и на деятельности паевых инвестиционных фондов.

По итогам 2011 года объем совокупного привлечения средств во все отечественные паевые инвестиционные фонды составил 7071 млн. рублей.

⁸⁵ Капитан И. Анализ работы паевых инвестиционных фондов за период с 31 декабря 2010 по 31 декабря 2011 года, электронный ресурс, режим доступа: <http://www.nlu.ru/news24.htm?id=117420>

Открытые фонды привлекли 3153 млн. рублей, интервальные «недосчитались» 565 млн. рублей, приток средств в закрытые паевые фонды составил 4 484 млн. рублей.

Таблица 18. Средняя доходность ОПИФ и ЗПИФ по категориям в 2011г⁸⁶

Категория	Открытые	Интервальные
Фонды акций	-24,09%	-30,04%
Фонды облигаций	5,94%	4,01%
Фонды смешанных инвестиций	-12,67%	-6,89%
Фонды денежного рынка	5,23%	<i>Не существует сформированных фондов данной категории и типа.</i>
Индексные фонды	-18,20%	<i>Не существует сформированных фондов данной категории и типа.</i>
Фонды фондов	-2,66%	-12,13%
Фонды товарного рынка	<i>Не предусмотрены законодательством</i>	-0,92%

Несмотря на общий рост привлеченных средств, средняя доходность всех основных категорий открытых ПИФов снизилась: цена пая среднего фонда акций упала на 24,09%, фонда смешанных инвестиций на 12,76%, индексного фонда на 18,2%, фонда фондов на 2,66% (см. таблицу 18). Фондам облигаций и фондам денежного рынка удалось показать среднюю положительную доходность в размере 5,94% и 5,23% соответственно. Из 84 фондов, показавших доходность выше нуля, 53 принадлежит к категории фондов облигаций, 4 являются фондами денежного рынка. Также в их число попало 16 фондов акций и 10 фондов смешанных инвестиций, что для фондов смешанных инвестиций обусловлено большой долей облигаций и денежных средств в портфелях, а для фондов акций большой долей денежных средств и большой долей акций компаний нефтегазового сектора,

⁸⁶ Капитан И. Анализ работы паевых инвестиционных фондов за период с 31 декабря 2010 по 31 декабря 2011 года, электронный ресурс, режим доступа: <http://www.nlu.ru/news24.htm?id=117420>.

который просел существенно меньше других: -11,1% по соответствующему отраслевому индексу РТС (до -50% по другим отраслям).

Самое серьёзное снижение стоимости произошло в фондах акций, специализирующихся на вложениях в предприятия металлургического, электроэнергетического и финансового секторов, глубина их падения достигает и превышает 50%.⁸⁷

2. Законодательные ограничения при включении производных финансовых инструментов в состав активов паевого инвестиционного фонда.

Качественным решением проблемы сильной корреляции паевых инвестиционных фондов с рынком является включение в состав активов срочных инструментов.

Однако существует множество законодательных ограничений.

Так, до 2007 года в законе «Об инвестиционных фондах» было прописано, что доля срочных инструментов не должна превышать 10 %, а сами инструменты должны быть использованы исключительно в целях хеджирования. Однако доказательств, что сделка совершена в целях хеджирования нет ни у управляющих, ни у специализированного депозитария, который следит за соблюдением законодательства.

«Основная проблема при использовании срочных инструментов заключалась в том, что управляющий должен был доказать, что такой инструмент был приобретен в состав активов только для защиты от падения рынка. При этом доказать это очень сложно»,— говорит директор по развитию бизнеса «Альянс РОСНО Управление активами» Игорь Рябов.

⁸⁷Справочно: Доходность паевого фонда, занявшего первое место в рэнкинге, составляет 82,42% (ОПИФси «Альфа-Капитал – Сырьевые рынки» под управлением «УК Альфа-Капитал»), но это обусловлено «эффектом низкой базы», т.е. небольшой СЧА на начало периода. Доходность фонда, находящегося на втором месте (ОПИФо «АМК Реалист» под управлением УК «АМК Финанс») составила 44,57%, что обусловлено выплатой по облигациям эмитентов, бывших ранее в состоянии дефолта, третью строчку занимает фонд «НРК-Сбалансированный» под управлением УК «НРК-Сбалансированный», доходность которого составила 13,06%, что также связано с низкой СЧА и резким взлетом объема активов под управлением из-за выплат по ранее дефолтным облигациям.

Проблема была частично решена, когда в 2007 году в закон были внесены поправки, которые более четко прописывали возможность управляющих компаний инвестировать часть активов инвестиционных фондов в производные финансовые инструменты. Однако из-за законодательных проблем только в хедж-фондах и в стратегиях индивидуального доверительного управления могли использоваться срочные инструменты без применения штрафных санкций со стороны ФСФР.

В конце 2009 года был утвержден приказ ФСФР «Об утверждении Положения о снижении (ограничении) рисков, связанных с доверительным управлением активами инвестиционных фондов, размещением средств пенсионных резервов, инвестированием средств пенсионных накоплений и накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих». Однако пункты, касающиеся использования срочных инструментов в открытых паевых фондах и при размещении резервов пенсионных фондов, вступали в действие лишь с 1 июля 2010 года.⁸⁸

Как было сказано в начале третьей главы, доходным во время кризиса оказалось перераспределение вложений в консервативные инструменты. Однако данный вариант не может давать 100% защиты средств, так как кризис затрагивает не только рынок акций, но и рынок облигаций. Более того, у большинства управляющих компаний были неликвидные ценные бумаги. В результате из-за этого пострадали крупные фонды, так как в связи с требованиями законодательства паевые фонды обязаны держать не менее 70% активов в финансовых инструментах.

Несмотря на то, что хеджирование содержит в себе массу возможностей, управляющие компании не торопятся включать срочные инструменты в состав активов фондов в силу несовершенства законодательства.

⁸⁸ Мазунин А. Страховка про запас / А. Мазунин / Финансовые инструменты – 2011 - №58.

3. Ограниченные возможности при инвестировании в иностранные ценные бумаги.

Три года назад управляющие получили возможность инвестировать в иностранные ценные бумаги. В связи с чем, возник ряд проблем, которые не удается решить до сих пор.

Большим препятствием на пути к инвестированию является громоздкая учетная система, так как иностранные банки, оценивая объем нашего рынка, не воспринимают нас как серьезного игрока и в связи с этим российским спецдепозитариям не открывают счета в зарубежных кастодианах. В результате им приходится работать через крупные банки, что приводит к дополнительным расходам. А учитывая, что доходность бумаг развитых рынков не слишком высокая, безусловно, инвестиции не столь выгодны.⁸⁹ При этом со стороны состоятельных инвесторов наблюдается высокий спрос на иностранные ценные бумаги. Причиной этого является тот факт, что многие иностранные компании платят высокие дивиденды (например, Nestle), несравнимые с дивидендами российских компаний, и совокупность динамики цены и прироста дивидендов позволяет иностранным акциям показывать привлекательный и относительно стабильный результат. В случае долгосрочного инвестирования заинтересованность инвесторов в иностранные акции также определяется наличием высоких дивидендов, так как получение стабильных выплат компенсирует возможное получение прибыли при краткосрочных колебаниях цен.

4. Законодательные проблемы, мешающие развитию фондов художественных ценностей.

Сравнительно недавно в России появились фонды художественных ценностей, а вместе с ними и проблемы.

⁸⁹ Президент НЛУ: «Через три-пять лет мы перерастем российский фондовый рынок» // РБК daily - [электронный ресурс], режим доступа: <http://www.rbcdaily.ru/2011/04/19/finance/562949980098426>.

На западных рынках такой способ инвестирования приносит стабильный доход инвесторам. Например, в 2011 году индекс Mei Moses All Art – ведущий для рынка искусства индекс, отражающий цены на нью-йоркских и лондонских аукционах, - обогнал S&P500 на девять пунктов и принес инвесторам в искусство доход в размере 11%. На сегодняшний день в России существует всего два арт-фонда, паи которых можно приобрести на бирже ММВБ-РТС. И пока данные фонды интересны больше коллекционерам, а не покупателям, поскольку обеспечивают сохранность коллекции, в которую инвестируются средства, и освобождение от налогообложения до момента расформирования фонда. В результате необходимо дорабатывать законодательство и адаптировать его под данный специфичный рынок.⁹⁰

5. *Снижение количества управляющих компаний.*

В течение года было аннулировано 35 лицензий управляющих компаний (не включая лицензии, срок действия которых истек). Сформировано было 184 фонда, прекращен 251 фонд (включая несколько десятков фондов, сменивших название). На 30.12.2011 в России работает 437 управляющих компаний (457 на конец 2010 года), и 337 из них имеют паевые инвестиционные фонды под управлением (347 на конец 2010 года). Общее количество работающих паевых инвестиционных фондов на конец 2011 года составило 1421 ПИФ, что на 171 фонд (+15%) больше, чем год назад. 429 из них принадлежат к типу открытых паевых фондов, 70 являются интервальными и 813 относятся к типу закрытых ПИФов.

В итоге, несмотря на положительную динамику стоимости чистых активов в целом, рост удалось достигнуть лишь фондам консервативных и защитных стратегий. Положительную доходность получили только самые осторожные. В 2011 году фондов стало больше, однако управляющих компаний – меньше, и лишь некоторые открытые фонды получили доходность выше, чем процент по банковскому депозиту.

⁹⁰ Голубых А. Инвестиции в искусство / А. Голубых // LUSSO – 2012 - №5 – С. 109.

Заключение

Проведенное исследование паевых инвестиционных фондов позволяет сделать следующие выводы:

1. В 2011 году расширилась классификация паевых инвестиционных фондов: в соответствии с приказом ФСФР на законодательном уровне сформирован фонд долгосрочных прямых инвестиций, на практическом уровне в марте 2011 года начал свою деятельность фонд художественных ценностей.

В структуре фондов за последние годы не произошло значительных изменений: по-прежнему преобладают фонды недвижимости, фонды акций и фонды смешанных инвестиций.

СЧА открытых паевых инвестиционных фондов больше, чем интервальных, однако, со средним размером активов, приходящимся на один фонд, ситуация противоположная. Такое распределение можно объяснить спецификой различных типов фондов – закрытые предполагают крупные долгосрочные инвестиции, открытые предпочитают краткосрочные, т.к. им необходимо поддерживать высокую ликвидность.

2. Основными аспектами организации и функционирования паевых инвестиционных фондов являются: административное обслуживание инвесторов, маркетинг фонда, система управления инвестициями, включая рабочие технологии управляющей компании, учет и хранение имущества фонда, внутренний контроль.

Основные моменты, осложняющие нормальное функционирование рынка коллективных инвестиций в России можно разделить на 3 основные группы (в соответствии с участниками формирующихся на рынке отношений – государством, населением и профессиональным сообществом): связанные с законодательством и регулированием, а также и накладываемыми ими ограничениями, связанные с социальной значимостью сферы и её вовлеченностью в решение важных социальных задач и связанные с

участниками рынка и их недостаточной развитостью для эффективного решения существующих проблем.

3. Сформирована классификация рисков паевых инвестиционных фондов и способы управления ими. Управление рисками уступает зарубежному опыту в виду неразработанности фондов страхования для паевых инвестиционных фондов.

4. В дипломном исследовании был проведен ретроспективный анализ развития паевых инвестиционных фондов с выявлением проблем на каждом этапе.

Что касается данных проблем паевых инвестиционных фондов, то стоит отметить, что имеется не несколько отдельно взятых сложностей и вопросов, которые можно решать независимо друг от друга, а целый комплекс проблем, который необходимо рассматривать именно с этой точки зрения и формировать систему взаимосвязанных мер для достижения оптимального результата.

Динамика числа и СЧА ПИФов за последние 10 лет соответствует процессам, происходившим в целом во всей сфере: абсолютную неразвитость в 2000 г., бурный рост в 2005-2007 гг., который был прерван кризисными явлениями в мировой экономике, и начало восстановления в 2010 г.

Отдельно хотелось бы отметить, что кризис намного значительнее отразился на СЧА, чем на численности фондов.

Одной из причин развития паевых инвестиционных фондов является высокая доходность инвестиций. При прочих равных условиях фактор доходности инвестиций имеет принципиальное значение для большинства инвесторов. Однако, в случае замедления темпов роста фондового рынка снижается и интерес инвесторов к этим институтам коллективного инвестирования. Некоторые инвесторы в такие периоды предпочитают размещать в денежные средства на банковских депозитах. Тем более что по

критерию сохранности сбережений банковский депозит является более привлекательным инструментом.

Каждый инвестор должен понимать, что рост стоимости инвестиционного пая гарантироваться не может. На паи не начисляются ни проценты (банковский депозит), ни дивиденды (акции). Весь доход или убыток, полученный от вложений средств фонда на фондовом рынке, отражается в стоимости пая. В зависимости от работы управляющих фондом и ситуации на рынке стоимость пая меняется. Рост стоимости инвестиционного пая в прошлом не гарантирует рост его стоимости в будущем. Инвестор несет риск уменьшения стоимости пая в размере вложенных средств. В связи с этим вовлеченность населения в инвестиционный процесс минимальна.

5. В ходе исследования рынка паевых инвестиционных фондов в России были выявлены следующие практические проблемы развития:

- Проблемы налогообложения фондов;
- Законодательные препятствия при введении производных инструментов в состав активов фонда;
- Проблемы инвестирования в иностранные ценные бумаги;
- Сильная корреляция инвестиционных фондов с рынком;
- Проблемы развития фондов художественных ценностей;
- Снижение количества управляющих компаний.

Решением данных проблем может служить совершенствование законодательной базы, создание регулятивной инфраструктуры финансового рынка, повышение финансовой грамотности населения, снижение недоверия граждан к финансовому рынку.

Список использованной литературы

1. Нормативные правовые акты и иные документы органов власти⁹¹

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (ч.1) от 30.11.1994 г. № 51-ФЗ [ред. от 30.11.2011] .

2. Налоговый кодекс Российской Федерации (ч.2) от 05.08.2000 г. №117-ФЗ [ред. от 06.12.2011.].

3. Федеральный закон "Об инвестиционных фондах" от 29.11.2001 (ред. от 25.11.2009) №156-ФЗ.

4. Федеральный закон «Об аудиторской деятельности» от 30.12.2008 № 307-ФЗ.

5. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ.

6. Приказ ФСФР "О внесении изменений в Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов, утвержденное приказом ФСФР России от 28 декабря 2010 г. № 10-79/пз-н" от 31 мая 2011 г. № 11-24/пз-н.

7. Приказ ФСФР «Об утверждении положения о внутреннем контроле профессионального участника рынка ценных бумаг» от 21 марта 2006 г. № 06-29/пз-н.

8. Приказ ФСФР "Об утверждении Положения о порядке передачи имущества для включения его в состав паевого инвестиционного фонда" от 03.07.2008 № 08-27/пз-н.

9. Приказ ФСФР "Об утверждении Положения о порядке учета имущества, переданного в оплату инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда" от 15.04.2008 № 08-18/пз-н.

⁹¹ Список законодательных и нормативных актов сформирован с помощью справочно-правовой системы «Консультант Плюс».

10. Приказ ФСФР "Об утверждении Положения о порядке расчета собственных средств управляющей компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов" от 23.10.2008 N 08-41/пз-н.

11. Приказ ФСФР "Об учете прав на инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов" от 15.04.2008, N 08-17/пз-н (ред. от 24.12.2009 N 09-61/пз-н).

12. Приказ ФСФР "Об утверждении Перечня расходов, связанных с доверительным управлением имуществом, составляющим активы акционерного инвестиционного фонда, или имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд" от 28.02.2008, № 08-7/пз-н (ред. № 06.08.2009 N 09-30/пз-н).

13. Приказ ФСФР "Административный регламент по исполнению ФСФР функции по лицензированию деятельности инвестиционных фондов, деятельности по управлению инвестиционными фондами, ПИФ и НПФ, деятельности специализированных депозитариев инвестиционных фондов, ПИФ и НПФ, а также деятельности по пенсионному обеспечению и пенсионному страхованию» от 10.02.2008 N 09-4/пз-н.

14. Приказ ФСФР «О минимальной стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, по достижении которой паевой инвестиционный фонд является сформированным" от 02.11.2006 № 06-125/пз-н.

15. Приказ ФСФР «Об утверждении Положения о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, а так же к содержанию раскрываемой информации» от 30.03.2005 №05-23/пз-н (ред.от 17.06.2008 №08-25/пз-н).

2. **Документальные и статистические публикации, материалы архивов:**

16. Материалы конференции «Будущее доверительного управления в России»// [Электронный ресурс], режим доступа: http://www.raexpert.ru/project/trust_management/2011/resume/.

17. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики, [электронный ресурс], режим доступа: <http://www.gks.ru>.

18. Рэнкинги УК по общему количеству ПИФов в управлении на 26.01.2012 [электронный ресурс], режим доступа: <http://www.nlu.ru/uk-count-funds.htm>.

19. СЧА российских фондов на 01.01.2012 г. [электронный ресурс], режим доступа: <http://pif.investfunds.ru/analitics/statistic>.

3. **Книги** (монографии, учебники, учебные пособия, сборники и др.)
и диссертации:

20. Абрамов А. Инвестиционные фонды: доходность и риски, стратегии управления портфелем. Объекты инвестирования в России. М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.- 416 с.

21. Аузан А.А. Институциональная экономика: новая институциональная экономическая теория: Учебник/ под общей ред. д.э.н., проф. А.А. Аузана. — М.: ИНФРА-М, 2005.- 416 с.

22. Гавинский Д. Инвестиционные фонды как инструмент увеличения инвестиционных ресурсов промышленных предприятий: Дисс.к.э.н.: Защищено в 2006.- 197 с.

23. Золотарев И. Все, что вы хотели знать о паевых фондах. М.: Финансы и статистика, 1998.- 112 с.

24. Капитан М., Барановский Д. Паевые фонды: современный подход к управлению деньгами. СПб.: Питер, 2005. - 256 с.

25. Миловидов В.Д. Паевые инвестиционные фонды. М.: Анкил, ИНФРА-М, 2007.- 416 с.

26. Миркин Я. Рынок ценных бумаг России воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития — М.: Альпина Паблишер, 2002. - 215 с.

27. Миркин Я.М. Лекции по курсу «Институты финансовых рынков» Часть 2 «Управление рисками брокеров-дилеров на финансовом рынке» - М.,2007.

28. Мрочковский М.С. Как создать и приумножить свой капитал, инвестируя в акции и ПИФы. М.: НТ Пресс,2007. - 112 с.

29. Натурина М. Паевые инвестиционные фонды в России: Дисс. канд. экон. наук. М, 1999.- 235 с.

30. Петер Штольте Инвестиционные фонды - М.: «Интерэкспорт», 1996.- 164 с.

31. Ральф Дж.Нортон Фонды облигаций. Путь к получению высоких доходов. – М.: Альпина Паблишер, ISBN: 5945990396, 2002.- 260 с.

32. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. -М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.- 926 с. .

33. Эрдман Г. В. «1000% за 5 лет, или Правда о Паевых инвестиционных фондах» - М.,2007.- 144 с.

4. **Периодические издания** (газеты, журналы, бюллетени, продолжающиеся сборники и др.):

34. Акимкин Н.А., Петров Л.Ф. Оптимизация использования активов закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости с учетом рисков, РИСК: Ресурсы, информация, снабжение, конкуренция. 2010. № 1. С. 238-242.

35. Белоконь А.Л. Закрытые паевые инвестиционные фонды: финансовые технологии против бизнеса Финансовые исследования. 2009. № 23. С. 62-65.

36. Болдырева Н.Б. Классификация рисков и ключевые субъекты управления рисками коллективного инвестиционного фонда Вестник Тюменского государственного университета. 2010. № 4. С. 199-208.

37. Болдырева Н.Б. Влияние инвестиционной деятельности на риск и доходность коллективного инвестиционного фонда Вестник Тюменского государственного университета. 2009. № 4. С. 257-269.

38. Букреева А.А. Учет инвестиционного риска при использовании метода реальных опционов для целей антикризисной инвестиционной политики, Вестник Томского государственного университета. Экономика. 2011. № 2. С. 136-141.

39. Веретенникова О.Б., Гусев Е.К. Закрытый паевой инвестиционный фонд как форма осуществления инвестиций на рынке. Известия Иркутской государственной экономической академии. 2008. № 6. С. 14-16.

40. Гранова И.В. Роль управляющей компании в создании и функционировании закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости Имущественные отношения в Российской Федерации. 2006. № 12. С. 76-81.

41. Казённых И.В. Проблема выбора паевого инвестиционного фонда. Сибирская финансовая школа. 2007. № 3. С. 84-93.

42. Клинков А.А. Маркетинг паевых фондов: особенности, подходы к сегментации и выбору целевого сегмента, Транспортное дело России, №12, 2009. С. 15-17.

43. Кулебякин К.А. Закрытые паевые инвестиционные фонды венчурных инвестиций в системе инвестирования инновационной деятельности в России, Вестник Ярославского государственного университета им. П.Г. Демидова. Серия Гуманитарные науки. 2011. № 2. С. 198-201.

44. Лихутин П.Н. Оптимизация инвестиций в паи открытых инвестиционных фондов: методический аспект, Сибирская финансовая школа. 2009. № 4. С. 82-87.

45. Магомадов Э. Инвестиционные возможности и инвестиционные риски на территории российских регионов, Terra Economicus. 2010. Т. 8. № 1-2. С. 112-117.
46. Матросов С.В. Влияние мирового финансового кризиса на российский рынок розничных инвестиционных продуктов, Бизнес и банки.- 2010, № 3.- С.8
47. Наумова Т. Инвестиционный климат: теория и практика инвестиционного успеха, Прямые инвестиции. 2011. № 8. С. 80-83.
48. Пушкин А.Л. Преимущества и недостатки закрытых паевых инвестиционных фондов Имущественные отношения в Российской Федерации. 2007. № 4. С. 32-36
49. Садкова Ж.А. Паевые инвестиционные фонды как фактор экономического роста, Вестник Дальневосточного отделения РАН. 2006. № 3. С. 29-35.
50. Семенова Е.Н. Особенности паевых инвестиционных фондов в России, Горный информационно-аналитический бюллетень (научно-технический журнал) Mining informational and analytical bulletin (scientific and technical journal). 2005. № 5. С. 116-120.
51. Тарасов Е.А. Анализ особенностей функционирования современных российских паевых инвестиционных фондов акций, Бизнес: Экономика, маркетинг, менеджмент. 2008. № 2. С. 40-47.
52. Трегуб А. Паевые инвестиционные риски: качество инструмента и риски инвестора, Финансист №2/2002. С.19-26.
53. Челпанова В.А. Анализ современного этапа развития отрасли паевых инвестиционных фондов в России, Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2010. № 4. С. 104-107.
54. Извлечения из Директивы Совета ЕС №85/611/ЕЕС от 20 декабря 1985 г. «ОЮКИТС»// Рынок ценных бумаг- 2007.-Квалифицированный инвестор. — С.40-45.

5. Электронные ресурсы:

55. Капитан И. Анализ работы паевых инвестиционных фондов за период с 31 декабря 2010 по 31 декабря 2011 года, [электронный ресурс], режим доступа: <http://www.nlu.ru/news24.htm?id=117420>

56. Изменения в налогообложении, вступающие в силу с 2011 года 13.12.2010 [Электронный ресурс], режим доступа: <http://www.buh.ru/document-1741>.

57. Небанковские финансовые посредники (первое полугодие 2011), Департамент исследований и информации, 24 ноября 2011 год: [электронный ресурс], режим доступа: http://cbr.ru/analytics/fin_r/nbfi/Fin-posr-2011-1.pdf.

6. Интернет-сайты:

58. Официальный сайт УК «Тройка –Диалог», режим доступа: <http://troika-am.ru>.

59. Официальный сайт УК «УралСиб», режим доступа: <http://www.management.uralsib.ru>.

60. Официальный сайт «Райффайзен Капитал», режим доступа: <http://www.raiffeisen-capital.ru>.

61. Официальный сайт «Альфа Капитал», режим доступа: <http://www.alfacapital.ru>.

62. Официальный сайт УК «Атон Менеджмент», режим доступа: www.am-aton.ru.

63. Официальный сайт «КапиталЪ Управление активами», режим доступа: <http://www.kapital-am.ru>.

64. Официальный сайт «ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс», режим доступа: <http://www.tkb-bnpparibasip.ru>.

65. Официальный сайт «ВТБ Капитал Управление активами», режим доступа: <http://www.vtbcapital-am.ru>.

66. Официальный сайт «Газпромбанк — Управление активами», режим доступа: <http://www.am.gazprombank.ru>.

67. Официальный сайт «Ингосстрах – Инвестиции», режим доступа:
<http://www.ingosinvest.ru>.

68. Официальный сайт «Альянс РОСНО Управление Активами»,
режим доступа: <http://www.allianzrosno.ru>.

69. Официальный сайт УК «Открытие», режим доступа:
<http://www.open-am.ru>.

7. Литература на иностранных языках (приводится в порядке, изложенном для источников информации на русском языке).

70. Tregub I.V., Oblakova A.V. Investment project risk analysis in the environment of Russian economy, International journal of applied and fundamental 2009. № 1. С. 31-34.

Приложения

Приложение А.1. Хронология формирования инвестиционных фондов в мире

Год становления	Название образовавшегося фонда	Место возникновения
1822 г.	Первый инвестиционный фонд	Бельгия
	“Трасты”	Великобритания
	“Народные кассы”	Канада
1849 г.	Инвестиционный фонд	Швейцария
1868 г.	Инвестиционная компания «Foreign Colonial Government Trust», сформированная для сторонних инвесторов	Англия
1893 г.	Первая инвестиционная компания «Boston Personal Property Trust»	США
1899 г.	Первая инвестиционно – консультационная компания	США
1907 г.	Первый взаимный фонд открытого типа «Alexander's Fund»	США
1924 г.	Вторые взаимные фонды открытого типа «Massachusetts Investors Trust» и «Incorporated Investors»	США
1950 г.	Первый современный пенсионный фонд «General Motors»	США
1952 г.	Инвестиционный фонд	Франция
1976 г.	Первый индексный фонд «First Index Investment Trust», основанный Дж. Боглом	США
1990 г.	Появление отраслевых, транснациональных фондов	США
1990 г.	Начало появления акционерных обществ, согласно «Положения об акционерных обществах» от 25.12.1990 г. и «Положении о выпуске и обращении ценных бумаг на фондовой бирже» от 28.12.1991 г.	Россия
1992-1993 гг.	Деятельность финансовых «пирамид», аккумулирующих денежные средства населения, приватизационная программа, выпуск приватизационных чеков	Россия

1993-1994 гг.	Создание и функционирование чековых инвестиционных фондов, аккумулирующих приватизационные чеки населения, которые потом вкладывались в акции приватизированных предприятий в расчете на долгосрочную перспективу	Россия
Апрель 1995 г.	Указ № 416 от 26.04.1995 г. Президента РФ «О мерах по обеспечению интересов инвесторов»	Россия
26. 07.1995 г.	Указ Президента РФ №765 «О мерах по повышению эффективности инвестиционной политики РФ»	Россия
01.09.1995 г.	Федеральная комиссия издает Постановление №9, подписанное председателем ФКЦБ А.Чубайсом «О программе развития паевых инвестиционных фондов»	Россия
Ноябрь 1996 г.	Появление первых российских ПИФов, инвестирующих в государственные ценные бумаги, согласно Указу Президента РФ первая управляющая компания ОАО «АВО – Капитал»	Россия
2001 г.	Федеральный закон №156-ФЗ «об инвестиционных фондах»	Россия
Июль 2002 г.	ФСФР (ФКЦБ) утвердила требования к составу и структуре активов закрытых фондов	Россия
2002 г.	Появление первых закрытых фондов	Россия
22.01.2003 г.	Индексные фонды	Россия
19.02.2003 г.	Фонды недвижимости	Россия
26.03.2003 г.	Фонды денежного рынка	Россия
14.05.2003 г.	Фонды смешанных инвестиций	Россия
19.12.2003 г.	Фонды венчурных инвестиций	Россия
23.06.2004 г.	Фонды фондов	Россия
20.04.2005 г.	Ипотечные фонды	Россия
02.06.2005 г.	Фонд прямых инвестиций	Россия
Декабрь 2007 г.	Внесение изменений в ФЗ №156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»	Россия

Май 2008 г.	Приказ ФСФР от 20 мая 2008 г. N 08-19/пз-н "Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов" (с изменениями и дополнениями), появление новых видов фондов: рентные, фонды товарного рынка, кредитные фонды, хедж - фонды	Россия
2011 г	Фонд долгосрочных прямых инвестиций, фонд художественных ценностей	Россия

Приложение А.2. Риски неформирования паевого инвестиционного фонда⁹²

Риски четвертого уровня	Риски третьего уровня	Риски второго уровня	Риски первого уровня	Уровень	
Причины возникновения оснований для отказа в регистрации правил доверительного управления ПИФ	Основания для отказа в регистрации правил доверительного управления ПИФ см. в Положении о регистрации правил доверительного управления ПИФ и изменений и дополнений в них (утв. Приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 21.12.2006 № 06-154/пз-н)	Риск того, что ФСФР не зарегистрирует правила доверительного управления ПИФ		Риски того, что паевой инвестиционный фонд не будет сформирован Риск неформирования ПИФ	
Ошибки оценщика при оценке соответствующих объектов, обусловленные неверным выбором подхода и метода оценки, ошибками в применении выбранного метода (методов) оценки и др. факторами	Неправильная оценка стоимости имущества, внесенного в закрытый ПИФ при его формировании, в целях ее сравнения с минимальной стоимостью, по достижении которой закрытый ПИФ является сформированным	Риск того, что по окончании срока формирования имущества, составляющего ПИФ, по достижении которой ПИФ, по достижении которой ПИФ является сформированным			
Риски неисполнения или ненадлежащего исполнения обязанностей по ведению реестра владельцев инвестиционных паев, учету и хранению имущества, составляющего ПИФ, и контролю за распоряжением этим имуществом; риски коммерческого банка, обслуживающего управляющую компанию ПИФ, и др.	Риски неисполнения или ненадлежащего исполнения обязанностей обслуживающих субъектов паевого инвестиционного фонда				
Неверно обоснована единая для всех инвесторов фиксированная цена выдачи инвестиционных паев	Низкий спрос на инвестиционные паи со стороны потенциальных инвесторов				
Отсутствие доступного для массового инвестора механизма выдачи, обмена и погашения инвестиционных паев					
Низкая оперативность выдачи и погашения инвестиционных паев					
Высокий уровень операционных издержек по выдаче и погашению инвестиционных паев					
Низкая ликвидность инвестиционных паев					
Неэффективное раскрытие информации о ПИФ и его управляющей компании					
Отсутствие или недостаточный уровень инвестиционных сбережений у населения					
Неэффективное налогообложение доходов владельцев инвестиционных паев					
Срабатывание эффекта «цепной реакции»					
низкий уровень инвестиционной культуры населения					
Др. риски					

⁹² Болдырева Н.Б. Классификация рисков и ключевые субъекты управления рисками коллективного инвестиционного фонда Вестник Тюменского государственного университета. 2010. № 4. С. 199-208.

Приложение А.3. Источники риска⁹³

Уровень управления риском	Вид риска (чистый риск, спекулятивный риск)	Источник риска (чья деятельность генерирует риск)
Государственный и институциональный	Чистый риск	Управляющая компания
Государственный и институциональный	Чистый риск	Оценщик ПИФ
Государственный и институциональный	Чистый риск	Специализированный депозитарий, лицо, осуществляющее ведение реестра владельцев инвестиционных паев ПИФ, управляющая компания ПИФ, коммерческий банк, обслуживающий управляющую компанию ПИФ
Государственный и институциональный	Чистый риск	Управляющая компания
Государственный и институциональный	Чистый риск	Управляющая компания
Государственный и институциональный	Чистый риск	Управляющая компания
Государственный и институциональный	Чистый риск	Управляющая компания, регулятор
Государственный и институциональный	Чистый риск	Управляющая компания, регулятор
Государственный и институциональный	Чистый риск	Управляющая компания, регулятор, рейтинговые агентства, средства массовой информации, аналитики
Государственный и институциональный	Чистый риск	Общая экономическая ситуация в стране, регулятор
Государственный и институциональный	Чистый риск	Состояние отрасли коллективного инвестирования в целом
Государственный и институциональный	Чистый риск	Потребители услуги коллективного доверительного управления, средства массовой информации, регулятор

⁹³ Болдырева Н.Б. Классификация рисков и ключевые субъекты управления рисками коллективного инвестиционного фонда Вестник Тюменского государственного университета. 2010. № 4. С. 206.

Приложение А.4. Распределение рисков функционирования коллективного инвестиционного фонда по уровням управления и задачи управления рисками на разных уровнях⁹⁴

Группа рисков	Вид рисков	Задачи управления рисками на разных уровнях	
		Государственное регулирование	Уровень организации
Риски финансового рынка	Чистые риски и спекулятивные риски	Стимулирование процесса управления риском на уровне организации; направление инвестиций в национальную экономику; установление уровня приемлемого риска	Создание условий для развития организации; организация аналитической работы
Операционные риски	Чистые риски	Обеспечение обязательного лицензирования деятельности организации и сертификации ее сотрудников; становление этических норм и стандартов профессиональной деятельности; мониторинг рисков	Организация внутреннего контроля и обеспечение его действенности; формирование корпоративной культуры; мониторинг рисков и эффективности управления рисками
Деловые риски	Чистые риски	Следование принципам свободного рынка; поддержание общественного доверия к отрасли коллективного инвестирования и создание условий для развития здоровой конкуренции на финансовом рынке	Задачи в пределах компетенции
Чрезвычайные риски	Чистые риски	Оценка воздействия данных рисков на состояние институтов коллективного инвестирования и финансовых рынков; минимизация масштабов и последствий катастроф; организация устранения последствий тех или иных событий	Задачи в пределах компетенции

⁹⁴ Болдырева Н.Б. Классификация рисков и ключевые субъекты управления рисками коллективного инвестиционного фонда Вестник Тюменского государственного университета. 2010. № 4. С. 205

Приложение А.5. Ключевые субъекты управления рисками коллективного инвестиционного фонда и их функции

Ключевые участники управления рисками	Функции по управлению рисками	Значение	
		Стратегический уровень	Оперативный уровень
<i>Системные участники:</i> органы государственного регулирования и надзора;	Оптимизация и мониторинг	Решающее	Косвенное
Саморегулируемые организации	назначение СРО; разработка рекомендаций и методик по управлению риском и контроль за их соблюдением	Решающее	Косвенное
<i>Институциональные участники:</i> — АИФ, обеспечивающие субъекты и косвенные субъекты коллективных инвестиционных фондов (в лице акционеров-учредителей, Совета директоров, исполнительного менеджмента, внутреннего аудита);	назначение ключевых участников; выработка, реализация и проверка соблюдения политики управления рисками	Решающее	Решающее
внешние аудиторы	Оценка и выводы	Косвенное	Косвенное
<i>Общественность/потребители услуги коллективного доверительного управления:</i> — потенциальные инвесторы; владельцы инвестиционных паев (акций) коллективного инвестиционного фонда; рейтинговые агентства и средства массовой информации; аналитики	Ответственные действия		Косвенное

Приложение А.6. Индивидуальный рейтинг надежности УК (по шкале НРА)⁹⁵

Название компании	Регион	Дата присвоения/подтверждения рейтинга
Группа AAA (максимальная надежность)		
Группа Управляющих Компаний Банка Москвы	Москва	27.07.2010
Группа Управляющих компаний «КапиталЪ»	Москва	18.08.2011
Группа Управляющих компаний «УРАЛСИБ»	Москва	04.10.2011
ЗАО «ВТБ Капитал Управление Активами»	Москва	12.05.2011
ЗАО «Газпромбанк-Управление активами»	Москва	13.12.2011
ЗАО «Лидер»	Москва	25.03.2011
ЗАО «Объединенная Финансовая Группа ИНВЕСТ»	Москва	11.04.2011
ОАО «Альянс РОСНО Управление Активами»	Москва	05.12.2011
ОАО «ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс»	Санкт-Петербург	30.11.2011
ОАО УК «Ингосстрах - Инвестиции»	Москва	06.07.2011
ООО «Управляющая компания «Альфа-Капитал»	Москва	21.04.2011
ООО «Управляющая компания «Атон-менеджмент»	Москва	12.07.2011
ООО «УК «Ренессанс Капитал»	Москва	29.10.2010
Группа AA+ (очень высокая надежность - первый уровень)		
Группа Управляющих компаний «РЕГИОН»	Москва	19.12.2011
ЗАО Управляющая компания «Либра Капитал»	Москва	03.06.2011
ЗАО «УК «ТРИНФИКО»	Москва	14.03.2011
ООО УК «ОТКРЫТИЕ»	Москва	19.05.2011
ООО «Управляющая компания «Райффайзен Капитал»	Москва	29.03.2011
Группа AA (очень высокая надежность - второй уровень)		
ЗАО «Управляющая компания «ТРАНСФИНГРУП»	Москва	04.07.2011
ООО «Управляющая компания «АГАНА»	Москва	10.02.2011
ООО «Управляющая компания «МЕТРОПОЛЬ»	Москва	20.10.2011
Группа AA- (очень высокая надежность - третий уровень)		
ЗАО «Паллада Эссет Менеджмент»	Москва	26.07.2011
Группа A+ (высокая надежность - первый уровень)		
Группа Управляющих компаний «Брокеркредитсервис»	Новосибирск	24.10.2011
ЗАО «СОЛИД Менеджмент»	Москва	21.12.2011
ООО УК «АК БАРС КАПИТАЛ»	Казань	14.06.2011
ООО «Управляющая компания «БФА» (ранее ООО «УК ПСБ»)	Санкт-Петербург	11.07.2011
ООО «Управляющая компания ВЕЛЕС Менеджмент»	Москва	24.03.2011
ООО «Управляющая компания «РН-траст»	Москва	27.09.2011
ООО УК «Флеминг Фэмили энд Партнерс»	Москва	28.03.2011
Группа A (высокая надежность - второй уровень)		
ЗАО «Управляющая компания «Достояние» (ранее ЗАО	Москва	21.10.2011

⁹⁵ Индивидуальный рейтинг надежности УК, режим доступа: <http://old.ra-national.ru/?page=rating-uk-individual>

«РТК-ИНВЕСТ»)		
ЗАО УК «Аналитический центр»	Москва	04.03.2011
ОАО «Управляющая компания «Алемар»	Москва	15.11.2011
ООО «УК БИН ФИНАМ Групп»	Москва	22.11.2011
ООО «Управляющая компания «Русь-Капитал»	Москва	11.01.2011
ООО «Управляющая компания «Финам Менеджмент»	Москва	02.08.2011
Группа А- (высокая надежность - третий уровень)		
ЗАО «УК «Энергокапитал»	Санкт-Петербург	15.06.2011
ЗАО «Управляющая компания «СМ.арт»	Красноярск	30.12.2011
ЗАО УК «Инвестиционный стандарт»	Москва	27.04.2011
ООО «АктивФинансМенеджмент»	Оренбург	19.01.2012
ООО «Пенсионная сберегательная компания»	Москва	27.12.2011
ООО «УНИВЕР Менеджмент»	Москва	04.03.2011
Группа ВВВ+ (достаточная надежность - первый уровень)		
ЗАО «АМК Финанс»	Москва	05.08.2011
ЗАО «Управляющая компания «Инфина»	Москва	26.09.2011
ЗАО УК «Норд-Капитал»	Москва	07.12.2011
Группа ВВ- (средняя надежность - третий уровень)		
ООО «ПРОМЫШЛЕННЫЕ ТРАДИЦИИ»	Москва	18.10.2011

Приложение А.7. Рэнкинг паевых инвестиционных фондов по количеству пайщиков (числу открытых лицевых счетов) на 30.09.2010 г.⁹⁶ (в таблице представлены первые 150 фондов)

Место	ПИФ	УК	Тип	Категория	Количество лиц. счетов
1	Альфа-капитал	Альфа-Капитал	Интервальный	Смешанных инвестиций	1051229
2	Тройка Диалог-Добрыня Никитич	Тройка Диалог	Открытый	Акция	56439
3	Энергия-инвест	Энергия-инвест	Интервальный	Смешанных инвестиций	30887
4	УралСиб Фонд Перспективных вложений	Уралсиб	Интервальный	Акция	26390
5	ТКБ БНП Париба-Российская электроэнергетика	ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс	Открытый	Акция	25013
6	Петр Столыпин	ОФГ Инвест	Открытый	Акция	24372
7	Тройка Диалог-Илья Муромец	Тройка Диалог	Открытый	Облигаций	20175
8	Альфа-капитал Акция	Альфа-Капитал	Открытый	Акция	19322
9	УралСиб Фонд Первый	Уралсиб	Открытый	Акция	18122
10	Тройка Диалог-Дружина	Тройка Диалог	Открытый	Смешанных инвестиций	16171
11	БКС-Фонд голубых фишек	Брокеркредитсервис	Открытый	Акция	15508
12	Гранат	Паллада ЭМ	Открытый	Смешанных инвестиций	15357
13	Энергокапитал - Накопительный	Энергокапитал	Открытый	Смешанных инвестиций	13874
14	Райффайзен-Акция	Райффайзен Капитал	Открытый	Акция	13711
15	Тройка Диалог-Электроэнергетика	Тройка Диалог	Открытый	Акция	12260
16	ТКБ БНП Париба - Телекоммуникации и инновации	ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс	Открытый	Акция	11561
17	ТКБ БНП Париба-Индекс ММВБ	ТКБ БНП Париба Инвестмент	Открытый	Индексный Акция	11535

⁹⁶ Официальный сайт Национальной лиги управляющих , режим доступа www.nlu.ru

		Партнерс			
18	УралСиб Фонд Отраслевых инвестиций	Уралсиб	Интервальн ый	Акция	11389
19	ТКБ БНП Париба-Фонд сбалансированн ый консервативный	ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс	Открытый	Смешанных инвестиций	10576
20	БКС-Фонд перспективных акций	Брокеркредитсер вис	Открытый	Акция	10409
21	Райффайзен- Информационн ые технологии	Райффайзен Капитал	Открытый	Акция	10246
22	Райффайзен- Сырьевой сектор	Райффайзен Капитал	Открытый	Акция	10085
23	Финам Первый	Финам Менеджмент	Открытый	Смешанных инвестиций	9182
24	ТКБ БНП Париба - Российская нефть	ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс	Открытый	Акция	9079
25	ТКБ БНП Париба – Фонд облигаций	ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс	Открытый	Облигаций	9007
26	ТКБ БНП Париба-Фонд акций	ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс	Открытый	Акция	8616
27	Солид-Инвест	Солид Менеджмент	Открытый	Акция	8569
28	Райффайзен- Потребительски й сектор	Райффайзен Капитал	Открытый	Акция	8311
29	Тройка Диалог- Телекоммуника ции	Тройка Диалог	Открытый	Акция	8153
30	Стоик	БФА	Открытый	Акция	7698
31	Северо- западный	Северо-западная УК	Открытый	Смешанных инвестиций	7653
32	Замоскворечье – фонд энергетики	УК Банка Москвы	Открытый	Акция	7001
33	Альфа-капитал Металлургия	Альфа-Капитал	Открытый	Акция	6807
34	Тройка Диалог- Металлургия	Тройка Диалог	Открытый	Акция	6693
35	Красная площадь-АКГУ	УК Банка Москвы	Открытый	Акция	6429

36	Райффайзен-Сбалансированный	Райффайзен Капитал	Открытый	Смешанных инвестиций	6333
37	Титан	БФА	Открытый	Смешанных инвестиций	6056
38	Биржевая площадь-Индекс ММВБ	УК Банка Москвы	Открытый	Индексный Акции	5916
39	Энергокапитал-Сбалансированный	Энергокапитал	Открытый	Смешанных инвестиций	5805
40	Тройка Диалог-Потребительский сектор	Тройка Диалог	Открытый	Акции	5693
41	Интерфин Энергия	Интерфин Капитал	Интервальный	Акции	5602
42	Тройка Диалог-Потенциал	Тройка Диалог	Интервальный	Акции	5464
43	БКС-Фонд оптимальный	Брокеркредитсервис	Открытый	Смешанных инвестиций	5358
44	Русские облигации	ОФГ Инвест	Открытый	Облигаций	5304
45	Адекта — Фонд ликвидных активов	Норд-Вест Капитал	Открытый	Смешанных инвестиций	5253
46	Райффайзен-Облигации	Райффайзен Капитал	Открытый	Облигаций	5155
47	Тройка Диалог-Нефтегазовый сектор	Тройка Диалог	Открытый	Акции	5150
48	БКС-Фонд Индекс ММВБ	Брокеркредитсервис	Открытый	Индексный Акции	5134
49	Агана-Экстрим	Агана	Открытый	Акции	4886
50	Максвелл Капитал	Максвелл Капитал Менеджмент	Открытый	Смешанных инвестиций	4819
51	Райффайзен-Индекс ММВБ	Райффайзен Капитал	Открытый	Индексный Акции	4778
52	Алмаз	Паллада ЭМ	Интервальный	Акции	4762
53	ВТБ-Индекс ММВБ	ВТБ Капитал Управление Активами	Открытый	Индексный Акции	4662
54	Альфа-капитал Сбалансированный	Альфа-Капитал	Открытый	Смешанных инвестиций	4660
55	Тройка Диалог-Федеральный	Тройка Диалог	Открытый	Акции	4473
56	Трубная площадь – фонд металлургии	УК Банка Москвы	Открытый	Акции	4320
57	Северо-западный-Фонд акций	Северо-западная УК	Открытый	Акции	4182

58	ВТБ-Фонд Нефтегазового сектора	ВТБ Капитал Управление Активами	Открытый	Акция	3889
59	Северо- западный-Фонд облигаций	Северо-западная УК	Открытый	Облигаций	3871
60	Аз-капитал	Управляющая компания	Интервальн ый	Смешанных инвестиций	3789
61	Тройка Диалог- Садко	Тройка Диалог	Открытый	Облигаций	3752
62	Останкино – фонд телекоммуникац ий	УК Банка Москвы	Открытый	Акция	3686
63	Альфа-капитал Электроэнергет ика	Альфа-Капитал	Открытый	Акция	3641
64	Финам Индекс ММВБ	Финам Менеджмент	Открытый	Индексный Акция	3623
65	ТКБ БНП Париба-Индекс РТС	ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс	Открытый	Индексный Акция	3602
66	Альфа-капитал Акции роста	Альфа-Капитал	Интервальн ый	Акция	3521
67	ТКБ БНП Париба- Российская металлургия и машиностроени е	ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс	Открытый	Акция	3274
68	ВТБ-Фонд Акция	ВТБ Капитал Управление Активами	Открытый	Акция	3089
69	БКС-Фонд металлургии	Брокеркредитсер вис	Открытый	Акция	3014
70	Финансист	БФА	Открытый	Облигаций	2989
71	Альфа-капитал Облигации плюс	Альфа-Капитал	Открытый	Облигаций	2828
72	Инвесткапитал- Фонд акций	БКСБ	Открытый	Акция	2587
73	Солид-Индекс ММВБ	Солид Менеджмент	Открытый	Индексный Акция	2582
74	Манежная площадь – фонд акций	УК Банка Москвы	Открытый	Акция	2481
75	Тройка Диалог- Финансовый сектор	Тройка Диалог	Открытый	Акция	2401
76	Газпромбанк- Акция	Газпромбанк- Управление активами	Открытый	Акция	2371
77	ВТБ-Фонд Телекоммуника	ВТБ Капитал Управление	Открытый	Акция	2256

	ций	Активами			
78	ТКБ БНП Париба-Фонд акций второго эшелона	ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс	Интервальный	Акция	2252
79	БКС-Фонд национальных облигаций	Брокеркредитсервис	Открытый	Облигаций	2249
80	ОФГ Инвест-Сбалансированный	ОФГ Инвест	Открытый	Смешанных инвестиций	2239
81	ТКБ БНП Париба-Российский потребительский сектор	ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс	Открытый	Акция	2238
82	ВТБ-Фонд Сбалансированный	ВТБ Капитал Управление Активами	Открытый	Смешанных инвестиций	2221
83	БКС-Фонд банковских акций	Брокеркредитсервис	Открытый	Акция	2180
84	АК БАРС-Индекс ММВБ	АК БАРС КАПИТАЛ	Открытый	Индексный Акция	2148
85	ВТБ-Фонд Перспективных инвестиций	ВТБ Капитал Управление Активами	Открытый	Акция	2077
86	Охотный ряд – фонд предприятий потребительского сектора	УК Банка Москвы	Открытый	Акция	1948
87	Атон-Фонд акций	Атон-менеджмент	Открытый	Акция	1932
88	Адекта — Фонд топливно-энергетического комплекса	Норд-Вест Капитал	Открытый	Акция	1902
89	БКС-Фонд нефти и нефтехимии	Брокеркредитсервис	Открытый	Акция	1882
90	Площадь Победы	УК Банка Москвы	Открытый	Акция	1868
91	Тройка Диалог-Жизнь	Тройка Диалог	Открытый	Акция	1861
92	Агана-Индекс ММВБ	Агана	Открытый	Индексный Акция	1803
93	Альфа-Капитал Высокие технологии	Альфа-Капитал	Открытый	Акция	1790
94	Стоик-Индекс ММВБ	БФА	Открытый	Индексный Акция	1790
95	Рождественка	УК Банка Москвы	Открытый	Смешанных инвестиций	1764

96	Ренессанс-Акции	Ренессанс Управление инвестициями	Открытый	Акция	1760
97	Триумфальная площадь – фонд предприятий нефтегазового сектора	УК Банка Москвы	Открытый	Акция	1727
98	Альфа-капитал Нефтегаз	Альфа-Капитал	Открытый	Акция	1689
99	Капиталь-Перспективные вложения	Капиталь Управление активами	Открытый	Акция	1661
100	Газпромбанк-Сбалансированный	Газпромбанк-Управление активами	Открытый	Смешанных инвестиций	1640
101	Райффайзен-США	Райффайзен Капитал	Открытый	Фондов	1620
102	Кузнецкий мост	УК Банка Москвы	Интервальный	Смешанных инвестиций	1598
103	Максвелл Энерго	Максвелл Капитал Менеджмент	Открытый	Акция	1596
104	БКС-Фонд потребительского сектора	Брокеркредитсервис	Открытый	Акция	1561
105	ВТБ-Фонд Металлургии	ВТБ Капитал Управление Активами	Открытый	Акция	1532
106	ВТБ-Фонд Электроэнергетики	ВТБ Капитал Управление Активами	Открытый	Акция	1528
107	Адекта — Фонд ликвидных облигаций	Норд-Вест Капитал	Открытый	Облигаций	1487
108	ADT — Фонд телекоммуникаций	Норд-Вест Капитал	Открытый	Акция	1481
109	Ермак-ФКИ	Ермак	Открытый	Акция	1455
110	Финам Нефтегаз	Финам Менеджмент	Открытый	Акция	1337
111	ВТБ-Фонд Казначейский	ВТБ Капитал Управление Активами	Открытый	Облигаций	1334
112	Интерфин АКЦИИ	Интерфин Капитал	Открытый	Акция	1318
113	Финам Электроэнергетика	Финам Менеджмент	Открытый	Акция	1307
114	Финам Депозитный	Финам Менеджмент	Открытый	Денежного рынка	1302
115	Звездный бульвар – звезды БРИК	УК Банка Москвы	Открытый	Акция	1283
116	Мономах-	Мономах	Открытый	Акция	1279

	Перспектива				
117	Сапфир	Паллада ЭМ	Открытый	Облигаций	1266
118	Паллада-Фонд акций	Паллада ЭМ	Открытый	Акции	1264
119	ТКБ БНП Париба-Фонд денежного рынка	ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс	Открытый	Денежного рынка	1223
120	Флеминг Фэмили энд Партнерс — Фонд сбалансированный	Флеминг Фэмили энд Партнерс	Открытый	Смешанных инвестиций	1216
121	Финам Народный	Финам Менеджмент	Открытый	Акции	1213
122	ВТБ-ФПГУ	ВТБ Капитал Управление Активами	Открытый	Акции	1188
123	Финам Металлургия	Финам Менеджмент	Открытый	Акции	1183
124	Альфа-капитал Индекс ММВБ	Альфа-Капитал	Открытый	Индексный Акции	1146
125	Траст Первый	Доверие Капитал	Открытый	Смешанных инвестиций	1139
126	Коммерческая недвижимость (Тройка Диалог)	Тройка Диалог	Закрытый	Недвижимости	1128
127	Газпромбанк-Электроэнергетика	Газпромбанк-Управление активами	Открытый	Акции	1116
128	Альфа-капитал Потребительский сектор	Альфа-Капитал	Открытый	Акции	1094
129	Газпромбанк-Фонд развивающихся отраслей	Газпромбанк-Управление активами	Открытый	Акции	1094
130	ВТБ - БРИК	ВТБ Капитал Управление Активами	Открытый	Акции	1092
131	ФДИ Солид	Солид Менеджмент	Открытый	Облигаций	1084
132	АК БАРС-Акции	АК БАРС КАПИТАЛ	Открытый	Акции	1045
133	Интерфин Телеком	Интерфин Капитал	Открытый	Акции	1036
134	АК БАРС-Сбалансированный	АК БАРС КАПИТАЛ	Открытый	Смешанных инвестиций	1028
135	Солид Интервальный	Солид Менеджмент	Интервальный	Смешанных инвестиций	983
136	Инфраструктура	ОФГ Инвест	Открытый	Акции	965

137	Тройка Диалог-Рискованные облигации	Тройка Диалог	Интервальный	Облигаций	952
138	Рублевка–Фонд денежного рынка	УК Банка Москвы	Открытый	Денежного рынка	943
139	Капиталь-Сбалансированный	Капиталь Управление активами	Открытый	Смешанных инвестиций	939
140	Оплот	БФА	Интервальный	Акции	938
141	Атон-активное управление	Атон-менеджмент	Открытый	Смешанных инвестиций	917
142	Паллада - Природные ресурсы	Паллада ЭМ	Открытый	Смешанных инвестиций	898
143	Капиталь-Энергетический	Капиталь Управление активами	Открытый	Акции	891
144	УралСиб Фонд Профессиональный	Уралсиб	Открытый	Смешанных инвестиций	879
145	Адекта — Фонд оптимальный	Норд-Вест Капитал	Открытый	Акции	872
146	Агана-Молодежный	Агана	Открытый	Смешанных инвестиций	867
147	Интерфин Партнерство	Интерфин Капитал	Открытый	Смешанных инвестиций	863
148	АГАНА - Консервативный	Агана	Открытый	Облигаций	852
149	Первый фонд фондов	Максвелл Капитал Менеджмент	Открытый	Фондов	839
150	Ренессанс-Перспектива	Ренессанс Управление инвестициями	Интервальный	Акции	836

«Данная дипломная работа выполнена мною самостоятельно»

« ____ » _____ 2012 г.

(дата сдачи работы на кафедру —

_____)
(подпись автора)