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»
_____ Б.Б. Рубцов
«__» _____ 2011 года

**Выпускная квалификационная работа**

Угляницы Екатерины Сергеевны

**на тему:**
**«Рынок коллективных инвестиций в России: становление и развитие»**

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. _____

_____
*(подпись автора работы)*

Дипломная работа размещена на сайте www.mirkin.ru 25.08.2011

Москва – 2011

**Содержание**

Введение ..... 3
1. Формирование института коллективных инвестиций в России ..... 7
1.1. Понятие, признаки, формы коллективного инвестирования ..... 7
1.2. Фонды UCITS ..... 13
1.3. Виды коллективных инвестиций на российском РЦБ ..... 18
2. Развитие рынка коллективных инвестиций в России ..... 24
2.1. Анализ динамики ключевых (количественных) показателей рынка коллективных инвестиций ..... 24
2.1.1. Рынок управления активами ..... 24
2.1.2. Паевые инвестиционные фонды ..... 26
2.1.3. Негосударственные пенсионные фонды ..... 35
2.2. Анализ основных тенденций и событий на рынке коллективных инвестиций ..... 39
2.2.1. Общие тенденции ..... 39
2.2.2. Паевые инвестиционные фонды ..... 44
2.2.3. Негосударственные пенсионные фонды ..... 48
2.3. Сравнительная характеристика тенденций развития российского рынка коллективных инвестиций с зарубежными аналогами ..... 51
3. Проблемы и перспективы рынка коллективных инвестиций в России ..... 58
3.1. Проблемы отдельных секторов рынка коллективных инвестиций ..... 58
3.1.1. Общие проблемы рынка коллективных инвестиций ..... 58
3.1.2. Проблемы сектора ПИФов ..... 62
3.1.3. Проблемы сектора НПФов ..... 65
3.2. Внедрение и развитие инноваций на рынке коллективных инвестиций ..... 71
3.3. Перспективы развития рынка коллективных инвестиций ..... 80
Заключение ..... 87
Список литературы ..... 90
Приложения ..... 96

## Введение

**Актуальность темы дипломной работы**. Неотъемлемым условием экономического роста и повышения качества жизни в стране является развитие сферы коллективных инвестиций. Значение данной сферы сложно переоценить: она выполняет как важные социальные задачи, так и экономические. Именно это объясняет популярность этих институтов во всем мире и их значительно возросшую в последние десятилетия роль не только в экономике отдельных стран, но и в мировых экономических отношениях и их состоянии.

Система коллективного инвестирования является одной из инфраструктурных основ российского финансового рынка, которая, выполняя роль финансового посредничества, должна способствовать эффективному распределению финансовых ресурсов, трансформируя сбережения населения в инвестиции. При этом от остальных финансовых посредников её отличает ряд особенностей, направленных на решение социальных задач и защиту интересов индивидуальных инвесторов (консервативное отношении к риску и долгосрочные горизонты инвестирования, высокий уровень защиты инвесторов и жесткое регулирование со стороны государства, дополнительные преимущества доступные лишь крупным инвесторам и т.д.). На глобальном уровне коллективное инвестирование способствует увеличению мощности финансового рынка и расширению его емкости[1].

Но при столь огромной социальной и экономической значимости коллективного инвестирования в данной сфере существует целый ряд серьезных проблем:

- ✓ происходящий процесс старения населения предъявляет новые требования к системе пенсионного обеспечения;

[1] В долгосрочном плане активное использование коллективных инвестиций, кроме вышеперечисленных задач, также решает проблему социальной стабильности общества, обеспечивая как повышение благосостояния граждан через участие в росте экономики с относительно небольшим уровнем риска, так и ресурсы для поддержания роста и развития экономики, предоставляя стабильных источник долгосрочных инвестиций значительных объемов.

- ✓ недоверие населения и низкий уровень финансовой грамотности сильно осложняют возможности эффективного распределения ресурсов, негативно сказываясь как на самом населении, так и на состоянии предприятий и всей экономики в целом;
- ✓ сложившаяся практика использования кредитных институтов для инвестирования свободных средств населения не дает необходимых для стабильного развития долгосрочных ресурсов;
- ✓ существующие проблемы в сфере законодательства и регулирования отрицательно отражаются на состоянии данной сферы;
- ✓ неразвитость системы коллективного инвестирования негативно сказывается на социальной защищенности населения, его благосостоянии и уровне жизни, а также состоянии финансового рынка и экономики страны в целом и позиции России на международной арене.

Учитывая значимость коллективного инвестирования и большое число существующих в данной сфере проблем исследование вопросов, связанных с её состоянием и развитием, представляется особенно актуальным.

**Цель и задачи работы**. Целью дипломной работы является формирование представлений о современном состоянии российского рынка коллективных инвестиций.

Для достижения этой цели были поставлены следующие задачи:

- ✓ уточнить понятие «коллективные инвестиции» и выделить сущностные признаки институтов коллективного инвестирования,
- ✓ определить современное состояние российского рынка коллективных инвестиций на основе качественных и количественных показателей, а также анализа зарубежной практики,
- ✓ выделить основные тенденции развития российских институтов коллективных инвестиций на основе анализа современной практики функционирования данных организаций в России и мире,
- ✓ выделить основные проблемы и перспективы развития российского

рынка коллективных инвестиций.

**Предмет и объект исследования**. Объектом исследования выступают коллективные инвестиции. Предметом исследования является деятельность институтов коллективного инвестирования в РФ как составной части российского финансового рынка. В работе основное внимание уделено изучению деятельности паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов как двух наиболее значимых форм коллективных инвестиций. При этом для более глубокого анализа рассмотрены и иные формы.

**Теоретическая и методологическая основа исследования.** Теоретическую основу исследования составляют работы зарубежных и отечественных экономистов по вопросам функционирования институтов коллективного инвестирования и финансовых рынков. При написании работы автором применялись общенаучные методы познания: системный поход, 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**.**

**Характеристика используемой информационной базы**. При подготовке работы использована действующая нормативная правовая база по финансовым рынкам, пенсионному обеспечению, а также законодательные и иные нормативные правовые акты, применявшиеся в практике функционирования коллективных инвесторов в Российской Федерации и других государствах.

В работе также использованы статистические данные ОЭСР, Банка международных расчетов, ЦБ РФ, отчеты международных и национальных статистических органов, результаты зарубежных и отечественных исследований. Часть информационных материалов получена из сети Интернет. Основу информационной базы также составляют официальные данные органов государственного контроля в сфере финансовых рынков, а

также данные соответствующих саморегулируемых организаций России и других стран.

**Структура дипломной работы**. Дипломная работа включает следующие основные структурные элементы: введение, основная часть, состоящая из 3 глав, каждая из которых разделена на 3 параграфа, заключение, приложения.

Структура и содержание **введения** соответствуют методическим требованиям, предъявляемым к ним.

В главах **основной части** дипломной работы раскрываются теоретические и практические аспекты изучаемой проблемы:

- ✓ **Первая глава** содержит теоретический материал: рассматриваются различные подходы к определению коллективных инвестиций, а также проводится изучение законодательной обоснованности данного понятия в России и мире.
- ✓ **Вторая глава** раскрывает проявления рассматриваемого явления: проанализированы количественные и качественные характеристики институтов коллективного инвестирования, а также параметры рынка коллективных инвестиций в России и мире. Освещены вопросы действующей практики на основе фактических данных.
- ✓ **Третья глава** посвящена рассмотрению основных проблем и инноваций на российском рынке коллективных инвестиций, а также перспектив его дальнейшего развития.

В **заключении** сжато изложены основные выводы, полученные в дипломной работе и проведено соотнесение достигнутых результатов с целями и задачами работы, поставленными во введении.

Значительная часть графиков, схем, таблиц и др. иллюстрации оформлены в виде **приложений** для краткости изложения основного материала в связи с требованиями по ограничению объема.

# 1. Формирование института коллективных инвестиций в России

## 1.1. Понятие, признаки, формы коллективного инвестирования

Говоря о каком бы то ни было понятии нельзя рассматривать его в один конкретный момент времени. Необходимо иметь представление об истории его возникновения и развития, поскольку именно она может дать наиболее полное представление об этом явлении, как таковом[2].

Понятие коллективного инвестирования соотнесем с близким к нему понятием «институциональные инвесторы». Выделение последнего связано с классификацией инвесторов с точки зрения источника поступления финансовых ресурсов на рынок ценных бумаг. Обычно выделяют следующие группы:

1. население (физические лица),
2. корпоративные инвесторы,
3. институциональные инвесторы.

В последние годы происходит процесс, привлекающий особое внимание к институциональным инвесторам – значительное увеличение их роли, а также экономические и социальные последствия консолидации финансового могущества в этих организациях. При этом отсутствует четкое определение данного понятия и существуют несколько трактовок его значения, что отчасти может быть вызвано использованием этого термина в основном практиками. «В наиболее широком смысле институциональные инвесторы – это финансовые посредники любого типа. Подобное определение отделяет их от индивидуальных инвесторов, владеющих

[2] Начало истории коллективных инвестиций было положено более двух столетий назад, когда в 1774 году голландский предприниматель Адриан ван Кетвич (Adriaan van Ketwich) собрал заявки от инвесторов для формирования траста Eendragt Maakt, целью которого было предоставить возможности для диверсификации инвестиций для инвесторов с ограниченными средствами. Следующим значительным событием стало создание Foreign and Colonial Government Trust в Лондоне спустя практически сто лет. Именно он лег в основу современной модели инвестиционного фонда. Целью этого фонда было дать «инвестору среднего достатка такие же преимущества, какие имеют крупные капиталисты». Как можно заметить общей идеей этих фондов было объединение средств мелких инвесторов для получение дополнительных выгод, которые имелись лишь у крупных игроков.
Более подробно история коллективных инвестиций описана в Приложении А.

портфелями, все доходы от которых принадлежат непосредственно им самим»[3].

Но данное определение хотя и выделяет основной признак институциональных инвесторов, но не обладает достаточной детализацией, и более актуальным и адекватно отражающим существующую практику является понятие «институциональный инвестор» в узком смысле, под которым подразумеваются «пенсионные фонды, взаимные фонды, страховые компании и инвестиции, осуществляемые отделами доверительных операций банков»[4].

В отношении институциональных инвесторов выделяют следующие характерные функции[5]:

1. эффективное распределение финансовых ресурсов,
2. аккумулирование сбережений,
3. снижение информационных издержек,
4. уменьшение издержек контроля за инвестициями,
5. диверсификация рисков.

Среди российских теоретиков и практиков на сегодняшний день также не сформировалось единого мнения относительно понятия «институциональный инвестор» и того, какие организации к нему относятся:

- ✓ В. И. Колесников подчеркивает, что «институциональные инвесторы – это различные финансово-кредитные институты, совершающие операции с ценными бумагами (коммерческие и инвестиционные банки, страховые общества, пенсионные фонды)», выделяя в качестве основного критерия то, что «многие из этих институтов объединяют средства различных инвесторов (юридических и физических лиц) и ищут возможности их вложения в доходные ценные бумаги»[6].
- ✓ Т. К. Блохина считает, что «когда индивидуальные инвесторы

[3] *Шарп, У.* Инвестиции : пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. – М. : ИНФРА-М, 2009.
[4] Там же.
[5] *Корнев В.С.* Тенденции развития институциональных инвесторов на российском рынке ценных бумаг : дис. … канд. эконом. наук. – М.,2007.
[6] *Колесников В. Н.* Ценные бумаги//В. Н. Колесников, В.С. Торкановский, - М.: Финансы и статистика, 1998.

объединяют свои финансовые средства для квалифицированного управления ими с целью получения дохода на вложенные средства, такое объединение индивидуальных вкладчиков называется институциональным инвестором»[7].

- ✓ И.Е. Ноздрева полагает, что «институциональные инвесторы – небанковские финансовые посредники, инвестирующие накопленные в процессе основной деятельности денежные средства юридических и физических лиц в акции, облигации и др. инструменты фондового рынка с целью получения дохода»[8].
- ✓ Б. Б. Рубцов выражает такую точку зрения: «Под институциональными инвесторами понимают такие учреждения, как страховые компании, пенсионные фонды и институты коллективного инвестирования»[9].

В большинстве случаев авторы работ, посвященных изучению институциональных инвестиций, ограничиваются перечислением финансовых посредников, которые, по их мнению, следует относить к институциональным инвесторам.

- ✓ ОЭСР отмечает, что термин «Институциональные инвесторы» в основном относится к страховым компаниям, пенсионным фондам, инвестиционным компаниям, агрегирующим сбережения в фонды для инвестирования их на рынке[10].
- ✓ Банком международных расчетов под институциональными инвесторами понимаются схемы коллективного инвестирования, пенсионные фонды и страховые компании[11].

Можно заметить, что в вышеприведенных определениях появляется еще один близкий термин – схемы коллективного инвестирования. Как уже говорилось, сама идея коллективных инвестиций возникла и наиболее

---

[7] *Блохина Т. К.* Институциональные инвесторы в концепции развития российского фондового рынка: дис. … док. эконом. наук.. – М., 2000.
[8] *Ноздрева И. Е.* Небанковские институциональные инвесторы: зарубежный и отечественный опыт// дис. – М.- 2002.
[9] *Рубцов. Б. Б.* Мировые рынки ценных бумаг. - М.: Экзамен, 2002.
[10] *Thompson J., Choi S-M.*, Government Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries// OECD, Paris, 2001.
[11] Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets. // Bank for International Settlements, Basle, 2003.

активно развивалась в двух основных географических положениях – США и Европе. В американской практике среди понятий, использующихся для описания и изучения происходящих в данной сфере процессов, наибольшее распространение получил термин «институциональный инвестор». В европейской же традиции используется понятие «схемы коллективных инвестиций (Collective investment schemes)».

Различные авторы по-разному трактуют понятие «схемы коллективного инвестирования», при этом существует некоторая неопределенность с учреждениями, которые следует относить к коллективным инвесторам.

- ✓ Международная организация комиссий по ценным бумагам отмечает, что «термин «инвестиционный фонд» или «схема коллективных инвестиций» включает в себя открытые инвестиционные фонды, такие как взаимные и UCITS. Сюда также относятся закрытые фонды, чьи акции или паи торгуются на рынке ценных бумаг, паевые фонды и фонды контрактных моделей»[12]
- ✓ В работах аналитиков Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) подчеркивается, что институты коллективных инвестиций представляют собой объединения активов, в которых инвестор имеет право на долю результатов конкретного портфеля[13]
- ✓ Банк международных расчетов к таким учреждениям относит взаимные фонды, хедж-фонды и частные инвестиционные партнерства, причем в понятие «взаимный фонд» в данном случае включаются как фонды открытого типа, так и фонды закрытого типа[14].

Терминология сильно различается по странам, но как правило, синонимами СКИ являются взаимные фонды[15] (mutual funds),

---

[12] Final report on elements of international regulatory standards on fees and expenses of investment funds// IOSCO – 2004.

[13] *Thompson J., Choi S-M.*, Government Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries// OECD, Paris, 2001.

[14] Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets. // Bank for International Settlements, Basle, 2003.

[15] Взаимные фонды имеют особое значение в США и некоторых др. странах, как одна из правовых форм

инвестиционные фонды (investment funds), управляемые фонды (managed funds), или просто фонды (funds).

Организационная структура СКИ как правило представлена следующими элементами:

- ✓ Управляющий фондом или инвестиционный менеджер, который принимает инвестиционные решения.
- ✓ Администратор фонда, который отвечает за торговлю, инвентаризацию, оценку и ценообразование.
- ✓ Совет директоров или попечителей, который защищает активы и обеспечивает соблюдение законов, норм и правил.
- ✓ Акционеры или держатели паев, которые владеют или имеют права на активы и связанные с ними доходы.
- ✓ Маркетинговая компании или дистрибьютор, который занимается продвижением и продажей акций/паев фонда.

Коллективные инвестиционные схемы различаются по доступности в зависимости от их предполагаемого инвестора[16].

Многие СКИ разделяют фонд на несколько классов акций или паев. Базовые активы каждого класса объединяются для целей инвестиционного менеджмента, но эти классы, как правило, отличаются по комиссиям и прочим расходам, которые оплачиваются из имущества фонда. Эти различия должны отражать различные типы расходов, связанные с обслуживанием инвесторов[17].

---

СКИ.

[16] 1. Общедоступные схемы (Public-availability Schemes) доступны для большинства инвесторов. При этом допускаются возможность существования некоторых ограничений на возраст и размер инвестиций.

2. Схемы с ограниченной доступностью (Limited-availability schemes)- ограничены законодательно и/или правилами для опытных инвесторов и часто имеют высокие требования к минимальным инвестициям.

3. Схемы с закрытым доступом (Private-availability schemes) могут быть ограничены самыми разнообразными требованиями: например, доступны только для создателя фонда и членов его семьи. Они не являются публично котируемыми и, как правило, создаются в целях налоговой оптимизации и операций с недвижимостью.

В некоторых случаях объединение регулярных вложений многих индивидуальных инвесторов, например, пенсионный план (такой, как план 401(k) в США), может дать доступ частным инвесторам к покупке "институциональной" акции (и выиграть за счет их типично более низкого уровня расходов).

[17] Акции\паи одного класса, могут быть проданы через брокера или финансового консультанта с начальной комиссией и могут быть названы *розничными* акциями (*retail* shares). Другой класс может продаваться без комиссии (нагрузки) напрямую и называется *прямыми* акциями (*direct* shares). Третий класс может иметь

*Типы комиссий*

Может существовать комиссия при покупке паев или акций, за счет которой покрываются расходы по обслуживанию и распространению, уплаченные посредникам. Как правило, эта плата представляет собой процент от инвестиций. Некоторые СКИ отказываются от первоначальной комиссии, но применяют комиссию за выход. В последние годы наблюдается тенденция по уходу от подобных комиссий и их постепенное исчезновение.

СКИ взимает ежегодную плату за управление для покрытия затрат на администрирование и оплату услуг инвестиционного менеджера. Это может быть фиксированной ставкой, основанной на стоимости активов, или связанной с производительностью комиссией, основанной на достижении заранее поставленной цели.

*Модели ценообразования*

Открытые СКИ имеют одну из следующих моделей ценообразования: двойную или единичную (*dual priced* or *single priced*).

СКИ с двойной ценой имеют соответственно 2 цены: цену покупки цена и цену продажи цена. Разница между ценой покупки и продажи обычно составляет 5% и может изменяться в зависимости от управляющим СКИ в зависимости от сложившейся на рынке ситуации. Размер таких отклонений может ограничиваться правилами самой СКИ или регулятивными требованиями. Разница между ценой покупки и цена продажи включает в себя первоначальную комиссию за вход в фонд.

Другая модель ценообразования подразумевает наличие у СКИ единственной цены, по которой происходит продажа или покупка, вне зависимости от направления операции. Т.к. подобные СКИ не имеют возможности регулировать разницу меджду ценами продажи и покупки, они используют другой механизм - *dilution levy (размытие капитала*[18]*)*. SICAVs,

---

высокий порог входа и быть доступен только для финансовых институтов, и называется *институциональными* акциями (*institutional* shares).

[18] *Dilution levy* может взиматься по усмотрению управляющего фонда для компенсации стоимости рыночных сделок, изменившейся в результате значительных по объемам сделок. Например, если объем закупок превышает объем продаж в конкретной торговой период управляющему придется осуществить

OEICs[19] и взаимные фонды США используют данную модель ценообразования.

В целом, можно сказать, что в мире наблюдается достаточно большое разнообразие видов и форм СКИ, соответствующих особенностям каждой конкретной страны (перечень специфических для каждого государства разновидностей СКИ приведен в Приложении Б). Но формой коллективных инвестиций, заслуживающей отдельного подробного рассмотрения, можно назвать фонды UCITS, получившие распространение в Евросоюзе и пользующиеся популярностью во всем мире. Сама идея их создания, а также специфические особенности функционирования и регулирования представляют из себя механизм, отражающий последние тенденции в данной сфере и отвечающий требованиям современного глобального финансового рынка. В связи с этим рассмотрению UCITS будет посвящен следующая часть данной работы.

### 1.2. Фонды UCITS[20]

В соответствии с Директивой 85/611/EEC UCITS – это компании, во-первых, единственной целью которых является коллективное инвестирование в переводные ценные бумаги и/или прочие ликвидные финансовые активы[21], из привлеченных от населения средств и которые работают по принципу распределения рисков; и, во-вторых, паи которых по требованию правообладателей выкупаются или погашаются из активов этих компаний[22].

Такие компании (UCITS) могут быть образованы как

- ✓ паевые трасты (unit trusts),

---

дополнительную покупку активов, лежащих в основе фонда. В результате возрастут расходы на вознаграждение брокера и это окажет неблагоприятное влияние на деятельность фонда в целом ("разбавляя" фонд). То же самое и в случае с перевесом приказов на продажу. *Dilution levy* поэтому применяется только тогда, когда это действительно необходимо и оплачено инвесторами для избежания неблагоприятного влияния крупных разовых сделок, которые могут не снижают ценность фонда в целом.

[19] Société d'investissement à capital variable(SICAV), Open Ended Investment Company (OEIC).

[20] Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities.

[21] О которых говорится в Директиве UCITS.

[22] Меры, принятые в UCITS чтобы убедиться, что биржевая стоимость его паев не меняется существенным образом в зависимости от стоимости чистых активов, должны рассматриваться как эквивалент такого выкупа или погашения.

- ✓ инвестиционные компании с фиксированным капиталом (investment companies with fixed capital)[23],
- ✓ инвестиционные компании с переменным капиталом (investment companies with variable capital)[24], чьи документы предусматривают, что сумму оплаченного уставного капитала компании постоянно должна быть равна стоимости чистых активов общества, и что акции компании не имеют номинальной стоимости,
- ✓ общие договорные фонды (common contractual funds)[25].

Таким образом, Директива UCITS определяет фонды через их признаки, а также дает перечень форм, в которых они могут быть образованы. Благодаря своим особенностям данная разновидность фондов получила широкое распространение. По итогам 2010 года активы европейских инвестиционных фондов достигли 8,025 трлн. евро, из них 75% приходится на фонды UCITS (Приложение В).

Чтобы понять причину такой популярности фондов UCITS необходимо обратиться к их истокам – Директивам, в результате которых они появились.

Директивы UCITS (The Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directives) представляют из себя набор Директив Европейского Союза, созданных с целью позволить схемам коллективных инвестиций свободно действовать на всей территории Европейского Союза на основании одного единственного разрешения от любого государства-члена. Но на практике во многих странах ЕС были введены дополнительные регулирующие требования для защиты местных управляющих компаний, которые препятствуют свободной работе фондов UCITS.

Целью первой Директивы UCITS 85/611/EEC, принятой в 1985 году, было упростить регулирование открытых фондов, инвестирующих в

[23] Компании должны быть зарегистрированы как ООО (public limited companies).
[24] Компании должны быть зарегистрированы как ООО (public limited companies).
[25] Директивы UCITS не применяются к инвестиционным компаниям, активы которых инвестируются через посредника-дочернюю компанию, иначе, чем в переводные ценные бумаги; UCITS закрытого типа; UCITS, которые привлекают капитал без открытой продажи своих паев частным инвесторам; UCITS, паи которых могут быть проданы только инвесторам стран, не являющимися членами ЕС.

переводные (обращающиеся) ценные бумаги – теперь в каждом государстве-члене ЕС к ним стали применяться одинаковые требования. Это было сделано в надежде на то, что после создания такой однородности законодательства по всему Евросоюзу, фонды, созданные в одной стране-члене ЕС, могут участвовать в публичных торгах в каждом государстве-члене без предварительного разрешения. Таким образом, поддерживалась идея создания единого европейского рынка финансовых услуг[26].

Следующим этапом стала новая попытка гармонизации законодательства на всей территории Евросоюза: в начале 90-х годов были разработаны предложения по изменению Директивы 1985 года. Хотя эти предложения и приблизили принятие новой редакции - UCITS II, но на тот момент их отклонили как слишком амбициозные, когда Совет Министров не смог прийти к общей позиции по данному вопросу.

В июле 1998 г. Комиссия ЕС опубликовала новое предложение по изменению Директивы UCITS 1985 года, состоящее из двух частей - предложения по продуктам и предложения по предоставлению услуг (a product proposal and a service provider proposal). Эти предложения, известные как "UCITS III", были приняты в декабре 2001 года и действовали практически 10 лет - до 1 июля 2011 года[27].

Любой фонд коллективных инвестиций может обратиться за статусом UCITS для расширения географии присутствия и получения доступа ко всему европейскому рынку. Идеей являлось создание единого рынка

---

[26] Но на практике эта идея не получила развития, в основном из-за сдерживающих мер и дополнительных законодательных требований, вводимых отдельно каждым государством-членом для защиты локального рынка и препятствующих транс-граничной торговле UCITS. Кроме того, ограничения на разрешенный размер инвестиций в эти фонды значительно ослабил возможности UCITS.

[27] Директива по управлению (Management Directive 2001/107/EC) дала управляющим компаниям «Европейский паспорт», который позволяет работать на территории всего ЕС, и расширила виды деятельности, которыми им разрешено заниматься. Директива также вводит понятие «упрощенный проспект» (asimplified prospectus), который предназначен для обеспечения более доступной и полной информации в упрощенном формате для помощи в развитии транс-граничных продаж и распространения фондов UCITS по всей Европе.

Основной целью Директивы по продуктам (Product Directive 2001/108/EC) является устранение препятствий для трансграничных продаж паев UCITS. Фондам позволяется вкладывать в более широкий круг финансовых инструментов (включая деривативы), что регулируется одинаковыми законодательными нормами и требованиями в каждом государстве-члене ЕС. Для всех фондов UCITS устанавливаются единые требования к инвестиционным лимитам.

инвестиционных фондов в рамках ЕС: значительный размер рынка позволяет использовать механизм экономии на масштабах, что сокращает издержки управляющих и позволяет предложить продукт покупателям по более низкой цене без потери качества.

Хотя Директива 85/611/EEC с последующими изменениями и дополнениями и привела к значительному развитию индустрии инвестиционных фондов в Евросоюзе за последние два десятилетия, но из-за стремительного роста данной сферы появилась необходимость в изменениях для дальнейшего стимулировании развития и снятия существующих ограничений. В связи с этим Директива UCITS была пересмотрена и принята в новой редакции, известной как «UCITS IV», которая была утверждена Европейским Парламентом 13 января 2009 года, а также Советом Европейского Союза (Директива 2009/65/EC). Она вступает в силу с 1 июля 2011 года. К этому моменту страны-члены ЕС должны привести свое законодательство в соответствие с данной Директивой.

UCITS IV имеет пять ключевых изменений[28] в регулировании фондов UCITS, три из которых предоставляют управляющим фонда возможность провести стратегический анализ ассортимента и структуры управления, в то время как два других представляют из себя принудительные меры для повышения скорости рынка и защиты инвесторов.

*Таблица 1 – Ключевые изменения UCITS IV*

| | |
|---|---|
| **Стратегические возможности** | Директива UCITS IV направлена на достижение глобального снижения затрат по эксплуатации средств в ЕС и предоставляет фондам удобные инструменты для маркетинга и дистрибьюции. |
| ✓ *Слияния UCITS и структура Master-Feeder*[29] | В UCITS IV четко прописан механизм объединения активов путем трансграничных слияний фондов UCITS независимо от их организационно-правовой формы, или путем создания зависимых структур (master-feeder structures). Однако возникает несколько проблем, которые могут решаться в каждом конкретном случае только на индивидуальной основе. Более того, отсутствие гармонизации налогообложения препятствует предполагаемому |

[28] Схематичное изображение основных изменений приведено в Приложении Г.

[29] Несколько фондов (feeder funds) объединяют свои активы в один фонд (master fund), что дает им возможность получить преимущества от управления большим пулом активов и при этом формируя отдельные фонды на конкретных рыночных нишах. Также иногда используется для преодоления законодательных ограничений отдельных стран Евросоюза.

| | |
|---|---|
| | устранению проблем, что остается особенно острым вопросом для слияний фондов. |
| ✓ *Паспорт управляющей компании (Management Company Passport -MCP)* | Сегодня из топ-30 групп управления активами по трансграничному распространению 50% имеют УК в четырех или более юрисдикциях (странах)[30]. Согласно UCITS IV паспорт управляющей компании позволяет удаленное (дистанционное) создание и трансграничное управления фондами UCITS, а также централизацию управления активами, администрирования и операций по управлению рисками. |
| **Обязательные изменения** | UCITS IV рационализирует процесс уведомления и изменяет существующий упрощенный проспект. |
| ✓ *Процесс уведомления* | Новый процесс уведомление будет представлять собой процесс «регулятор-регулятору»: местный регулятор UCITS[31] в течении 10 рабочих дней обязан рассмотреть стандартизированный (по форме и содержанию) файл уведомления и передать его регулятору принимающей страны[32]. Таким образом компании получают возможность практические немедленного начала деятельности в этой стране. |
| ✓ *Ключевая информация для инвестора (Key Investor Information - KII)* | KII будет представлять из себя короткий документ, содержащий ключевую информацию важную для инвесторов. Содержание, форма и представление организованы таким образом, чтобы максимально облегчить понимание информации и прямое сравнение различных фондов UCITS. |

Наблюдающиеся в Европе тенденция гармонизации законодательства в значительной мере затрагивают и сферу инвестиционной деятельности, в том числе связанные с ней отношения и бизнес-процессы. Восстановление потребительского доверия на финансовых рынках является одним из приоритетных направлений, что становится особенно актуальным после кризиса. Инвесторы должны иметь возможность принимать обоснованные инвестиционные решения и эффективно сравнить различные предложения финансовых продуктов, оставаясь уверенными в инвестиционных советах, которые они получают. Именно этому и способствуют последние изменения в Директиве UCITS, как впрочем, и сама идея данного документа. Его создание дало толчок к развитию одного из мощнейших рынков коллективных инвестиций на текущий момент и является отличным примером того, как законодательные инициативы могут успешно стимулировать и поддерживать развитие данной сферы. Рассмотрение и

[30] По данным UCITS IV at a glance// PricewaterhouseCoopers [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.pwc.com/lu, свободный..Также см. Приложение Г и Д.
[31] Home Member State regulator.
[32] Host Member State regulator.

изучения подобной передовой мировой практики могло бы помочь РФ в построении МФЦ и создании сильного рынка коллективных инвестиций.

### 1.3. Виды коллективных инвестиций на российском РЦБ[33]

На настоящий момент в российском законодательстве отсутствует четко сформулированное определение понятия коллективных инвестиций, хотя данный термин встречается в некоторых нормативно-правовых актах.

В указе Президента РФ от 1 июля 1996 г. N 1008 «Об утверждении Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации»[34] отмечалось, что государственная политика в области защиты прав инвесторов будет осуществляться дифференцированно по следующим группам инвесторов: население, коллективные инвесторы, коммерческие банки, страховые компании, государство, иностранные инвесторы (нерезиденты), другие инвесторы.

Косвенно перечень форм КИ дается в указе Президента РФ «Об утверждении Комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров» № 408 от 21 марта 1996 г.[34]. Встречающееся в данном указе понятие инвестиционный банк в настоящий момент не выделяется (в РФ законодательно не разграничиваются банки коммерческие и инвестиционные), но существует особая форма коллективного инвестирования через банковский инструмент - общие фонды банковского управления (ОФБУ), которые имеют много общих черт с ПИФами. Вопрос отнесения ОФБУ к формам коллективного инвестирования до сих пор остается открытым[35].

---

[33] В России термин СКИ применяется главным образом к деятельности двух типов финансовых институтов – инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов. В отдельных случаях из понятия исключаются пенсионные фонды, т.к. они отличаются принципом распределения риска.

[34] В соответствии с данным указом к формам коллективного инвестирования относят: паевые инвестиционные фонды (ПИФ); кредитные союзы (КС); акционерные инвестиционные фонды (АИФ); инвестиционные банки; негосударственные пенсионные фонды (НПФ).

[35] ОФБУ схожи с паевыми фондами по принципу управления (средства вкладчиков собираются в единый пул, и банк осуществляет управление этим пулом с целью увеличения его стоимости) и отличаются подходом к регулированию их деятельности: в отличие от паевых фондов, деятельность которых входит в сферу компетенции ФСФР, работа ОФБУ, как и любая другая деятельность банковских структур, регулируется Банком России. Если управляющие фондами должны следовать жестким нормативам, закрепленным ФСФР в «Положении о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов», то требования к структуре и составу активов, которыми может

В настоящее время из всех форм коллективного инвестирования наибольшее распространения получили ПИФы и НПФы. Данная работа будет в основном посещена рассмотрению именно этих двух форм, как наиболее значимых и представляющих основную часть коллективных инвестиций в российской экономике на настоящий момент. Но для составления более полной картины состояния данного рынка могут использоваться сравнения с другими формами коллективных инвестиций[36].

Краткая характеристика форм коллективного инвестирования и сравнение их по основным параметрам представлены в приложении Е.

*Регулирование*

Основные функции по государственному надзору в сфере коллективных инвестиций выполняет ФСФР РФ, а также Банк России[37].

В настоящее время в РФ существует ряд проблем, связанных с регулированием деятельности институтов коллективного инвестирования. Так, например, регулирование деятельности НПФ осуществляется множеством структур (более подробно данная проблема рассматривается в 3 главе). Это справедливо и в отношении других форм коллективных инвестиций. Для успешного развития данной сферы необходимо устранение

---

оперировать ОФБУ, более либеральны.

Кроме того, если пайщик ПИФа может реализовать полученный доход либо зафиксировать убыток только одним способом – отозвав деньги из фонда, то пайщик ОФБУ имеет возможность регулярно получать доход в форме накопленных процентов.

[36] Стоит отметить, что в российской практике редко используется понятие коллективного инвестирования. Наибольшее распространение получили родственные понятия «институциональные инвесторы» и «рынок доверительного управления (активами)». На рынке ДУ обычно выделяют следующие сегменты: паевые инвестиционные фонды (сюда же можно отнести АИФы, но в связи с их малочисленностью - всего 8 фондов - и незначительностью их роли эту категорию фондов обычно отдельно не выделяют), пенсионные фонды, страховые компании, индивидуальное доверительное управление. Термин институциональные инвесторы кроме вышеперечисленного включает в себя ОФБУ и не включает ИДУ. В целом на данный момент сложилась практика рассмотрения отдельно рынка ДУ и деятельности ОФБУ. Отсутствие четких определений или критериев отнесения того или иного вида деятельности или организации к коллективным инвестициям порождает множество определений с размытыми границами и показывает еще недостаточное развитие данной сферы в стране.

[37] В целях соблюдения требований законодательства, регулирующего деятельность негосударственных пенсионных фондов, а также защиты прав и интересов участников и застрахованных лиц, иных заинтересованных лиц и государства государственное регулирование и контроль за деятельностью **АИФов, ПИФов и НПФов** осуществляет *Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР).*

Регулирующую и контролирующую функцию в отношении **ОФБУ** осуществляет *Банк России*, в соответствии с гражданским законодательством и нормативными правовыми актами Российской Федерации.

Государственное регулирование деятельности **кредитных потребительских кооперативов** осуществляет *Министерство финансов* Российской Федерации.

подобного положения и упорядочивание действий различных регулирующих органов, а также принятие мер по обеспечению согласованности их действий.

Хотелось бы отметить, что в последнее время наблюдаются положительные изменения в данном вопросе. Можно заметить, что появилось тенденция к централизации регулирования финансового рынка в целом, которая возможно приведет к созданию в России мегарегулятора. Подтверждением этой мысли является произошедшее в марте 2011 года слияние ФСФР и Росстрахнадзора (ФССН). Росстрахнадзор прекратил свое существование, а его функции разделили между собой ФСФР и Банк России.

В указе речь идет о присоединении ФССН к ФСФР «с передачей ФСФР функций присоединения службы страхового надзора по контролю и надзору за страховой деятельностью, а также с установлением определенных возможностей для этой службы, включая функции нормативно-правового регулирования по контролю и надзору в сфере финансового рынка, за исключением банковской и аудиторской деятельности», пояснил в пятницу президент на совещании по вопросу формирования в стране Международного финансового центра[38]. По словам Дмитрия Медведева, решение об объединении было вызвано последствиями финансового кризиса, когда выявилось много недостатков в механизмах регулирования финансовых рынков почти во всех экономиках мира. «Это важное решение для российского рынка, потому что создается мощный финансовый регулятор, способный охватить практически все небанковские сегменты финансового рынка и постепенно создать на этих сегментах единый подход и регулирование» - подчеркивает бывший глава ФСФР Владимир Миловидов[39].

Также в настоящее время активно обсуждаются другие возможные изменения, направленные на решение проблем регулирования и создания благоприятных условий для развития всего финансового рынка РФ (например, создание центрального депозитария).

---

[38] *Камара С*. Мегерегулятор Миловидова// Газета «Газета» — 4.03.11.

[39] *Наиля Аскер-заде* «Я сделал то, что хотел», — Владимир Миловидов, руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам // Ведомости №63 (2829) от 11.04.2011.

Таким образом, можно отметить, что в РФ существуют проблемы в законодательстве и регулировании и они начинают постепенно решаться. Но хотя и происходят положительные изменения, еще многое предстоит сделать, чтобы выйти на уровень стран с развитой экономикой и действительно создать в Москве МФЦ. В этом плане целесообразным можно назвать изучение зарубежной практики решения подобных вопросов и регулирование сферы коллективных инвестиций. Отдельно хотелось бы отметить, что определенные шаги в этом направлении уже приняты – так, например, при разработке Правил расчета Индекса ММВБ[40] помимо требований ФСФР, предъявляемых к индексам, на базе которых могут быть созданы паевые инвестиционные фонды, принимались во внимание также требования директив Евросоюза (UCITS), определяющих условия инвестирования в развивающиеся рынки, а также нормативные требования регулирующих органов США в отношении так называемых «broad-based security indices»[41].

В завершении хотелось бы сказать несколько слов о концепции развития РФ до 2020 г и создания в России МФЦ. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020[42] года содержит 4 основные задачи, решение каждой из которых так или иначе подразумевает развитие рынка коллективных инвестиций:

1. повышение емкости и прозрачности финансового рынка;
2. обеспечение эффективности рыночной инфраструктуры;

---

[40] В 2007 г.

[41] Согласно директивам Европейского Союза в отношении UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) вес отдельного компонента, включенного в фондовый индекс, не должен превышать 20%. Правилами расчета Индекса ММВБ предусмотрено более строгое ограничение в 15%.

Индекс ММВБ соответствует следующим требованиям, предъявляемым со стороны Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам США (Securities and Exchange Commission, SEC) к фондовым индексам, которые могут использоваться американскими инвесторами в качестве бэнчмарков для производных продуктов:

- ✓ База расчета индекса должна включать не менее 10 компонентов (в Индексе ММВБ – 30)
- ✓ Вес отдельного компонента в базе расчета индекса не должен превышать 30% (в Индексе ММВБ – 15%)
- ✓ Суммарный вес любых 5 компонентов в индексе не должен превышать 60% (в Индексе ММВБ – не более 60%)
- ✓ Суммарный среднедневной объем торгов акциями с наименьшим весом в индексе, суммарный вес которых в индексе составляет 25%, должен быть не менее 30 млн.долл. США (в Индексе ММВБ – порядка 11 млрд.руб. (382 млн.долл. США)).

[42] Распоряжение Правительства РФ от 17.11.2008 N 1663-р (ред. от 14.12.2009) «Об утверждении основных направлений деятельности Правительства РФ на период до 2012 года и перечня проектов по их реализации».

3. формирование благоприятного налогового климата для его участников;

4. совершенствование правового регулирования на финансовом рынке.

Основными пунктами, на которые хотелось бы обратить внимание, являются следующие меры, предложенные в Стратегии для достижения вышеуказанных целей:

*a) Внедрение механизмов, обеспечивающих широкое участие розничных инвесторов на финансовом рынке и защиту их инвестиций*[43].

*b) Внедрение механизмов, обеспечивающих широкое участие розничных инвесторов*[44].

*c) Повышение уровня информированности граждан о возможностях инвестирования средств на финансовом рынке*[45].

*d) Взаимодействие с саморегулируемыми организациями*[46].

---

[43] Участие населения на финансовом рынке является одним из признаков не только повышения уровня жизни в стране, но и показателем определенной зрелости финансового рынка, обеспечивающего трансформацию индивидуальных сбережений в необходимые экономике инвестиции. Государственное регулирование в этой области должно быть направлено на усиление защиты прав и законных интересов розничных инвесторов и создание условий для снижения рисков индивидуальных инвестиций.
Предлагаются такие средства стимулирования участия населения на финансовом рынке как создание обязательного и добровольных компенсационных фондов (механизмов), ужесточения контроля и надзора за рекламой на финансовом рынке (особенно для розничных финансовых услуг), создания института инвестиционных консультантов и прочие меры защиты прав и законных интересов розничных инвесторов. При этом планируется активно привлекать проф. сообщество (в форме СРО) для решения проблем развития, а также обязать участников финансового рынка, оказывающих услуги розничным инвесторам, участвовать в соответствующих СРО в обязательном порядке.

[44] Для обеспечения привлечения инвестиционных ресурсов в долгосрочные инфраструктурные проекты предлагается предусмотреть меры, направленные на стимулирование инвестирования в инфраструктурные облигации. В законодательство Российской Федерации потребуется внести изменения, обеспечивающие защиту прав владельцев инфраструктурных облигаций, а также возможность инвестирования в такие облигации средств кредитных организаций, пенсионных накоплений, в том числе аккумулируемых Пенсионным фондом Российской Федерации, пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и активов паевых инвестиционных фондов. Указанная мера позволит привлечь инвестиции для финансирования инфраструктурных проектов и одновременно расширить перечень объектов для инвестирования средств пенсионных накоплений и размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов.

[45] Недостаточная степень вовлеченности населения в финансовую сферу отчасти объясняется низким уровнем информированности и доверия к финансовым инструментам. Это приводит к тому, что сбережения граждан осуществляются преимущественно в виде вложений в иностранную валюту или на краткосрочные депозиты банков. В настоящее время информация о вопросах развития финансовых рынков и возможностей их использования для повышения благосостояния граждан не имеет системного характера, население недостаточно информировано о созданных законодательных основах инвестирования на финансовом рынке, что является лимитирующим фактором развития в условиях негативного опыта, связанного с деятельностью финансовых пирамид. В Стратегии предлагается ряд мер, результатом реализации которых должны стать изменение инвестиционного поведения населения и привлечение сбережений граждан на финансовый рынок, а также эффективная реализация пенсионной реформы.

[46] В Стратегии отмечается, что с количественным ростом и качественным усложнением финансового рынка возникает объективная потребность в развитии функций саморегулирования, для чего необходимо повышение эффективности взаимодействия саморегулируемых организаций и государственных органов. Также говорится о необходимости укрепления роли профессионального сообщества в осуществлении

Прочие меры и средства достижения цели развития российского финансового рынка, перечисленные в Стратегии также оказывают позитивное воздействие на состояние сферы коллективного инвестирования и при их успешной реализации могли бы в значительной мере стимулировать её развитие[47].

В свете всего вышесказанного можно дать следующее определение понятию «коллективное инвестирование» – объединение средств инвесторов (физических и/или юридических лиц) под профессиональным управлением с целью получения дохода от инвестирования данных средств как единого пула активов.

Также на основании рассмотренного материала можно выделить следующие признаки институтов коллективного инвестирования:

1. объединение средств многих инвесторов как индивидуальных, так и корпоративных в единый портфель,
2. профессиональное управление этими средствами,
3. основной вид деятельности - инвестирование привлеченных средств,
4. отсутствие заранее установленного (фиксированного) уровня дохода.

Формы и виды коллективного инвестирования отличаются большим разнообразием и во многом определяются местным законодательством и сложившимися традициями в той или иной стране. В данной работе к формам КИ относятся АИФы, ПИФы, НПФы, КС и ОФБУ, т.к. выделение именно этих форм в наибольшей степени соответствует сложившейся в России практике и законодательству. Отдельно стоит отметить, что на данный момент в России в законодательстве и регулировании коллективных инвестиций существуют много проблем и нерешенных вопросов.

---

контроля и снижении инвестиционных рисков, для чего предлагается расширить возможности саморегулируемых организаций при сборе и анализе отчетности участников финансового рынка и возложить на них функции по ее анализу, обобщению и раскрытию.

[47] См. приложение Ж.

# 2. Развитие рынка коллективных инвестиций в России

## 2.1. Анализ динамики ключевых (количественных) показателей рынка коллективных инвестиций

### 2.1.1. Рынок управления активами

Функционирование механизма коллективных инвестиций подразумевает наличие управляющих компаний, которые и задают тон работы всей отрасли. Динамика их развития в РФ за последние 10 лет наглядно показывает процесс формирования, становления отечественного рынка коллективных инвестиций практически с нуля: еще в 1999 г. работало только 14 УК, а к концу 2010 г. их число возросло более чем в 30 раз – и это с учетом негативного влияния кризиса, который откинул развитие на несколько лет назад.

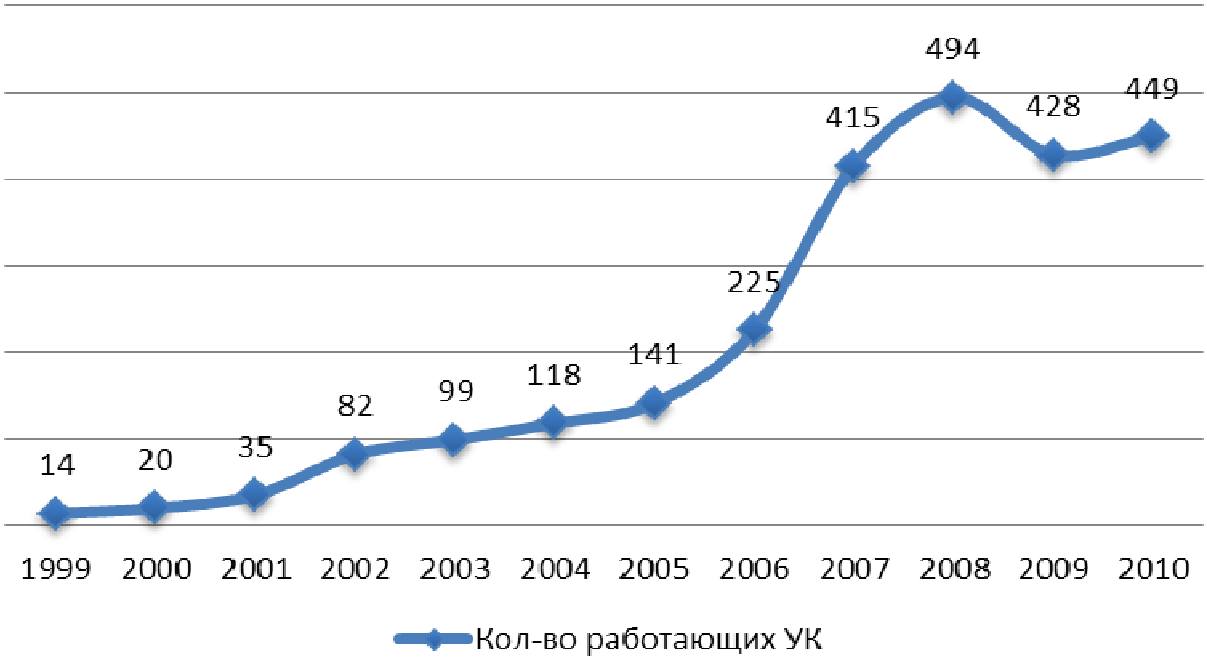



*Рисунок 1 - Динамика числа всех работающих управляющих компаний*[48]

По оценке «Эксперта РА» на конец 2010 года объем рынка доверительного управления достиг 2 трлн. руб. Большая его часть (почти 80%) приходится на рынок коллективных инвестиций, причем существует тенденция к увеличению его доли в общем объеме: за последний год доля возросла на 5% и достигла почти 80% от общего объема активов.

[48] Касьянова Е.А. Выступление на шестой ежегодной профессиональной конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010 г., Москва, Центр международной торговли (ЦМТ).

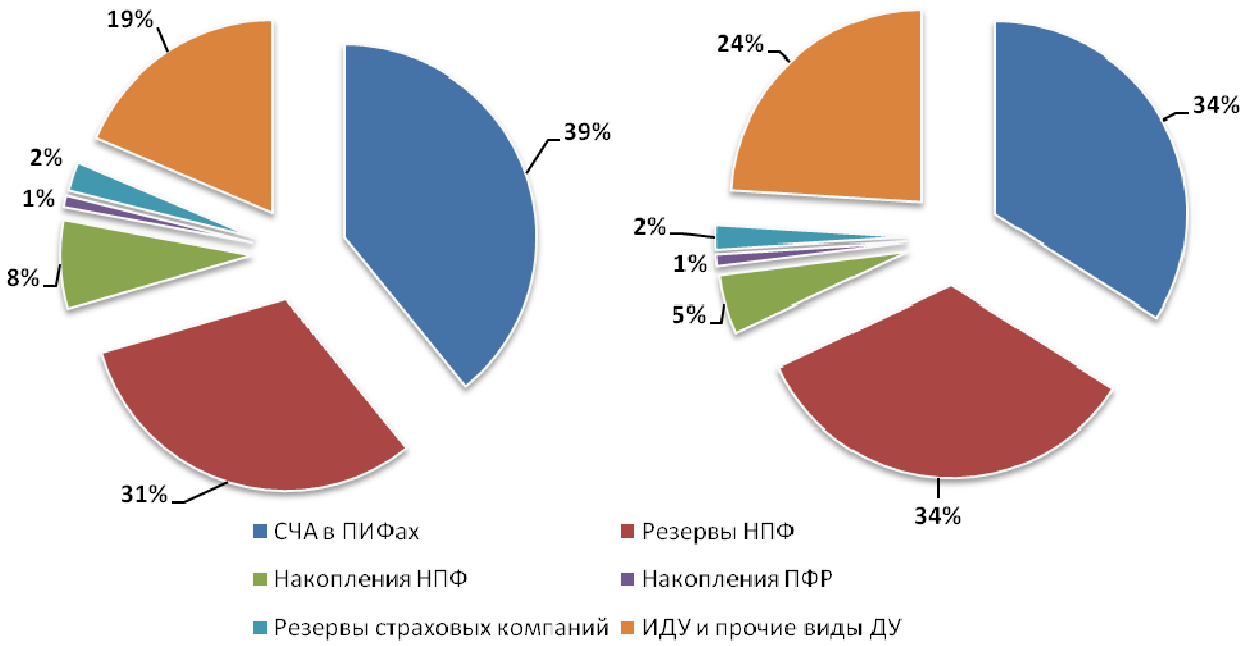



*Рисунок 2 - Объем активов на 31.12.2010 г. (слева) и 31.12.2009 г. (справа)*[49]

Если посмотреть на динамику числа управляющих компаний то можно сделать вывод о том, что в структуре управляющих компаний за последние годы произошли значительные изменения. Если ранее лишь 46% УК имели под своим управлением ПИФы, то за последние годы этот показатель увеличился почти вдвое, составив 74% на конец 2010 г.. Таким образом, можно говорить о том, что роль ПИФов на рынке доверительного управления возрастает, а так же о распространении данного вида коллективных инвестиций и повышении интереса к нему.

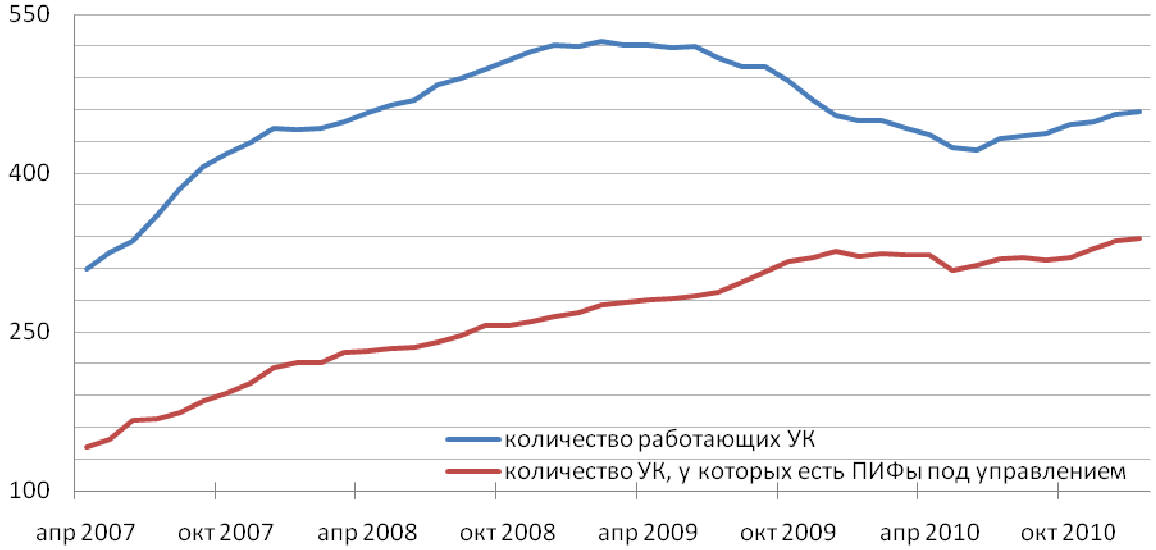



*Рисунок 3 - Динамика числа всех работающих управляющих компаний и управляющих компаний, имеющих паевые фонды в управлении с 30.04.2007 по 31.01.2011*[50]

[49] Данные НЛУ [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: nlu.ru, свободный.

[50] Там же и материалы конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010 г.,

Из всего вышесказанного можно сделать следующие выводы:

- ✓ отечественный рынок доверительного управления достаточно молод и находится в начальной стадии, для него могут быть характерны нестабильность, резкая реакция на внешние факторы;
- ✓ значительную долю (80%) рынка доверительного управления занимают коллективные инвестиции, причем она имеет тенденцию к увеличению;
- ✓ среди видов коллективных инвестиций первое место как по объему активов, так и по темпам роста, а также числу УК занимают паевые инвестиционные фонды.

Рассмотрим подробнее каждый сегмент рынка коллективных инвестиций. Особое внимание уделим ПИФам в связи с их значительной ролью.

### 2.1.2. Паевые инвестиционные фонды

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.

В целом можно заметить превалирование закрытых фондов (как по числу, так и по активам, а так же темпам роста этих показателей), следом идут открытые и самую незначительную долю имеют интервальные фонды.

Отдельно хотелось бы отметить, что кризис намного значительнее отразился на СЧА, чем на числе фондов. Таким образом, можно говорить об относительной однородности однотипных ПИФов – в неблагоприятных условиях не произошло банкротств отдельных фондов, а все в среднем ухудшили результаты своей деятельности, т.е. произошло снижение среднего размера ПИФов при сохранении их числа примерно на том же уровне. Наибольшие потери понесли открытые и интервальные ПИФы – их СЧА за год снизилась на 65% и 70% соответственно. Закрытые фонды

Москва.

значительно легче перенесли этот период – их активы сократились на 19% за год.

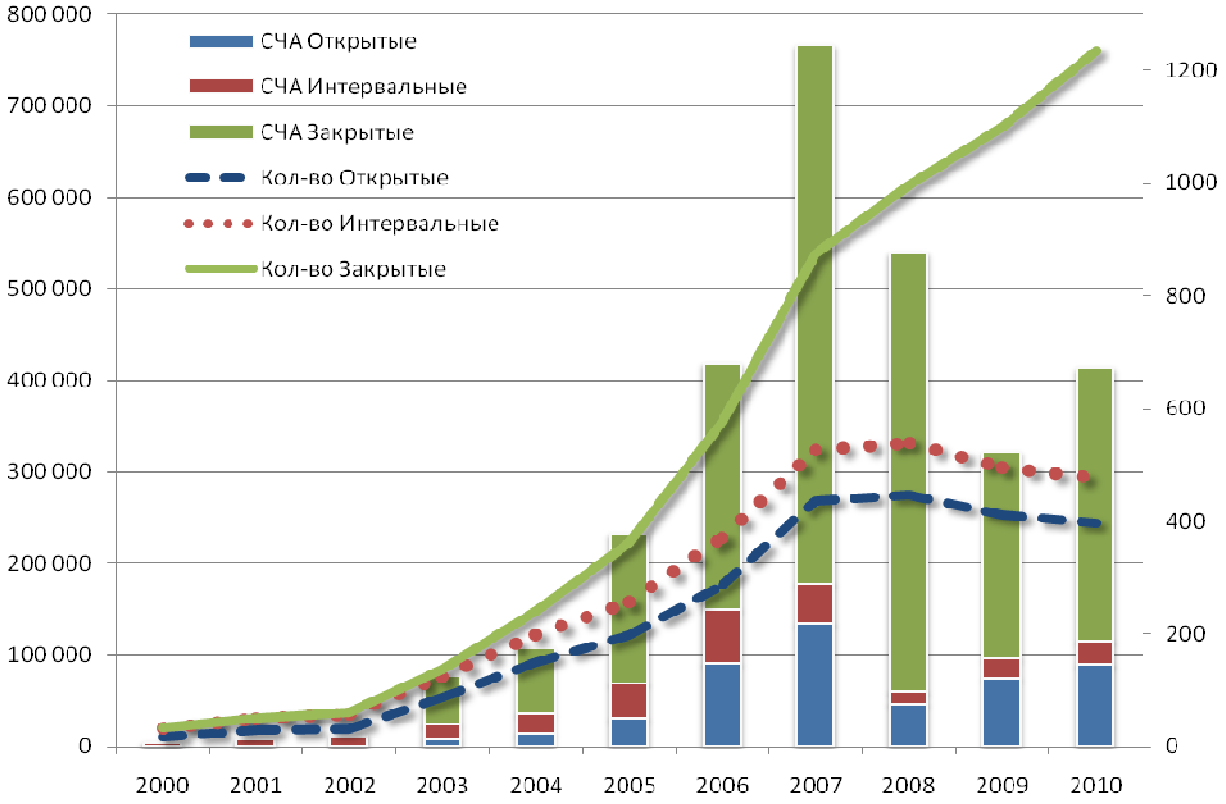



*Рисунок 4 - Динамика числа и СЧА всех работающих ПИФов*[51]

Привлекает внимание резкий рост количества закрытых фондов начиная с 2007 г., который идет вразрез с общими тенденциями. Рассмотрим подробнее последний промежуток времени для объяснения данного явления.

Динамика количества ПИФов имеет незначительную тенденцию к увеличению (плюс 23% за 2,5 года). Большие изменения коснулись структуры:

- ✓ в связи с изменениями законодательства появились фонды для квалифицированных инвесторов и заняли значительную долю - 68% от числа ЗПИФов и 42% от общего числа ПИФов;
- ✓ - внушительный рост числа закрытых ПИФов как в абсолютном выражении (77%), так и в структуре всех паевых инвестиционных фондов – с 42% до 62%.

[51] Рассчитано автором по данным Банка Москвы и НЛУ, [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: nlu.ru, свободный.

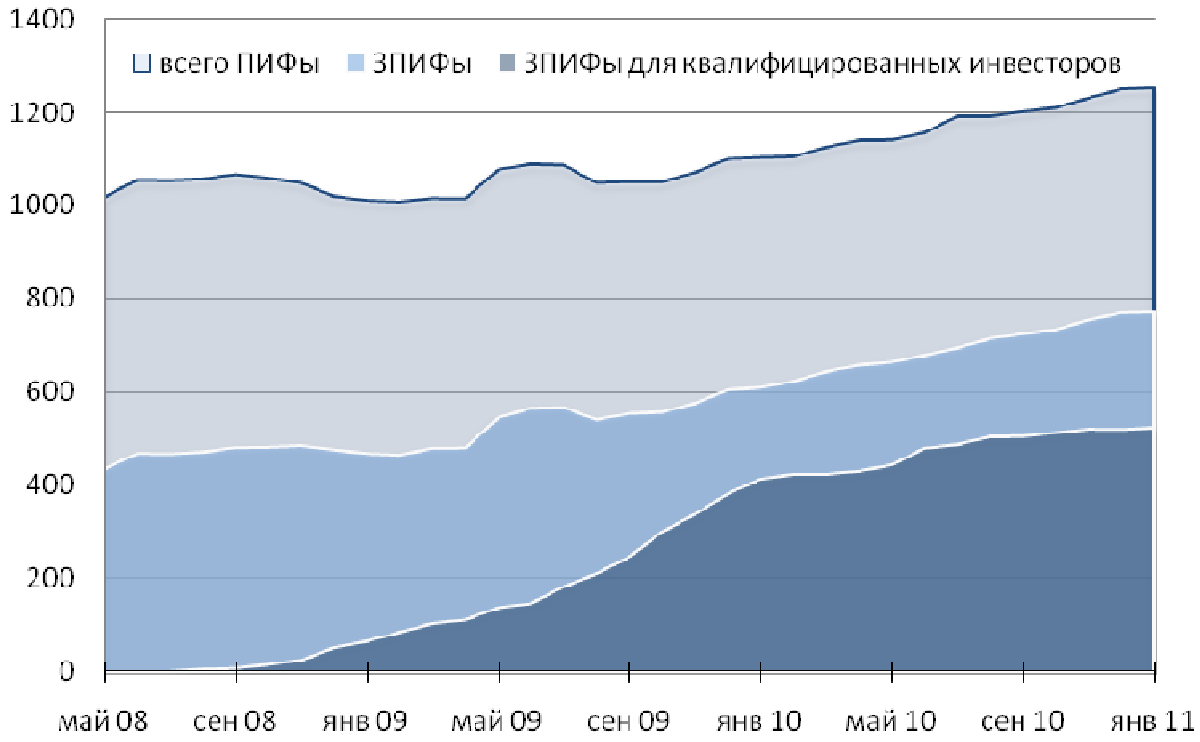



*Рисунок 5 - Динамика числа всех работающих российских паевых инвестиционных фондов с 30.05.2008 по 1.02.2011*[52]

В структуре фондов за последние годы не произошло значительных изменений: по-прежнему преобладают фонды недвижимости (45%), фонды акций (14%) и фонды смешанных инвестиций (9%).

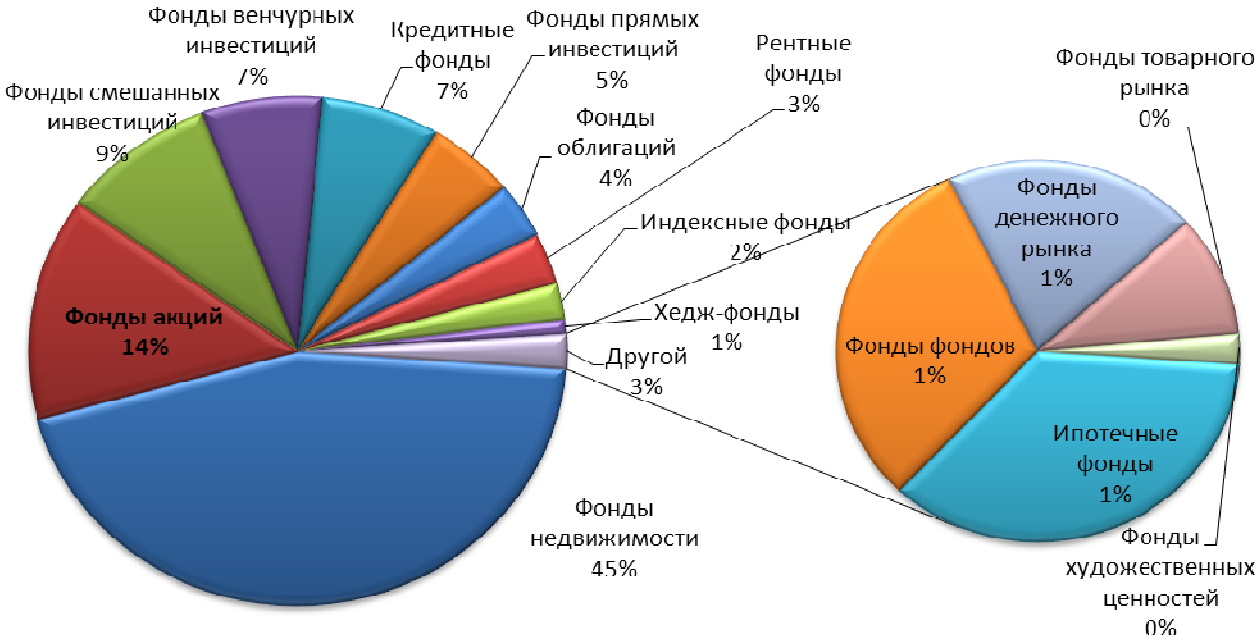



*Рисунок 6 - Распределение числа работающих ПИФов по категориям на 1.02.2011*[53]

[52] Данные НЛУ [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: nlu.ru, свободный. Также см. Приложение 3, где приведена динамика изменения структуры ПИФов.
[53] Там же.

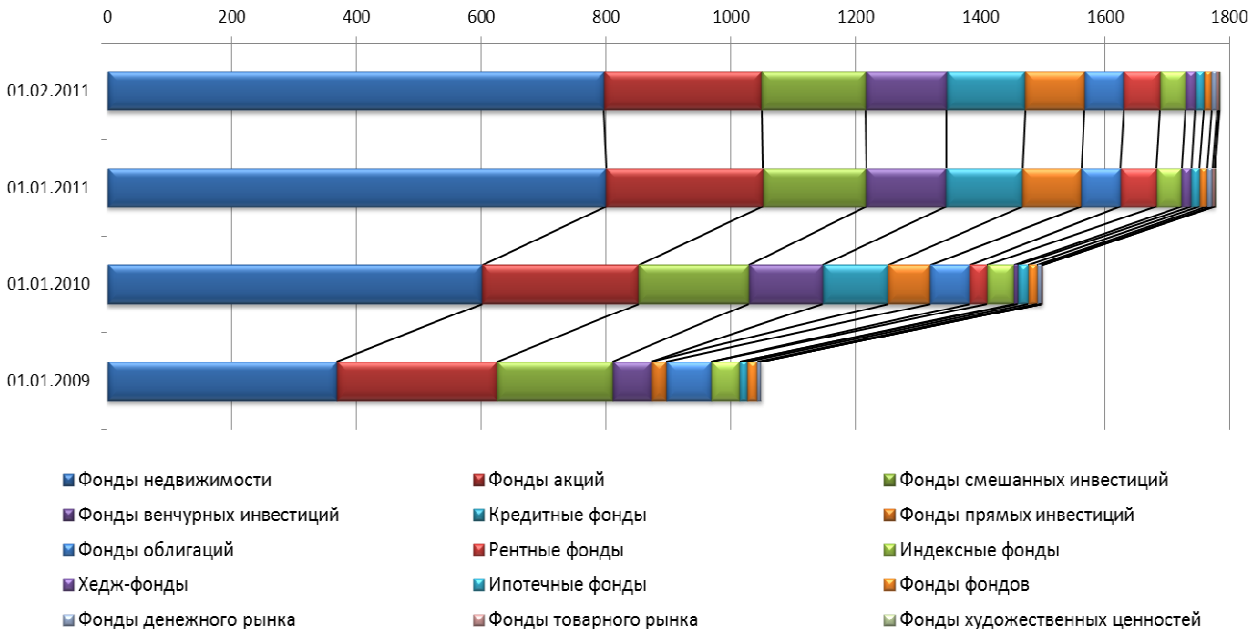



*Рисунок 7 - Распределение числа работающих ПИФов по категориям*[54]

Динамика стоимости чистых активов фондов отражает события последних лет, произошедшие на фондовом рынке: рост до лета 2008 г. (50% за год), спад в кризисный период (падение более, чем на 60%) и медленное восстановление начиная с 2010 г. (35% за 2010 год), причем докризисный уровень так и не достигнут – текущее значение составляет чуть более 50% от максимумов 2008 года.

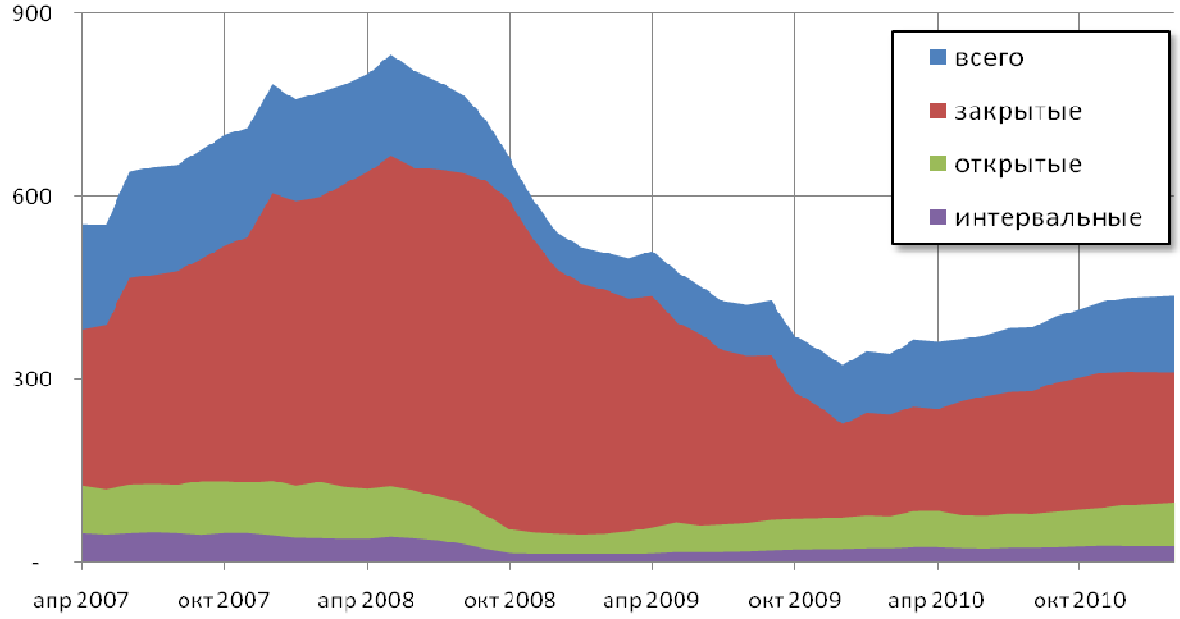



*Рисунок 8 - Динамика стоимости чистых активов всех российских паевых инвестиционных фондов с 30.04.2007 по 1.02.2011 (без учета СЧА фондов для квалифицированных инвесторов)*[55]

[54] Там же и Investfunds.ru [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: Investfunds.ru, свободный.

[55] По материалам конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010 г., Москва.

Чтобы нагляднее проследить взаимосвязь динамики численности и СЧА фондов, построим пузырьковую диаграмму, где положение по вертикальной оси отражает число работающих фондов, а размер пузырька – СЧА.

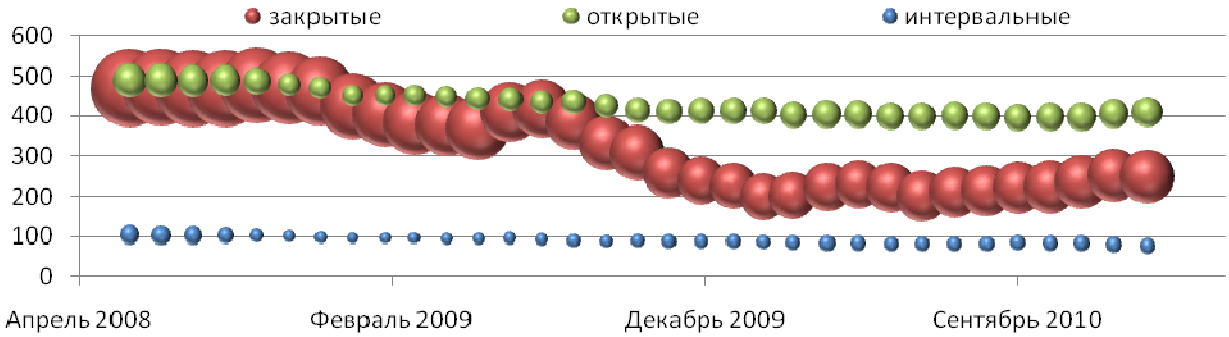



*Рисунок 9 - Динамика числа и стоимости чистых активов работающих российских паевых инвестиционных фондов с 31.05.2007 по 1.02.2011 (без учета фондов для квалифицированных инвесторов)*[56]

Число открытых и интервальных фондов сохранилось практически на том же уровне при незначительном снижении в период кризиса; число закрытых ПИФов сократилось почти в 2 раза. Это можно объяснить появлением и активным развитием фондов для квалифицированных инвесторов; куда перешли значительные объемы инвестиционных средств. С учетом фондов для квал. инвесторов число закрытых ПИФов увеличилось более чем в 1,5 раза.

Учитывая, что при снижении СЧА примерное число фондов сохранилось на прежнем уровне (без учета фондов по квал. инвестороам) можно предположить, что произошло уменьшение среднего размера СЧА всех видов фондов, но при этом данный показатель имеет тенденцию к увеличению, что свидетельствует о восстановлении после кризиса (этот процесс особенно заметен в открытых фондах). Для проверки данного предположения рассчитаем данный показатель. Возьмем средний размер СЧА на каждую дату как отношение совокупной СЧА по всем фондам данного типа к их числу. Полученные результаты (представлены на графике) подтверждают сделанное предположение.

[56] Расчет по данным НЛУ [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: nlu.ru, свободный.

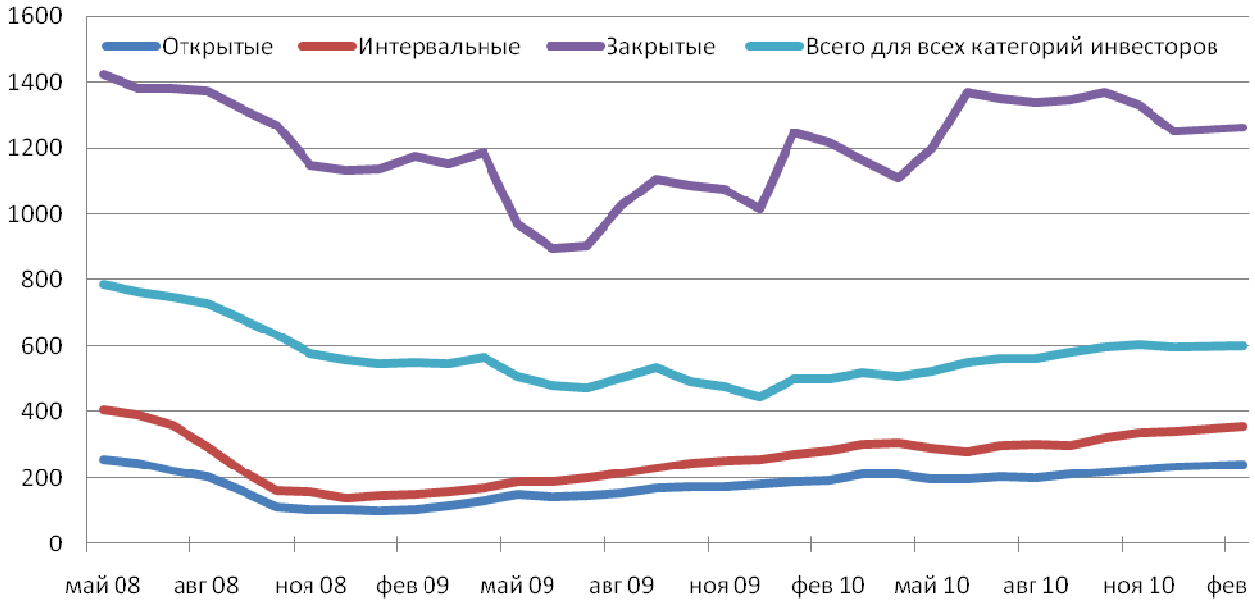



*Рисунок 10 - Динамика усредненных размеров СЧА работающих российских паевых инвестиционных фондов с 31.05.2007 по 1.02.2011 (без учета фондов для квалифицированных инвесторов)*[57]

Получается, что хотя СЧА открытых фондов больше, чем интервальных, со средним размером активов, приходящимся на 1 фонд, ситуация прямо противоположная. Такое распределение можно объяснить спецификой различных типов фондов – закрытые предполагают крупные долгосрочные инвестиции, открытые предпочитают краткосрочные, т.к. им необходимо поддерживать высокую ликвидность.

Отдельным индикатором рынка коллективных инвестиций можно назвать динамику привлечения средств в ПИФы фондов открытого типа, которая отражает активность розничных инвесторов. С 2008 года этот показатель все время находился в отрицательной зоне и только в первом полугодии 2010 г. перешел к положительным значениям. Правда все достижения года перечеркнул декабрь, когда наблюдался значительный отток средств. Объяснения этой динамике будет дано чуть позже. Также хотелось бы отметить резко положительную динамику привлечения за первые месяцы 2011 г., что дает надежду на исправление и стабилизацию ситуации, позволяя ожидать более удачного года по данному показателю.

[57] Расчет по данным НЛУ [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: nlu.ru, свободный.

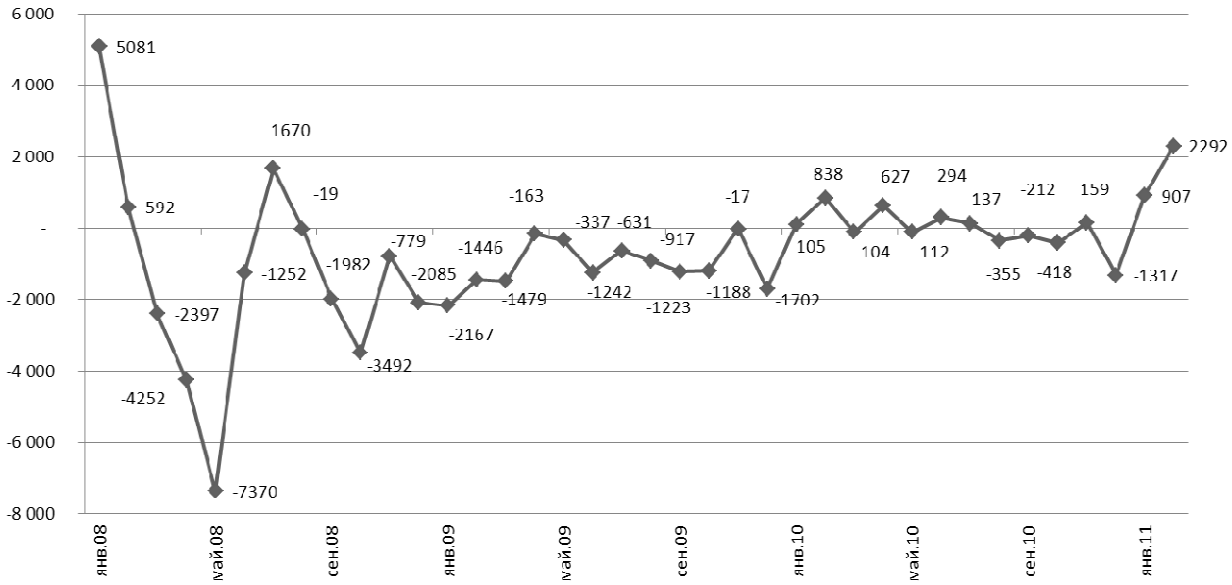



*Рисунок 11 - Привлечение в фонды открытого типа за период 31.01.2008 – 28.02.2011, млн. руб.*[58]

Говоря о количественных показателях, стоит затронуть и географическое распределение фондов в России. Одной из определяющих особенностей состояния рынка на данный момент можно назвать сильную концентрацию – 72% ПИФов приходится на Москву и 6% на Санкт-Петербург. Соответствующим образом выглядит и ситуация по регионам.

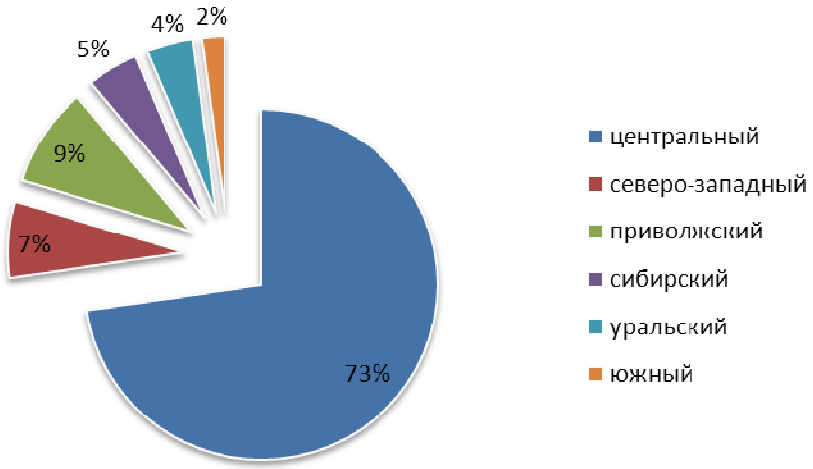



*Рисунок 12 - Географическое распределение паевых инвестиционных фондов*[59]

В завершении рассмотрения паевых инвестиционных фондов в рамках данного параграфа целесообразным представляется сделать сравнение показателей деятельности ОФБУ и ПИФов, как похожих по многим параметрам форм коллективных инвестиций.

---

[58] Расчет по данным НЛУ [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: nlu.ru, свободный.
[59] Там же и по материалам конференции «Российский рынок коллективных инвестиций» , 3 декабря 2010г., Москва.

*Таблица 2 - Сравнение показателей деятельности ПИФ и ОФБУ*[60]

| ***Показатель*** | ***Период*** | **ПИФ** | **ОФБУ** |
|---|---|---|---|
| ***СЧА, млрд.руб.*** | *Изменение за 2010 г.* | 89,421 | 0,522 |
| | *Изменение за январь 2011 г.* | -24,036 | 0,176 |
| | *Значение на 1.02.11* | 433,220 | 8,697 |
| ***Кол-во фондов*** | *Изменение за 2010 г.* | 145 | 0 |
| | *Изменение за январь 2011 г.* | -8 | 0 |
| | *Значение на 1.02.12* | 1445 | 283 |
| ***Доходность макс*** | *За 2010 г.* | 76% | 52% |
| ***Доходность мин*** | | -27% | -11% |
| ***Доходность средняя*** | | 24% | 8% |
| ***Доходность макс*** | *За январь 2011 г.* | 116% | 5% |
| ***Доходность мин*** | | -10% | -6% |
| ***Доходность средняя*** | | 2% | -1% |

Из таблицы можно сделать следующие выводы:

- ПИФы намного более развитая и распространенная форма коллективных инвестиций чем ОФБУ – как по количеству, так и по СЧА;

- ПИФы более подвижны по сравнению с ОФБУ и подвержены большим колебаниям по всем параметрам (СЧА, кол-во фондов, доходность).

Т.к. сама идея коллективных инвестиций предполагает активное развитие частных инвесторов, рассмотрим более подробно динамику т.н. ритейловых/розничных фондов (открытых и интервальных фондов, не предназначенных для квалифицированных инвесторов).

*Краткий обзор рынка ритейловых фондов за 2010 г.*[61]

На российском рынке коллективных инвестиций 2010 год сложился неоднозначно. Несмотря на положительную доходность большинства фондов, показатели привлечения оказались отрицательными, что наблюдалось и в предыдущем году. Но сравнивая с 2009 г., можно сказать, что 2010 год оказался довольно удачным:

✓ Потери фондов оказались значительно ниже. Количество фондов уменьшилось лишь на семь, а совокупный чистый отток составил 1,6 млрд. руб. против прошлогодних 14,8 млрд. руб.

✓ Стоимость чистых активов ПИФов и ОФБУ выросла на 24,4% и

[60] Расчет по данным НЛУ [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: nlu.ru, свободный.
[61] По данным Ассоциации защиты информационных прав инвесторов (АЗИПИ) [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.azipi.ru, свободный.

составила 127,9 млрд. руб., что является лучшим показателем с сентября 2008 года.

✓ В 2010 году все категории ритейловых фондов продемонстрировали положительную доходность. В «плюсе» завершили отчетный год 525 фондов из 547. Худшими оказались результаты смешанных фондов.

Наблюдалась тенденция увеличения доли крупных фондов. Объем малых фондов с активами менее 1 млн руб. составляет лишь 5,2% от общего количества открытых и интервальных ПИФов и ОФБУ. При этом количество крупных фондов со СЧА более 150 млн руб. продолжило расти. Их доля составляет 27% или 150 штук в абсолютном выражении.

Отсюда следует другая тенденция - укрупнение фондов. Средний размер фондов по сравнению с 2009 годом увеличился на 26%. Лидерами роста стали облигационные фонды (+55,7%) и денежные фонды (+79%).

Преобладающими инструментами остались фонды акций и смешанные фонды. Наиболее удачливыми оказались фонды, инвестирующие в высокорисковые активы.

Благодаря изменениям в законодательстве, в России появился новый вид паевых инвестиционных фондов – биржевые фонды, паи которых обращаются на торговых площадках[62]. В прошедшем году был зарегистрирован первый такой фонд – «Тройка Диалог — Индекс РТС Стандарт». Стоимость чистых активов фонда с начальных 30 млн руб. выросла к концу года до 241,5 млн руб.

Доходность ОФБУ, как и у ПИФов, оказалась ниже, чем в 2009, однако результаты в целом неплохие. В среднем ОФБУ заработали 16,9%.

Совокупный показатель привлечения в 2010 году оказался отрицательным. Пайщики вывели средства из ритейловых фондов в размере 1,6 млрд руб. Несмотря на общий «минус», на фоне прошлогодней потери 14,8 млрд рублей данный показатель отражает оптимистичную тенденцию

[62] Подробнее об этом будет рассказано в п 2.2 данной главы.

развития рынка коллективных инвестиций[63].

Одной из основных тенденций года стал переток средств вкладчиков из агрессивных в более консервативные инструменты. И хотя наиболее популярными в 2010 году фондами остались фонды акций – 59,5% от общего количества ритейловых фондов, темп прироста их активов составил всего 27,8%, в то время, как активы облигационных фондов увеличились на 55,7%. Наибольший прирост активов наблюдался в денежных фондах, стоимость СЧА которых увеличилось более чем в два раза и составила 653 млн руб. За 2010 год средний размер денежных фондов вырос на 79%. на фоне такого роста вызывают удивление 6,9% доходности денежных фондов, в то время как фонды акций принесли свои вкладчикам в среднем 29,6%. По итогам года положительное привлечение зафиксировал 181 фонд.

### 2.1.3. Негосударственные пенсионные фонды

Рассмотрим динамику основных показателей деятельности НПФ в России за последнее десятилетие (Приложение И).

Изменения совокупных активов НПФ отражает основные процесс, происходящие в пенсионной системе РФ за последние годы. Появившиеся в России лишь в 1998 г. негосударственные пенсионные фонды постепенно развивались и наращивали свои активы. Новый этап пенсионной реформы в 2002 г., а также позитивный экономический фон и рост уровня жизни населения стимулировали стремительный рост пенсионных резервов (ПР). Теперь каждый гражданин получил возможность перевести свою накопительную часть пенсии в негосударственный пенсионный фонд либо в частную управляющую компанию. Как хорошо заметно на диаграмме, именно пенсионные накопления (ПН) в последний период растут опережающими темпами. Таким образом происходит постепенное изменение структуры активов ПНФ: с 2008 г. доля пенсионных резервов 12% за счет

[63] Наибольший отток средств пришелся на IV квартал 2010 года. Пайщики вывели из фондов 1,7 млрд руб. В I и III кварталах совокупный отток средств составил 19,3 млн руб. и 687,9 млн руб. соответственно. Во II квартале был зафиксирован приток средств в размере 882,5 млн руб.

увеличения доли ПН с 7% до 19% к концу 2010 года.

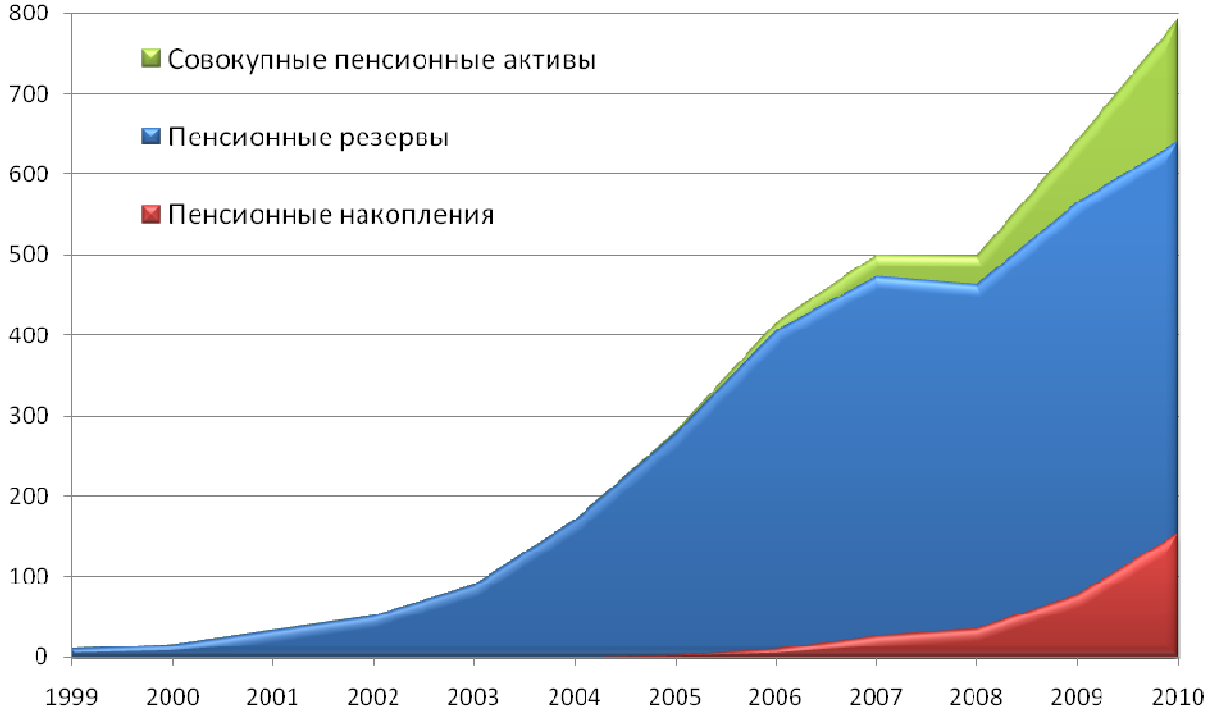



*Рисунок 13 - Динамика активов НПФ, млрд.руб.*[64]

Отдельно хотелось бы отметить разнонаправленное поведение ПН и ПР в период кризиса – рост на 33% и падение на 2% соответственно. На фоне неблагоприятных изменений рыночной конъюнктуры сокращение резервов выглядит вполне закономерно в отличие от значительного увеличения пенсионных накоплений. Последнее можно объяснить притоком средств, раньше находившихся под управлением государственной УК, ВЭБа. Внешэкономбанк не может обеспечить эффективного управления средствами (показывает результаты доходности ниже инфляции), что приводит к обесценению накоплений и естественно вызывает опасения граждан. Желание населения сохранить свои средства и обеспечить достойный уровень пенсии заставляета задуматься об альтернативном способе размещения средств и переходить в НПФ и частные УК.

Действительно, если посмотреть на динамику числа участников НПФ, то можно заметить, что при относительно стабильном показателе количества участников НПФ происходит экспоненциальный рост числа застрахованных

[64] По данным ФСФР и Эксперт РА, а также аналитической справки Ю.П. Мамаева «Общее состояние и движение рынка НПФ по основным показателям», [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.fcsm.ru, www.raexpert.ru, pensionreform.ru, свободный.

лиц, а по итогам 2010 года их число даже превысило количество участников.

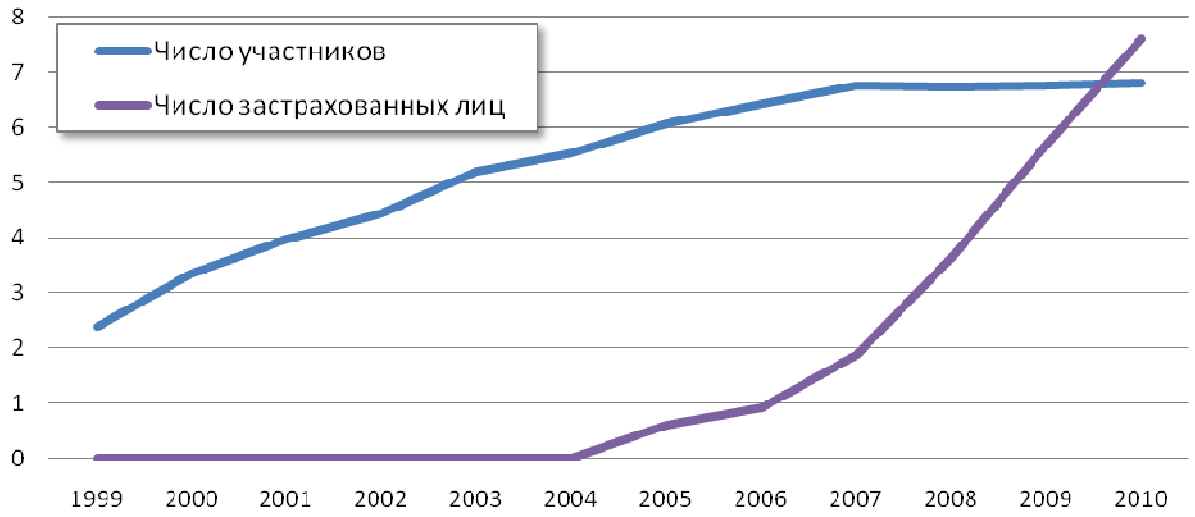



*Рисунок 14 - Динамика числа участников и застрахованных лиц, млн.чел.*[65]

Но такой значительный приток людей в НПФ в последние годы значительно отразился на динамике совокупных активов, как уже отмечалось ранее. При этом стоит отметить, что рост пенсионных накоплений, происходил опережающими темпами по сравнению с числом застрахованных лиц –117% против 56% за 2010 год соответственно. Отсюда получаем еще одну характеристику состояния и особенностей деятельности НПФ – средние размеры накопительных счетов и резервов в расчете на 1 человека.

*Рисунок 15 - Динамика числа участников и застрахованных лиц, млн.чел.*[66]

Как хорошо заметно на диаграмме средний счет накопительной части

[65] По данным ФСФР и Эксперт РА [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.fcsm.ru, www.raexpert.ru, свободный.
[66] Там же.

составляет незначительную часть - лишь около одной пятой (21%) - от среднего размера резервов на 1 участника. Хотя стоит отметить, что этот показатель имеет тенденцию к увеличению (вырос в 1,5 раза за последние 2 года), что говорит о увеличении в структуре НПФ доли людей, переводящих более крупные по размерам части накопительных пенсий, т.е. людей старшего возраста.

Динамика числа НПФ противоположна динамике активов ПНФ. За 10 лет – с 1998 г. по 2008 г. численность негосударственных пенсионных фондов практически не изменилась, незначительно снизившись лишь в последние два года. На фоне значительного роста активов такое положение дел свидетельствует об укрупнении фондов. Также значительные изменения коснулись структуры ПНФ – сейчас из всех фондов 84% занимаются ОПС.

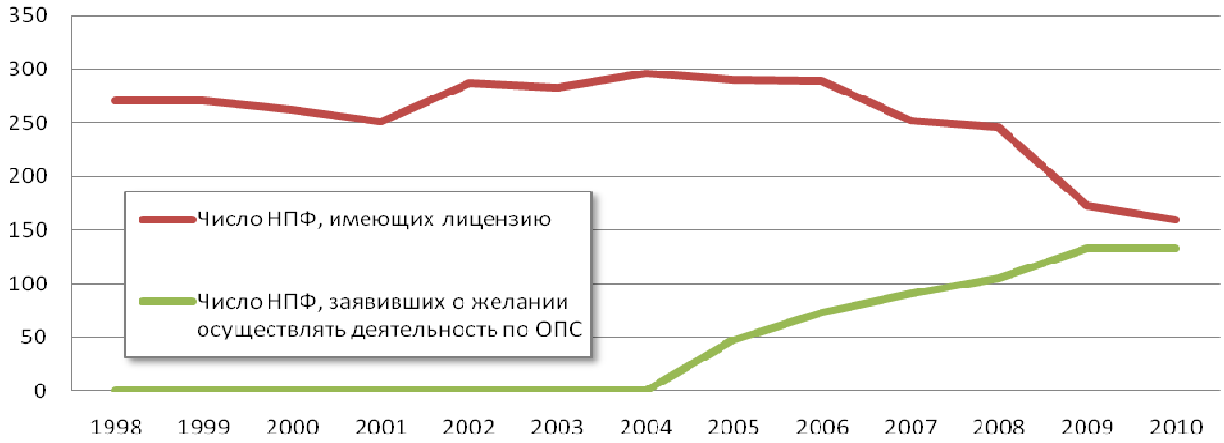



*Рисунок 16 - Динамика числа участников и застрахованных лиц, млн.чел.*[67]

В завершении количественной оценки состояния НПФ рассмотрим более подробно итоги их деятельности в последнем периоде - 2010 году.

*Краткий обзор рынка негосударственных пенсионных фондов за 2010 г.*[68]

В отношении доходов 2010 год оказался успешным для НПФ и закрыл вопросы убытков 2008 года. В IV квартале 2010 года активы НПФ совершили рывок, увеличившись на 30-35 млрд рублей. Ключевой фактор роста активов НПФ в IV квартале 2010 года специалисты называют рост фондового рынка (так, индекс ММВБ за указанный период вырос на 18%). По оценкам

[67] По данным ФСФР [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.fcsm.ru, свободный.
[68] По данным Эксперт РА [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.raexpert.ru, свободный.

«Эксперта РА», объем пенсионных резервов и пенсионных накоплений НПФ вырос до 790-800 млрд рублей. По итогам 2011 года совокупные активы НПФ могут достигнуть 1,05-1,2 трлн. рублей в зависимости от конъюнктуры рынка (Приложения К и Л).

В 2009–2010 годах к конкуренции за договоры ОПС активно подключились четыре фонда, собравшие в 2010 году, по оценкам «Эксперта РА», около 1 млн договоров: КИТ Финанс НПФ; НПФ «Ренессанс Жизнь и Пенсии»; НПФ «Промагрофонд»; НПФ ВТБ Пенсионный Фонд[69].

Доходность от размещения пенсионных резервов (до вычета стоимости услуг управляющих компаний и средств, которые НПФ направят на осуществление уставной деятельности) по итогам 2010 года в среднем составила 12%, от инвестирования пенсионных накоплений – 15%. Таким образом, вопрос компенсации убытков 2008 года окончательно закрыт. Вместе с тем, по оценкам «Эксперта РА», накопленный разрыв между доходностью от размещения пенсионных средств и инфляцией за последние 5 лет по-прежнему составляет не менее 10-15 п. п. А значит, остается актуальным вопрос реального обесценения активов, решение которого лежит в области совершенствования инвестиционной политики фондов.

## 2.2. Анализ основных тенденций и событий на рынке коллективных инвестиций

### 2.2.1. Общие тенденции

*Производные финансовые инструменты*

Одним из значимых событий за последнее время стало разрешение на совершение управляющими компаниями операций с производными финансовыми инструментами (ПФИ), а также появление нормативно-правовой основы таких действий – в российском законодательстве появилось определение данного термина, внесены соответствующие поправки.

[69] Особенность моделей этих фондов – в специализации на розничном ОПС и продажах либо через агентов, либо через аффилированные структуры. При этом НПО для этих фондов имеет как минимум второстепенное значение. С точки зрения Агентства, 2011–2015 годы покажут, насколько такая модель жизнеспособна в условиях замедления или даже прекращения роста клиентской базы.

Последствия этого события сложно оценить однозначно. С одной стороны, ПФИ расширяют возможности УК, особенно в сфере повышения эффективности управления рисками: предоставляя в распоряжение управляющих новые стратегии, ликвидные инструменты, возможность хеджирования, что особенно важно для УК[70]. По словам Харламова С.К., заместителя руководителя ФСФР РФ, среди участников рынка чувствуется «активный и осознанный интерес к инструментам хеджирования». Только сугубо консервативные инвесторы не хотят деривативов[71]. Отдельно хотелось бы отметить активную поддержку управляющих компаний в отношении развития операций с ПФИ со стороны инфраструктуры рынка (особенно биржи РТС).

Но существуют и преграды для развития данного направления. Их можно разделить на две основные группы – неразработанность нормативной базы и отсутствие отлаженных рабочих технологий. В рамках первой группы можно выделить следующие проблемы:

- ✓ Разработка и внесение необходимых изменений в инвестиционную декларацию.
- ✓ Разработка регламента УК по управлению рисками (для решения этой проблемы были созданы типовой регламент, который могут использовать в своей деятельности управляющие компании).[72]
- ✓ Регламентация особенностей взаимодействия со спецдепозитарием по операциям с ПФИ (в настоящий момент существует целый ряд неразрешенных вопросов по учету данных инструментов).

Касательно рабочих технологий требуют проработки следующие появившиеся процессы и процедуры: моделирование портфелей, совершение сделок, внутренний учет и отчетность.

К тому же существуют дополнительные препятствия: повышенный

---

[70] Крупнов Ю.Е., выступление на конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010 г., Москва.
[71] Рудомаренко Д.Ю., выступление на конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010 г., Москва.
[72] Доступна на официальных сайтах НЛУ и РТС.

риск деривативов, их негативная репутация, а также отсутствие практики налогового регулирования таких инструментов в РФ. Дополнительно некоторые эксперты называют и такой фактор, как отсутствие необходимой подготовки у сотрудников[73]. Все это не может не вызывать опасений участников рынка. Поэтому фактически интерес к ПФИ еще не проявился. По словам Илларионова В.А., директора Отдела по структурированию и поддержке фондов УК «Тройки Диалог», можно обозначить сложившееся настроение как выжидательное – идея заманчивая, но вызывает слишком много сомнений, поэтому все ждут крупного игрока, который бы первым попробовал войти в эту сферу и своим примером открыл бы дорогу остальным.

*Создание МФЦ*

Одним из факторов, определяющих тенденции развития не только на рынке коллективных инвестиций, но и в России в целом, является программа создания в Москве Международного финансового центра. Подробнее об этом - в 3-ей главе, сейчас остановимся лишь на некоторых деталях.

Для успешной реализации данной программы необходимо развивать внутренний рынок, в том числе и коллективных инвесторов. Как показывает мировая практика, стимулирование отрасли коллективных инвестиций является важным условием для успешного создания МФЦ (Приложение М)[74].

Важность данного направления подчеркивается и вниманием на государственном уровне к необходимости развития этой сферы. Различные аспекты этого процесса освещаются в стратегиях развития РФ до 2020 г., причем для отрасли коллективных инвестиций ставятся более агрессивные и амбициозные цели. Так, например, среди прочих показателей «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года» выделяются показатели, отражающие состояние коллективных инвестиций, -

[73] Кривдин П.Б., выступление на конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010 г., Москва.

[74] Действительно, для модернизации экономики и стабильного роста необходимы долгосрочные инвестиции. Одним из источников «длинных денег» являются инвестиции населения (в том числе через институты коллективных инвестиций, пенсионную систему).

по ним предусматриваются наибольшие изменения - рост в 20 и более раз, в то время как по другим увеличение в основном только в 4-5 раз[75].

На данный момент по оценкам экспертов «инвестиции населения в целом недостаточны, их значительное увеличение возможно только при снижении потребления; они имеют серьезные структурные дисбалансы. В перспективе достаточны для умеренного сбалансированного роста и отказе от модернизации; но недостаточны для модернизации. Однако их умеренное увеличение (за счет изменения структуры расходов населения и увеличения доли населения, инвестирующего на финансовом рынке) является обязательным условием притока консервативных иностранных инвестиций»[76],[77].

*Усиление конкуренции и расширении географии*

Как одну из тенденций участники рынка выделяют усиление конкуренции. Если раньше можно было развиваться за счет новых клиентов, то сейчас начинается борьба за инвесторов. Можно выделить следующие виды конкуренции: между банками и УК; между УК; между подразделениями УК.

Одним из способов решения данной проблемы является еще одна тенденция – расширение географии, снижение уровня концентрации в столице и активная работа с регионами.

*Изменение роли управляющих компаний*

Управляющие компании уходят от активного управления средствами клиентов в сторону создания продуктов и инструментов, которые следуют за различными индикаторами с минимальными отклонениями.

На западных рынках наибольшей популярностью у инвесторов

---

[75] См. приложение Н.

[76] Данилов Ю. А., выступление на конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010 г., Москва.

[77] . Среди основных можно выделить несколько направлений развития данного вопроса:

- ✓ Реализация программ повышения уровня финансовой грамотности населения
- ✓ Стимулирование прихода сбережений граждан
- ✓ Расширение круга участников накопительной пенсионной системы
- ✓ Унификация налогообложения
- ✓ Поправки для ETF

пользуются инструменты типа ETF, и происходит постепенное перетекание в них ликвидности из различных стандартных финансовых инструментов (акции, облигации, деривативы и т.д.).

Таким образом, управляющие компании перекладывают ответственность за направление инвестиций на самих инвесторов без риска для имиджа самих управляющих компаний и отрасли в целом.

Все это приводит к тому, что «современная управляющая компания превращается из трейдера в конструктора, который должен из множества сложных инструментов создать простые продукты с понятной функцией изменения стоимости инвестиции». После того, как большая часть инвесторов обожглась, у такого конструктора должно быть в арсенале предложение «инвестиции без потерь»[78].

На отечественном рынке заметны похожие тенденции среди управляющих компаний. Т.к. такой инструмент как ETF появился в России совсем недавно, можно предположить активное развитие этого тренда.

*Изменения в законодательстве (ужесточение регулирования)*

В целом с 2007 года в законодательстве РФ не было особых прорывов. В 2010 г. произошли некоторые изменения, которые хотелось бы отметить:

- ✓ Законодательство об инсайде и раскрытии информации – отражает мировой опыт и тенденции в сфере ужесточения регулирования.
- ✓ Изменения налогообложение (ЗПИФов) – 30 ноября 2010 опубликован закон о внесении изменений в НК РФ, в соответствии с которыми с 01.01.2011 года плательщиком земельного налога становится управляющая компания, а налог на имущество паевого инвестиционного фонда платится за счет имущества, составляющего ПИФ[79].

В целом, можно заметить, что существует тенденция ужесточения регулирования, причем далеко не всегда обоснованного. Но есть и положительная моменты – такие, как внимание гос. органов к проблемам

[78] Сердюков Е.В., выступление на конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010 г., Москва.
[79] Подробнее данный вопрос будет рассмотрен в части, посвященной ПИФам.

данной сферы, которых действительно существует немало: ведутся активные обсуждения вопроса формы надзора (должен ли это быть клиентоориентированный или формальный надзор)[80], возможности ввода института мотивированного суждения, перехода от количественных показателей к умению управлять ликвидностью.

### 2.2.2. Паевые инвестиционные фонды

Последний период ознаменовался активным развитием и преобладанием на рынке ПИФов закрытого типа, причем основную доли среди них занимают фонды для квалифицированных инвесторов.

Динамика числа пайщиков улучшалась в течение года (если не считать декабрь), что обеспечивалось за счет улучшения общего экономического фона, а также низких ставок по депозитам.

Основными «драйверами роста» в последние годы являлись закрытые фонды, которые позволяли обеспечивать защиту капитала, а также давали возможность воспользоваться налоговыми льготами[81].

*Изменения в налогообложении*

Для начала стоит отметить, что налогообложение ПИФов является процессом, уже давно вызывающим множество самых разнообразных вопросов. Например, на протяжении многих лет участниками налоговых отношений были в соответствии со ст. 9 НК РФ налогоплательщики и налоговые агенты, но в 2007 году вместе с развитием ПИФов недвижимости в ст. 174.1. НК РФ появился новый тип участника налоговых отношений – лицо, на которое возлагаются обязанности налогоплательщика – управляющие компании. Этот парадокс с возложением обязанностей налогоплательщика и сейчас является предметом бурных обсуждений. Эксперты отмечают, что «интересные изменения налогового права

[80] Арефьев А.Н., выступление на конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010 г., Москва.
[81] Харламов С.К., выступление на конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010 г., Москва.

продолжились в 2010 году»[82]. Как уже говорилось выше, они коснулись налога на имущество и земельного налога.

В соответствии с этими поправками налог на имущество паевого инвестиционного фонда платится управляющей компанией за счет имущества, составляющего ПИФ. Это противоречит положениям самого налогового кодекса (ст.8) и вызывает множество вопросов[83].

При этом со стороны гос. органов наблюдается достаточно жесткая позиция в отношении этого вопроса: Министерство финансов требует уплаты налога, а ФСФР выступает против его возмещения. Те же самые вопросы вызывают изменения, затронувшие земельный налог.

Возможные варианты решения данной проблемы будут рассмотрены в 3 главе, а сейчас хотелось бы кратко прокомментировать причины и предпосылки возникновения такой ситуации.

С точки зрения Минфина ранее у закрытых фондов существовали необоснованные налоговые льготы. По ЗПИФам нет статистики, открытой информации. Зачастую они используются как схемы уходов от налогов – поэтому со своей стороны министерство предприняло меря к пресечению такой практики. Его решение многими оценивается как «топорное» и неадекватное. Отчасти это обусловлено тем, что сейчас в РФ нет гос. органа, имеющего видение всего рынка в целом, а к мнению ФСФР и профессионального сообщества Минфин не захотел прислушаться[84].

*Появление ETF*

Благодаря изменениям в законодательстве, в России появился новый вид паевых инвестиционных фондов – биржевые фонды, паи которых обращаются на торговых площадках. Торгуемые на бирже фонды являются

---

[82] Плугарь Н.В., выступление на конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010 г., Москва.

[83] Кем при этом становится управляющая компания? (Налогоплательщиком налога на имущество является юридическое лицо, на балансе которого на счете основные средства есть объекты налогообложения, описанные в главе 30. А этого нельзя сказать об имуществе ПИФа.) Как рассчитывать налоговую базу?
Какой налог платить, если пайщики физические лица?
Что делать УК при отсутствии достаточного для уплаты налога размера денежных средств в ПИФе?
Какова ответственность УК за неуплату налога?

[84] Кокорев Р.А., выступление на конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010 г., Москва.

весьма перспективным инструментом, поскольку потенциально использование таких фондов облегчит процесс вывода на фондовый рынок закрытых и интервальных ПИФов с целью повышения их ликвидности. Данные фонды являются аналогами ETF, которые широко распространены на Западе. Структура ETF повторяет структуру выбранного базового индекса. В отличие от индексного ПИФа, с акциями ETF можно производить все те же операции, которые доступны для обыкновенных акций в биржевой торговле.

В этом преимущество ETF — операции по акциям ETF могут совершаться в течение всего торгового дня, и их цена меняется в зависимости от активности торговцев. Фактически ETF является новым видом ценных бумаг, выполняющим роль сертификата на портфель акций. В России данный вид фондов имеет некоторые особенности, однако в целом сохраняет идею прародителя. Как уже говорилось ранее, в прошедшем году был зарегистрирован первый такой фонд – «Тройка Диалог — Индекс РТС Стандарт». Стоимость чистых активов фонда с начальных 30 млн. руб. к концу года выросла более, чем в 8 раз.

Среди преимуществ данного инструмента можно выделить следующие[85]:

- ✓ Ликвидность для пайщика.
- ✓ Следование индексу с минимальными отклонениями.
- ✓ Низкие издержки.
- ✓ Подушка ликвидности.
- ✓ Синтетический выход в кэш.
- ✓ Возможность брать плечо на растущем рынке.
- ✓ Реализация Core-Satellite strategy.

} Для проф. участников

*Прочие тенденции*

*Импульсивные действия пайщиков.* В 2010 году наблюдалась значительный по сравнению с предыдущим годом притоков средств в фонды, но в декабре ситуация изменилась - отток средств из фондов превысил 1,5 млрд руб., сведя на нет все достижения предыдущих месяцев. В результате по итогам

[85] Подробнее в Приложении О.

года чистый отток средств из открытых фондов составил около 400 млн руб.[86] Таким образом, третий год подряд сфера коллективных инвестиций продолжает терять инвесторов. Впрочем, в предыдущие годы отток был гораздо сильнее. По данным InvestFunds, в 2008 году он составил 16,5 млрд руб., а в 2009-м — 11,7 млрд. руб.

Вывод средств затронул в первую очередь крупнейшие фонды акций. В общей сложности у фондов, инвестирующих средства преимущественно в эти ценные бумаги (в том числе индексные фонды и фонды смешанных инвестиций), потери составили почти 2,1 млрд руб. Участники рынка объясняют агрессивное поведение пайщиков достижением к концу года российскими фондовыми индексами локальных максимумов (с июля—августа 2008 года). Всего за 2010 год ведущие российские индексы выросли на 23%, причем в декабре рост составил 10%. По словам управляющего директора "Тройки Диалог" Олега Ларичева, на решения пайщиков оказал влияние не факт конца года, когда многие уезжают в отпуска или готовят дорогие подарки, а достижение фондовыми индексами двухлетних максимумов. "Часть инвесторов предпочла зафиксировать прибыль,— отмечает эксперт.— Причем среди них были и те, кто несколько лет сидит в фондах, и те, кто входил в прошлом году".

При этом на рынке были и исключения: фонды, ориентирующиеся на эмитентов потребительского сектора, в декабре выиграли, в них пайщики принесли почти 600 млн. руб. Кроме того, перевод части средств в фонды облигаций (около 500 млн. руб.) также скрасил безрадостную картину конца года. Участники рынка ожидают возврата средств в начале этого года. По словам господина Ларичева, "похожая ситуация была в апреле 2010 года, когда пайщики выходили из фондов акций, но уже летом и осенью возвращались обратно".

Гендиректор управляющей компании «Атон-менеджмент» Виталий

[86] По данным Investfunds.ru и газеты «Коммерсант» [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: Investfunds.ru, www.fundshub.ru/fonds/mutual/9085.php, свободный.

Сотников отмечает, что розничные клиенты все еще не так активны, как это было до кризиса. По словам начальника управления продаж и маркетинга «Райффайзен Капитала» Александра Бару, в условиях, когда рынок коллективных инвестиций еще не встал на ноги после кризиса, «управляющие будут уделять больше внимания не ритейлу, а другим направлениям, которые приносят более "легкие" деньги, например private banking». Вместе с тем, по словам гендиректора «Пионер Инвестмент Менеджмент» Елены Логиновой, гораздо эффективнее выстраивать отношения с дистрибуторами — в идеале это банки, которые будут продавать ПИФы вместе с банковскими продуктами[87].

*Расширение географии.* Среди других тенденций стоит отметить изменение географии за счет повышение роли регионов: если в 2007 году на Москву приходилось около 98% рынка, то сейчас на нее приходится около 65%[88].

*Прочие*. Также необходимо отметить следующие тенденции:

- ✓ Снижение комиссионного дохода УК.
- ✓ Увеличение прозрачности деятельности УК.
- ✓ Улучшение каналов продаж.
- ✓ Создание фондов, отвечающих современным потребностям инвесторов (например, фонд иностранных инвестиций, фонд БРИК или даже футбольный фонд).

### 2.2.3. Негосударственные пенсионные фонды

Говоря о событиях и тенденциях в сфере негосударственных пенсионных фондов, прежде всего стоит отметить доклад Минздравсоцразвития о перспективах развития пенсионной системы. В 2010 году активно проводилась подготовка предложений по Концепции совершенствования накопительной составляющей пенсионной системы. Предложения Минздравсоцразвития по ликвидации обязательной накопительной

[87] Там же.
[88] Соловьев В., выступление на конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010 г., Москва.

составляющей «натолкнулись на «сплоченную публичную оппозицию участников рынка и экспертного сообщества, а также на возражения министерств и ведомств экономического блока»[89].

Это может служить свидетельством начала процесса объединения представителей сферы для защиты своих интересов, а так же повышения сознательности граждан в управлении своими пенсионными накоплениями и участии в реформе пенсионной системы.

Но данным НАПФ из 70 млн. лиц, имеющих пенсионные накопления по обязательному пенсионному страхованию (ОПС), 13% уже перевели свои ПН в НПФ или подали заявления об этом, причем их число будет увеличиваться.

Основные факторов, которые могут положительно повлиять на решение перевести свои накопления в негосударственный фонд, по данным социологического исследования центра стратегических разработок (ЦСР)[90] имеют следующие уровни значимости:

*Рисунок 17 - Условия прироста численности готовых перевести накопления в НПФ*[91]

Таким образом, основным при принятии решения является уровень доверия к бренду учредителя НПФ, а не возможность досрочного

[89] Дмитриев М.Э., выступление на конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010 г., Москва.
[90] Там же.
[91] По данным Эксперт РА [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.raexpert.ru, свободный, а также материалам конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», Москва.

использования или передача в собственность, как предполагают многие эксперты. Посмотрим статистику по этому фактору. Как можно заметить по диаграмме среди лидеров находятся крупные государственные банки и нефтяные компании.

*Рисунок 18 - Доверие к брендам учредителей НПФ*[92]

Отдельно хотелось бы прокомментировать особый статус бренда Сбербанка, который значительно опережает ближайшего конкурента. Для наглядности, сравнением его не с учредителями НПФ, а с другими организациями и образованиями, которые могут иметь большой вес в обществе и вызывать доверие населения. По данным ЦСР и ФОМ уровень доверия к Сбербанку, как ни парадоксально это звучит, находится на одном уровне с Православной церковью и значительно выше доверия к армии, СМИ, Правительству и другим гос. структурам.

*Рисунок 19 - Доверие к различным организациям в РФ*[93]

[92]Дмитриев М.Э., выступление на конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010 г., Москва.
[93] Там же.

Важный фактор, определяющий деятельность НПФ в последнее время, – это рост числа переходов из фонда в фонд. Так, в 2007–2009 годах продажи НПФ практически не пересекались, а рост числа клиентов каждого НПФ в основном осуществлялся за счет «молчунов». Соотношение числа клиентов, расторгнувших свои договора с НПФ, и число договоров на начало года при этом составляло около 2%. Сейчас же значение этого показателя возросло и достигло 3-3,5% для крупных фондов, что свидетельствует о начале реальной конкуренции между НПФ за «розничных» клиентов[94].

Поскольку доходность НПФ от инвестирования пенсионных средств вряд ли превысит в среднесрочной перспективе уровень инфляции на 3-4 процентных пункта, основная задача НПФ – нарастить объемы бизнеса и минимизировать долю доходов, направляемых на обеспечение уставной деятельности. Только повышение эффективности НПФ (в том числе за счет эффекта масштаба) сможет обеспечить устойчивое превышение уровня доходности над уровнем инфляции.

В завершении характеристики российского рынка коллективных инвестиций проведем к сопоставление этого рынка с зарубежными аналогами для получения более полного представления об уровне его развития и текущем состоянии.

### 2.3. Сравнительная характеристика тенденций развития российского рынка коллективных инвестиций с зарубежными аналогами

Прежде чем говорить о сравнении сферы коллективных инвестиций с зарубежными аналогами, стоит дать краткую сравнительную характеристику состоянию всей экономики в целом – ведь коллективные инвестиции являются её составной частью и неправильным было бы рассматривать их изолированно. Чаще всего Россию сопоставляют с другими странами, входящими в группу БРИК (Бразилия, Индия, Китай) из-за схожести процессов, определяющих экономическое развитие этих стран. Посмотрим,

[94] По данным Эксперт РА [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.raexpert.ru, свободный.

как выглядит сложившаяся на настоящий момент в РФ ситуации на фоне этих стран:

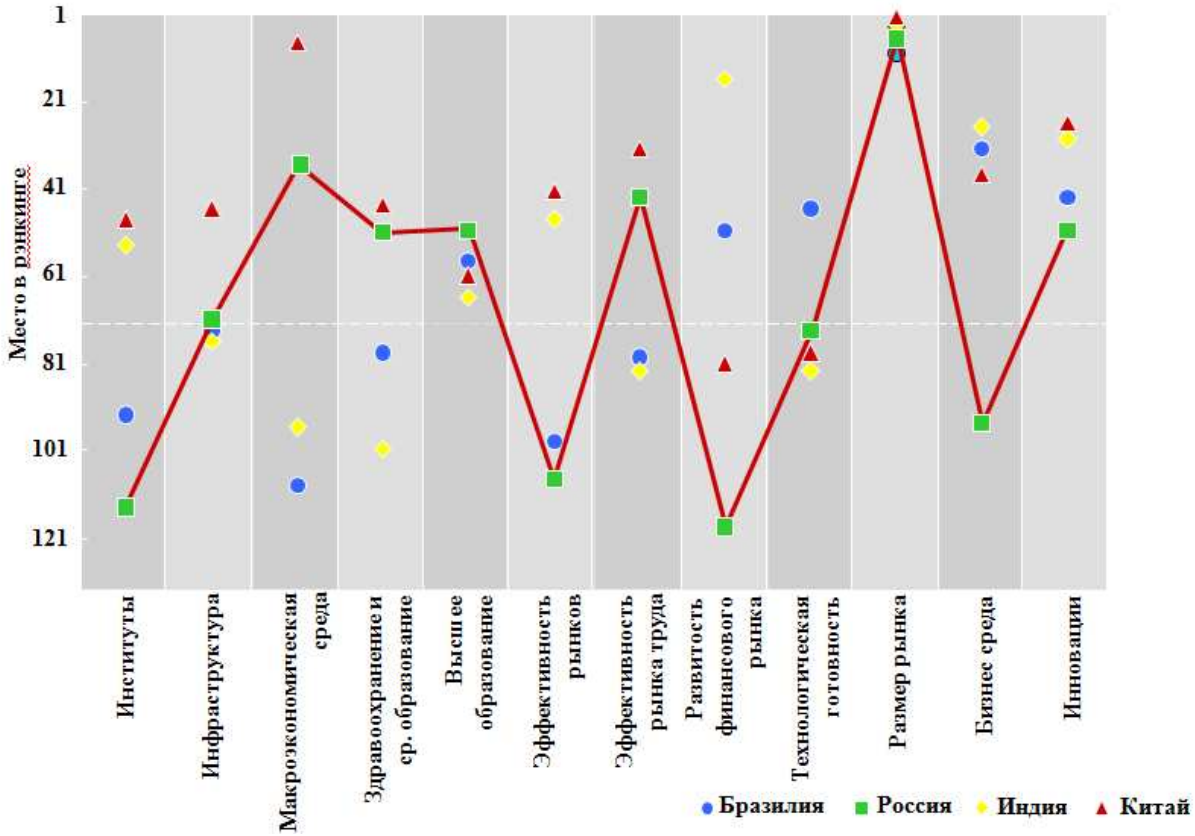



*Рисунок 20 - Рэнкинг стран BRIC по отдельным критериям*[95]

Как можно заметить на диаграмме у России есть определенные проблемы, в том числе связанные с развитостью финансового рынка и его эффективностью, институтами, но при этом существуют и источники для развития, в т.ч. определяющиеся размерами рынка и населением. То есть можно сказать, что у России есть потенциал и необходимые для роста ресурсы, которые могли бы обеспечить и развитие коллективных инвестиций.

Рассмотрим подробнее тенденции развития рынка коллективных инвестиций в целом во всем мире, а также в отдельных странах. Причем основное внимание уделим взаимным фондам, которыми в основном представлен данный тип рынка в мире, а также пенсионным фондам.

*Взаимные фонды*

На взаимные фонды США приходится половина всех активов

[95] Пахомов С.Б., выступление на конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010 г., Москва.

взаимных фондов в мире (48,43% на конец 2009 г.), еще 40,11% - на 12 крупных европейских стран, а также Бразилию, Японию, Канаду, Китай и Южную Корею (Приложение П). Активы российских открытых ПИФов составляют только 0,014% от мирового объема, что значительно меньше данного показателя в остальных странах, в т.ч. БРИК (Бразилия – 3,41%, Китай – 1,66%, Индия – 0,57%). По данному показателю РФ находится в самом конце рейтинга, опережая лишь такие страны как Словения, Пакистан, Филиппины, Коста Рика, Румыния и Болгария.

При этом если сравнивать страны по росту СЧА за последние годы, то Россия является одним из лидеров (Приложение Р) – с 2003 по 2009 гг. чистые активы отечественных фондов увеличились на 374%. Опережают РФ лишь несколько стран: Румыния (3910%), Бразилия (457%), Индия (437%), Чили (400%) и Словакия (398%).

По числу фондов Россия имеет средний показатель (480[96]), а вот по средней величине СЧА на один фонд – практически последнее место в мире (7 млн.долл., меньше только в Болгарии – 3 млн.долл.). Также хотелось бы отметить значительные колебания в динамике по сравнению с остальными странами. Мировой финансовый кризис негативно сказался на всех странах, но Россия отличается наибольшими колебаниями: до кризиса одни из самых больших темпов годового роста (2006г. – РФ первая в мире), в 2008 г. одно из самых значительных падений (на 71%, в то время как в среднем по миру – 30%)[97], а по итогам 2009 г. – практически лучший показатель по восстановлению (173%, четвертое место в мире после Румынии, Индии и Норвегии)[98].

За 2010 год активы взаимных фондов в целом по миру увеличились на 11%[99], в то время как аналогичный показатель для России – 21%. Таким

[96] Приложение С.
[97] Приложение Т.
[98] График, иллюстрирующий данные выводы – в Приложении У.
[99] По данным ICI (Worldwide Mutual Fund Assets And Flows. Fourth Quarter 2010 // Investment Company Institute [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.ici.org, свободный. – Загл. с экрана.).

образом, можно сказать, что РФ растет опережающими темпами, что можно объяснить как гораздо большей глубиной падения по сравнению с западными рынками во время кризиса, так и сравнительно небольшими объемами рынка, его неразвитостью, а значит, теоретически большим потенциалом для роста.

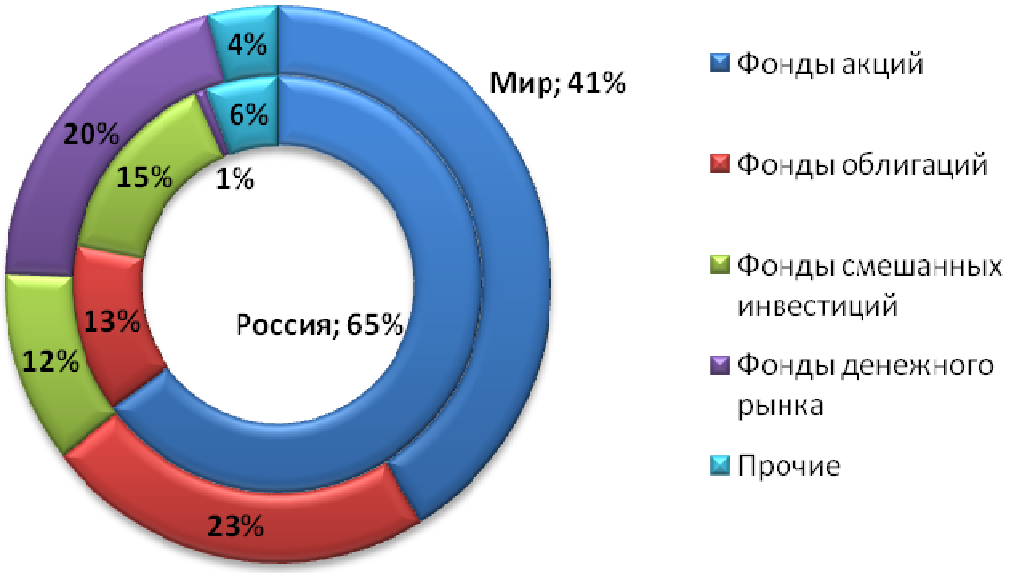



*Рисунок 21 - Структура активов взаимных фондов в России и мире в 2010 году*[100]

В структуре активов фондов в России и в мире существуют определенные различия: хотя фонды акций стоят на первом месте как в РФ, так и в мире, но их доли в совокупных активах значительно отличаются – 65% и 41 % соответственно. Так же бросается в глаза различие в фондах денежного рынка – если в целом по миру эта категория стоит на втором месте по СЧА, то в России – на последнем.

В последние годы в мире популярность набирают фонды, предлагающие особые направления инвестиций, объединенные не просто инвестиционной идеей, но и представляющие социальные, этические и другие аспекты жизни общества. Среди последних тенденций выделяются следующие виды фондов:

- ✓ Clean (green) technologies/SRI funds – фонды, инвестирующие в развитие дружественных экологии(«зеленых») технологий
- ✓ Passion funds/Emotional assets funds[101] - фонды увлечений (например,

[100]Расчеты по данным НЛУ и ICI [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: nlu.ru, www.ici.org/research/stats/worldwide, свободный.

инвестирующие в искусство, драгоценности, вино или автомобили)

- ✓ Distressed (property) assets funds – фонды проблемных активов
- ✓ Nanotechnology funds – фонды нанотехнологий
- ✓ Green PE/VC funds – венчурные фонды, специализирующиеся на «зеленых» технологиях
- ✓ Green infrastructure (wind, solar, water) funds – фонды инвестирующие в развитие дружественной экологии инфраструктуры (например, основанной на энергии ветра, солнца, воды)
- ✓ Sharia compliant PE/RE funds – исламские фонды

В России пока нет такого разнообразия направлений и внимания к проблемам экологии, но тем не менее наблюдается похожая тенденция по созданию фондов, учитывающих специфические интересы инвесторов. Правда, они скорее относятся к сфере экономики, а не социальной и культурной (уже функционирует исламский ПИФ, планируется создание фонда БРИК, фондов иностранных инвестиций и т.д.)[102].

*Пенсионные активы*

Тенденцией, определяющей развитие пенсионных систем во всем мире в последние годы стал демографический кризис, который увеличивает пенсионную нагрузку на работающее население и несет серьезную угрозу финансовой обеспеченности государственных пенсионных обязательств[103].

Демографический кризис заставил все развитые страны мира искать способы оптимизации своих пенсионных систем. Огромное влияние на этот процесс оказало опубликование исследовательского доклада Всемирного банка «Как предотвратить кризис старости: политика, направленная на защиту стариков и содействие экономическому росту»[104]. Основная идея, которая обосновывалась в указанном докладе, заключалась в том, что

---

[101] Profits Not Passion, New Classic Car Fund Launches// Deidre Woollard, [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.passioninvestor.com/2011/01/30/profits-not-passion-new-classic-car-fund-launches, свободный. – Загл. с экрана.

[102] Подробнее этот вопрос рассматривается в 3 главе.

[103] Рост числа пенсионеров превышает рост работающего, вследствие чего старые механизмы действия пенсионных систем уже не могут функционировать нормальным образом

[104] Averting the Old-Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth, World Bank 1994.

единственным эффективным средством демпфирования негативных последствия старения населения является полная либо, на крайний случай, частичная приватизация государственных (общественных) систем пенсионного обеспечения.

Но в последнее время в зарубежных странах можно увидеть обратные процессы – когда средства пенсионных накоплений из частного сектора переходят под контроль государства. Ярким примером этой тенденции можно назвать такие страны как Венгрия, Болгария, Польша, Ирландия, Франция, страны Латинской Америки[105].

Если говорить о количественных показателях деятельности пенсионных фондов, то можно отметить относительное восстановление после кризиса и даже рост. Совокупные пенсионные активы 13 крупнейших пенсионных рынков на конец 2010 годы достигли 26 496 млрд.долл, увеличившись на 12% по сравнению с предыдущим годом. Этот рост в основном объяснятся значительным ростом финансовых рыков во всем мире. США остается крупнейшим рынком (по пенсионным активам), за ними с большим отрывом следуют Япония и Англия. На эти 3 страны в целом приходится 80% от общих пенсионных активов[106],[107].

Самой быстро растущей среди этих 13 стран является Бразилия - её среднегодовой темп роста за последние 10 лет составляет 14,7%. Но для России данный показатель находится на уровне 48%, что значительно выше (Приложение Х).

В завершении хотелось бы рассмотреть такой показатель, как доля совокупных активов в ВВП, который является одним из показателей развитости пенсионной системы и ее роли в национальной экономике. Как можно заметить по результатам расчетов, представленных в Приложении Ц, Россия значительно отстает как по абсолютному, та и по относительному

---

[105] European nations begin seizing private pensions // Adam Smith Institute - [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.csmonitor.com/Business/The-Adam-Smith-Institute-Blog/2011/0102/European-nations-begin-seizing-private-pensions, свободный. – Загл. с экрана.
[106] Towers Watson «Global Pension Asset Study 2011»
[107] См. приложение Ф.

показателю. Самыми значительными пенсионными активами в мире обладают США, а по показателю доли этих активов в ВВП лидерами являются Нидерланды и Швейцария. Для наглядности построим диаграмму (Приложение Ч). Стоит отметить, что в лидерах встречаются не только развитые европейские страны, но и развивающиеся, такие как Бразилия и ЮАР, причем их показатели выгодно отличаются от российских.

На конец 2010 года объем рынка коллективных инвестиций достиг 1,6 трлн. руб. Рынок продолжает плавно расти, причем рост обусловлен не притоком пенсионных средств, как это было ранее, а формированием новых ЗПИФов на фоне роста фондового рынка.

Второй квартал подряд основной причиной роста остается увеличение СЧА в ПИФах. Так порядка 48% прироста рынка в последнем квартале 2010 года обеспечено ростом СЧА в ПИФах, при этом 20% прироста составили ЗПИФы для квалифицированных инвесторов. Приток пенсионных средств обеспечил около 10% прироста совокупного объема рынка.

В условиях ужесточения законодательной базы в отношении ЗПИФов управляющие будут вынуждены искать новые продукты инвестирования, а также активнее развивать розничный сегмент. Многие УК, не желающие нести значительные издержки на развитие розницы, будут также стремиться к развитию частно-государственного партнерства.

Если сравнить российские показатели с показателями других стран, можно говорить о догоняющем развитии сферы коллективных инвестиций в РФ – высокие темпы роста, пока еще незначительные объемы, большая подверженность влиянию внешних факторов и значительные колебания показателей деятельности за последние годы – все это свидетельствует о том, что при благоприятных условиях и должной поддержке со стороны государства Россия через определенное количество лет сможет занять достойное место в мире в индустрии инвестиционных фондов и достаточно развить данную (разновидность инвестиций) сектор.

# 3. Проблемы и перспективы рынка коллективных инвестиций в России

## 3.1. Проблемы отдельных секторов рынка коллективных инвестиций

### 3.1.1. Общие проблемы рынка коллективных инвестиций

Рассмотрим сначала проблемы, присущие всей отрасли коллективных инвестиций, а затем перейдем к более детальному изучению этого вопроса в разрезе основных секторов – ПИФов и НПФов.

*Неблагоприятные изменения в законодательстве*

В III квартале 2010 года в связи с изменениями, внесенными в Градостроительный кодекс, рынок лишился такого драйвера роста, как средства компенсационных фондов СРО, в первую очередь строительных. По оценке «Эксперта РА», потенциал этого сегмента рынка составлял 20-30 млрд. рублей[108].

Одной из самых острых проблем можно назвать ужесточение налогового режима для ЗПИФов, которое существенно снизило привлекательность этой услуги для инвесторов. До сих пор ЗПИФы являлись основными дайверами роста, на них приходится большая часть активов всех фондов[109].

Еще одной проблемой стало внесение поправок в пункт 4 статьи 276 НК РФ: 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. Таким образом, пенсионные фонды не лишились возможности снижать риски, распределяя активы по нескольким управляющим компаниям.

*Кэптивность*

К настоящему моменту в практику вошло создание кэптивных УК,

---

[108] Материалы конференции «Будущее рынка доверительного управления в России» [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.raexpert.ru/project/trust_management/2011/resume, свободный. – Загл. с экрана.

[109] Эта проблема была подробно рассмотрена во второй главе.

причем это явление больше всего распространено в двух самых значительных секторах рынка коллективных инвестиций. Наибольшая доля кэптивных средств приходится на ПИФы, где в целом доля нерыночных активов составляет 70-75% (в первую очередь, за счет закрытых фондов, где кэптивны 80-90% средств). На пенсионном рынке распределение НПФами активов по «близким» компаниям присуще 60-70% активов, причем управление пенсионными накоплениями более рыночно по сравнению с управлением резервами НПФ. В целом по рынку доверительного управления доля кэптивных активов составляет 60%[110].

Кэптивность удобна для управляющих компаний, но не стимулирует развитие, не дает расти качеству процедур, риск-менеджмента, эффективности управления. Для многих управляющих полученные «аффилированные» активы не несут риска их вывода вне зависимости от качества управления. В результате такие УК не развивают розницу, для них нет необходимости делать инвестиционный процесс предсказуемым и прозрачным. «Кэптивная УК — это что-то вроде избалованного ребенка, - комментирует Павел Самиев, заместитель генерального директора рейтингового агентства «Эксперт РА», - когда ничего не надо, все есть или очень просто достается. Международный финансовый центр с такими не построить»[111].

*Невключенность в инфраструктуру*

На настоящий момент можно сказать, что институты коллективного инвестирования не выполняют одну из важнейших задач, стоящих перед подобными институтами - посредничество при реализации инвестиционных проектов, а также создание инвестиционной альтернативы банковским депозитам для населения и институциональных инвесторов[112]. Сегодня в РФ

---

[110] Материалы конференции «Будущее рынка доверительного управления в России» [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.raexpert.ru/project/trust_management/2011/resume, свободный. – Загл. с экрана.

[111] *Самиев П.* Управляющие компании возвращаются к кэптивности — головной боли меньше // Ведомости - 28.02.2011

[112] *Кривошеева И.В.* Выступление на конференции «Будущее рынка доверительного управления в России» » [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа:

существуют несколько государственных программ связанных с инвестициями в развитие ряда социально значимых отраслей, таких как, ЖКХ, инновации, созданы фонд материнского капитала, военная ипотека. Деятельность в данных сферах рассчитана на значительный период времени, поэтому актуальным является обеспечение сохранности этих средств от инфляции. Институты коллективного инвестирования, особенно НПФы, имеют подходящие характеристики (долгосрочные горизонты инвестирования и относительно консервативное отношение к риску) для реализации подобных социальных программ. Привлечение УК к управлению инфраструктурными проектами может значительно повысить эффективность использования финансовых ресурсов. Если ситуация останется без изменений, это может привести к таким негативным последствиям, которые частично наблюдаются уже сегодня[113].

*Проблема «длинных» денег*

Мировая практика показывает, что именно институты коллективного инвестирования должны быть одними из основных источников «длинных» денег, которые являются залогом стабильного развития и необходимы для роста и модернизации экономики страны. На данной момент в России отсутствие долгосрочных инвестиций является одной из глобальных проблем, препятствующей развитию страны как в экономической, так и социальной сфере. «Банковский сектор не обладает «длинными» деньгами для развития инновационных отраслей экономики, самый большой срок по депозитам в РФ – 3 года. А инвестиционные фонды из-за большого количества законодательных ограничений не до конца приспособлены к привлечению денег на более длительные сроки, - комментирует ситуацию Ирина Кривошеева, генеральный директор УК «Альфа-Капитал», председатель правления компании. Чтобы изменить ситуацию в лучшую

www.raexpert.ru/project/trust_management/2011/speach/krivosheeva_trust_management2011, свободный.

[113] А именно: нехватка финансовых ресурсов для реализации крупных инвестиционных проектов, неэффективное распределение государственных средств, выделенных на реализацию крупных инфраструктурных проектов, а также чрезмерная нагрузка на бюджет.

сторону, необходимо упрочить позицию отрасли в финансовой системе России, в том числе и нормативно»[114].

Решение этой проблемы позволило бы обеспечить привлечение инвестиционных ресурсов в сферу жилищного строительства через ипотечные ценные бумаги, в долгосрочные проекты по развитию инфраструктуры - через инфраструктурные облигации. К тому же реализация этих механизмов будет способствовать решению другой существующей проблемы – ограниченности инструментов.

*Отсутствие сплоченности участников и единой стратегии развития*

Разработка полноценной стратегии является необходимым условием развития рынка и реализации всех необходимых для этого мер – как со стороны государства, так и со стороны профессионального сообщества. В настоящий момент наблюдается разобщенность этих двух сил[115]. Объединение усилий и совместная работа над актуальными вопросами могли бы дать значительный позитивный эффект. Решению этой проблемы могли бы способствовать такие меры как гармонизация законодательства и регулирования (возможно, создание мегарегулятора), повышение роли профессиональных СРО, создание подробной стратегии развития сферы коллективных инвестиций. «Очень важно понимать, что развитие рынка зависит не только и не столько от благоприятной конъюнктуры, сколько от способности его участников слышать и понимать друг друга, - считает Елена Сухорукова исполнительный директор НПФ «Благосостояние», заместитель председателя совета Национальной ассоциации пенсионных фондов (НАПФ). Плюс, конечно, от ответственности за результат. Каждого и всех вместе»[116].

---

[114] Там же.

[115] А именно: недопонимание со стороны государства, разнонаправленность действий регулирующих отрасль органов, противоречивое и неоднозначное законодательство, нежелание прислушиваться к участникам рынка, которую в свою очередь тоже действуют разобщено, не имея единой линии поведения, сплочённости, каждый предпочитает самостоятельно разбираться с возникающими проблемами.

[116] *Сухорукова Е.* Рынок капитала: рынок закалился // Ведомости - 21.12.2010

### 3.1.2. Проблемы сектора ПИФов

*Налоговое законодательство*

Проблема налогообложения паевых инвестиционных фондов были уже рассмотрены ранее, поэтому сейчас хотелось бы остановиться на возможных путях их решения, которые видят участники рынка. Можно выделить два принципиальных варианта:

- ✓ Опротестовать в судебных органах законность внесенных поправок.
- ✓ Платить налог, но при этом заниматься активным поиском изменения такого положения дел (предложить поправки в НК РФ и закон «Об инвестиционных фондах»).

Понимая высокую важность решения проблемы в кратчайшие сроки участники рынка уже начали предлагать свои решения. Так, например, представители «ВТБ Управление активами» выдвинули следующие предложения по изменению закона «Об инвестиционных фондах»[117]:

- ✓ Дать возможность ПИФам брать кредиты, займы для уплаты налогов.
- ✓ Дать возможность УК давать займы ПИФу для уплаты налогов.
- ✓ Увеличить сроки, на которые можно брать кредиты, займы.
- ✓ Снять запрет на перечисление денежных средств из фонда в УК и обратно для уплаты и возмещения уплаченных налогов.

Эти меры могли бы снизить негативный эффект от изменений в законодательстве, но не решили бы проблему, а привели бы к еще большему усложнению законодательства и его противоречивости. Этот вопрос требует глубокой проработки и необходимости объединить усилия государства и профессионального сообщества для выработки максимально удовлетворяющего всех участников решения.

*Низкая социальная значимость*

На настоящий момент количество клиентов управляющих компаний составляет около 550 тысяч человек[118], причем большинство из них и

---

[117] Плугарь Н.В. Выступление на конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010г., Москва.

[118] По данным Эксперт РА [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.raexpert.ru,

воспринимают инвестиции через УК как краткосрочные и показывают спекулятивное поведение, как уже отмечалось во второй главе. Между тем именно частные инвесторы являются основой построения крупного и стабильного рынка. «Без частного инвестора рынок не построишь, - отмечает бывший руководитель ФСФС Владимир Миловидов. Все крупные рынки — и американский, и китайский, и индийский — держатся на большом количестве розничных инвесторов»[119].

Считается, что частные инвесторы могут вкладывать средства в ПИФы при годовом доходе от 25 тыс. долл. – в России таких насчитывается около 5,7 млн. (10,8% населения)[120]. В развитых странах это процент значительно выше[121], но среди крупнейших развивающихся государств по этому показателю РФ уступает только Китаю и Бразилии. Но при этом в других странах значительно выше число инвесторов: например, 220 млн. в КНР и 50 млн. в Индии при 900 тыс. в России. Даже страны восточной Европы превосходят нашу страну в этой сфере - по итогам 2010 года активы польских ПИФов составили 30 млрд., чешских – около 9 млрд., что превышает этот показатель для РФ в 10 и 3 раза соответственно[122].

Таким образом, в РФ имеется огромный потенциал роста для розничных ПИФов: если хотя бы треть из потенциальных инвесторов (т.е.10% всего населения страны) станет клиентом ПИФов, то этот сектор по вовлеченности физических лиц отрасль «выполнит свою стратегическую задачу. Уровень клиентской базы в 5-6 миллионов человек, позволит утверждать, что отрасль приобрела адекватную своим задачам значимость»[123] и войдет в круг социально значимых отраслей.

Но для развития розничного сегмента существуют определенные

---

свободный.

[119] *Наиля Аскер-заде* «Я сделал то, что хотел», — Владимир Миловидов, руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам // Ведомости №63 (2829) от 11.04.2011.

[120] *Олег Кессо* Пифы в спячке // Д-штрих №6 2011 г.

[121] Например, в США – 80%.

[122] *Олег Кессо* Пифы в спячке // Д-штрих №6 2011 г.

[123] Материалы конференции «Будущее рынка доверительного управления в России» [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.raexpert.ru/project/trust_management/2011/resume, свободный. – Загл. с экрана.

ограничения. Оно более ресурсоемкое, требует затрат на информационное обеспечение, программы продвижения, рекламные кампании, развитие каналов продаж, оптимизацию внутренних бизнес-процессов и т.д. На сегодняшний момент далеко не все компании готовы к подобным инвестициям в развитие[124].

*Прочие проблемы*

*Доступ к иностранным ценным бумагам*. Хотя управляющие формально получили доступ к иностранным ценным два года назад, но фактически воспользоваться этим оказалось затруднительно. Препятствием является учетная система: российским депозитариям не открывают счета в крупных кастодианах за рубежом, т.к. оценивая объем отечественного рынка, не воспринимают их как серьезных игроков[125]. Поэтому возникает необходимость работать через крупные банки, что значительно увеличивает расходы и тем самым снижает привлекательность инвестиций в бумаги развитых рынков, учитывая их не слишком высокую доходность. В результате УК стали открывать фонды на Западе, чтобы снизить издержки. Такое решение позволяет преодолеть еще одну проблему, с которой сталкиваются управляющие, - ограниченное число инструментов на российском рынке.

*Консолидация*. Сложившаяся на данный момент ситуация привела к запуску процесса консолидации, проявилась необходимость в возможности объединения фондов, что сейчас не предусмотрено законодательством. По словам президента НЛУ, те УК, которые приобрели фонды, уже столкнулись с серьезными проблемами, пытаясь объединить однотипные фонды[126].

---

[124] *Кривошеева И.В*. Выступление на конференции «Будущее рынка доверительного управления в России» » [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.raexpert.ru/project/trust_management/2011/speach/krivosheeva_trust_management2011, свободный.

[125] Президент НЛУ: «Через три-пять лет мы перерастем российский фондовый рынок» // РБК daily - 19.04.2011.

[126] Там же.

### 3.1.3. Проблемы сектора НПФов

*Неравные условия по сравнению с ПФ РФ*

В настоящий момент в российском законодательстве нет нормативных актов, определяющих порядок действий фондов при получении убытков от инвестирования пенсионных накоплений. Действия в подобной ситуации прописаны лишь для Пенсионного фонда РФ: при возникновении необходимости ему позволяется отражать на счетах отрицательную доходность[127]. Приказ, устанавливающий порядок разнесения по счетам финансового результата для ПФ РФ, принят на основании закона «Об инвестировании накопительной части пенсии»[128]. Но нельзя с уверенностью сказать, что он распространяется на НПФ, поскольку их деятельность регламентируется законом «О негосударственных пенсионных фондах»[129], в котором как раз и не определен порядок разнесения финансового результатам по счетам застрахованных лиц, являющихся клиентами НПФ.

Актуальность данной проблемы показывает события, происходящие в профессиональном сообществе, вызванные этим несовершенством законодательства. Некоторые НПФ, воспользовавшись нормами для действий ПФ РФ в случае возникновения убытков, столкнулись с санкциями со стороны регулятора. ФСФР направила предписания 28 НПФ, которые по итогам 2008 года разнесли убытки от инвестирования пенсионных накоплений (3,6 млрд. руб.) по счетам своих клиентов. Кроме того, Счетная палата опубликовала результаты проверки НПФ, основная идея которых было то, что «большинством НПФ не обеспечивается сохранность средств пенсионных накоплений с учетом инфляционных потерь» [130].

Эти действия вызвали бурную реакцию со стороны профессионального сообщества. Для решения данной проблемы НАПФ было созвано экстренное

---

[127] Определяется приказом Минфина N 140н от 18 ноября 2005 года.

[128] Федеральный закон от 24.07.2002 N 111-ФЗ (ред. от 27.07.2010) "Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации" (принят ГД ФС РФ 26.06.2002).

[129] Федеральный закон от 07.05.1998 N 75-ФЗ (ред. от 27.07.2010) "О негосударственных пенсионных фондах" (принят ГД ФС РФ 08.04.1998) (ред. от 27.07.2010).

[130] Убытки на высшем уровне. НПФ ищут справедливого регулирования у президента и премьера. // КоммерсантЪ № 71 (4612) от 22.04.2011.

собрание совета для определения действий по изменению пенсионного законодательства. Участники рынка планируют обратиться к президенту и премьер-министру с просьбой способствовать принятию нормативных актов. Положение осложняет отношение регулирующих органов к данному вопросу: по словам представителей НАПФ, на их неоднократные обращения с просьбой разъяснения порядка действий НПФ в случае возникновения убытков «все министерства и ведомства, так или иначе курирующие деятельность НПФ (Минздравсоцразвития, Минфин, ФСФР), отвечали, что определение порядка разнесения финансового результата не находится в их компетенции» [131].

*Сохранность*

Еще одной острой проблемой рынка негосударственных пенсионных фондов является обеспечения сохранности. С одной стороны, это проблема необходимости ежегодной отчетности. По своей сути НПФ должны быть направлены на долгосрочные инвестиции, являться источником «длинных» денег в экономике[132], соответственно выбираются и инвестиционные стратегии управления средствами. Но для российских НПФ законодательно определено требование отчитываться о своей деятельности по итогам каждого года. В такой ситуации возникает противоречие, между долгосрочным горизонтом инвестиций и необходимостью в краткосрочных отчетах[133].

С другой стороны в законодательство введено требование гарантий сохранности, доходности и возвратности, но не дано четкое определение данных терминов и/или критериев, по которым можно было бы судить о наличии этих гарантий. Подобная неоднозначность настороженно воспринимается участниками рынка, поскольку может вызвать разночтения и создает общее состояние неопределенности.

---

[131] Там же.

[132] *Придачук М.П.* Проблемы и перспективы развития российской пенсионной системы // Финансы и кредит - 08.11.2010.

[133] Это усугубляется наблюдавшаяся в последние годы ситуация на рынках, сопровождающаяся кризисными явлениями и высокой волатильностью, а также довольно ограниченном наборе доступных инструментов.

Решению проблемы может поспособствовать меры по повышению эффективности деятельности НПФ, также созданию ситуации стабильных условий их деятельности со стороны государства[134]. Отдельно можно выделить создание специального гарантийного фонда, аналогичного Агентству по страхованию вкладов в банковской системе, который при неблагоприятном развитии событий мог бы обеспечить выплату пенсии с установлением максимальной планки размера выплат (как сделано, например, в США)[135]. Но здесь существуют определенный преграды - -как, например, отсутствие у участников рынка необходимого объем средств для отчисления в подобный фонд. Это в основном вызывается небольшим объемом рынка и отсутствием вовлеченности населения[136], что еще раз подчеркивает необходимость комплексного решения проблем всей сферы из-за их тесной взаимосвязи.

*Ограниченный список инструментов*

Тесно связанной с предыдущей проблемой является жесткие законодательные ограничения на состав и структуру инвестиций НПФ, что по изначально должно было выступить залогом сохранности средств клиентов, а также обеспечить дополнительную стабильность и снизить риски. Но в результате эффект получился противоположный – на данный момент пенсионным фондам доступны лишь крайне ограниченный круг инструментов. Это резко снижает возможности диверсификации, тем самым увеличивая риск, но при этом ограничивается и доходность. Таким образом, НПФ оказываются в крайне невыгодном положении: ограниченный список доступных для инвестирования инструментов (особенно для НПФ) значительно снижает как эффективность инвестиций, так и возможности по осуществлению риск-менеджмента.

---

[134] *К первой группе мер* можно отнести усиление риск-менеджмента, хеджирование рисков, соответствующая подготовка кадров, грамотная и максимально широкая диверсификации портфеля. *К второй группе* относятся меры по совершенствованию регулирования и законодательства в данной сфере.

[135] *Сухорукова Е.* Рынок капитала: рынок закалился // Ведомости - 21.12.2010.

[136] *Ломтатидзе О. В* Проблемы формирования эффективной пенсионной системы России //. Финансы и кредит 21.06.2010.

Частично ситуация улучшилась в октябре 2010 г., когда управляющие компании, в которых размещены средства пенсионных резервов НПФ, получили право заключать сделки с производными ценными бумагами и сразу же начали им пользоваться[137]. Но тем не менее пенсионные фонды до сих пор нуждаются в расширении перечня объектов инвестирования для нормального функционирования. По мнению большинства участников рынка, НПФ должны иметь возможность приобретать активы не только тех эмитентов, которые "раскручены" на рынке, но и тех, которые, имея признанно высокий рейтинг надежности, по каким-либо причинам не выпускают свои активы в широкую продажу и поэтому не входят в котировальные листы высокого уровня[138]. Кроме того, ситуацию могло бы улучшить введение новых инструментов на российский рынок, ориентированных на долгосрочные инвестиции и обладающих высоким уровнем надежности – например, инфраструктурных облигаций.

Еще одной проблемой, связанной с инвестированием пенсионных средств можно назвать конфликт интересов в части приобретения УК в состав инвестиционного портфеля НПФ выпусков облигаций, агентом по размещению которых (организатором или андеррайтером) является управляющая компания либо аффилированные с ней лица. Это обстоятельство создает дополнительные риски.[139]

Профессиональное сообщество активно занимается проработкой данной проблемы. Например, членами НАПФ подготовлены предложения по изменению Постановления Правительства №63 «Об утверждении правил размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроля за их размещением», где основное внимание уделяется именно вопросу расширения возможностей по инвестированию средств

---

[137] Например, УК «Трансфингруп»», с которой работает НПФ «Благосостояние».

[138] *Ломтатидзе О. В* Проблемы формирования эффективной пенсионной системы России //. Финансы и кредит 21.06.2010.

[139] *Ломтатидзе О. В* Проблемы формирования эффективной пенсионной системы России //. Финансы и кредит 21.06.2010.

пенсионных фондов[140].

*Законодательство - регулирование*

В настоящее время регулирование деятельности НПФ осуществляется множеством структур (ФСФР, Министерством здравоохранения и социального развития РФ, Министерством финансов РФ, ПФ РФ и т.д.)[141]. Наличие большого числа регулирующих и контролирующих органов не позволяет НПФ оперативно реагировать на запросы участников рынка в отношении его регулирования, приводит к перегруженному, дублирующемуся процессу контроля, межведомственным конфликтам[142] или наоборот, отсутствием ответственного регулирующего органа за решение конкретного вопроса (например, как было описано в предыдущем параграфе в ситуации с определением порядка разнесением финансового результата). Со стороны государства также присутствует понимание необходимости «сосредоточить ключевые функции в одном органе»[143]

Кроме того, для повышения эффективности работы НПФ целесообразно было бы перейти от количественных к качественным методам регулирования процесса размещения средств пенсионных резервов. Данный подход дал бы возможность каждому НПФ устанавливать для себя ежегодные нормативы размещения пенсионных резервов, а по окончании финансового года ФСФР могла бы оценить качество организации инвестиционного процесса каждого конкретного НПФ[144].

*Невовлеченность населения*

На сегодняшний день уровень вовлеченности населения в НПФ остается на достаточно низком уровне. Этот фактор сильно влияет на общее развитие всего рынка, т.к. опыт развитых стран говорит о том, что пенсионная система – это как основа развития финансового рынка и

---

[140] Жуйков А.Е. Выступление на конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010г., Москва.

[141] Подробности приведены в Приложении Ъ.

[142] *Ломтатидзе О. В* Проблемы регулирования деятельности негосударственных пенсионных фондов //. Финансы и кредит 19.07.2010.

[143] Дмитриев М.Э. Выступление на конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010г., Москва.

[144] *Сухорукова Е*. Рынок капитала: рынок закалился // Ведомости - 21.12.2010.

экономики в целом, так и залог процветание всей страны и повышения уровня жизни и благосостояния населения.

Итоги прошедшей в РФ пенсионной реформы в целом оцениваются негативно. Усугубляет положение сложившаяся демографическая ситуация: в России, как и во всем мире последние несколько десятилетий происходит стремительное старение населения. В 2010 г. на 100 российских пенсионеров приходилось 128 плательщиков пенсионных взносов, отношение средней пенсии к средней зарплате (коэффициент замещения) составляет 38 %. Без средств федерального бюджета при финансировании пенсии только за счет текущих пенсионных отчислений коэффициент замещения составил бы около 20%. Для сравнения можно сказать, что согласно рекомендациям Международной организации труда коэффициент замещения в 40 % является минимальным при тридцатилетнем стаже работы, в европейских странах этот показатель превышает 50 %, а в наиболее развитых государствах приближается к трем четвертям от заработной платы[145].

Таким образом, получается, что существующая пенсионная система не отвечает необходимым требованиям и не может удовлетворить потребности населения. В такой ситуации логичным для граждан было бы активное поведение по участию в формировании пенсионных накоплений. Но даже учитывая этот фактор государственные меры по стимулированию участия населения не находят поддержки и не вызывают энтузиазма и населения. Это можно объяснить, с одной стороны, низкой финансовой грамотностью населения, а с другой стороны, недоверием к НПФ[146]. Более распространенным способом инвестирования являются для российского населения банковские вклады: по состоянию на март 2011 года на банковских депозитах физических лиц находилось 9,92 млрд. рублей[147], а в

[145] *Придачук М.П.* Проблемы и перспективы развития российской пенсионной системы // Финансы и кредит - 08.11.2010.

[146] *Ломтатидзе О. В* Проблема защиты прав частных инвесторов в системе регулирования финансового рынка //. Финансы и кредит 17.01.2011.

[147] По данным ЦБ РФ [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.cbr.ru/statistics/, свободный.

апреле эта сумма перевалила за 10 млрд[148]. Таким образом, средства физических лиц, инвестированные в банковскую систему, в 5 раз превышают объем всего рынка доверительного управления.

### 3.2. Внедрение и развитие инноваций на рынке коллективных инвестиций

Как уже отмечалось в предыдущей главе, в России пока нет такого разнообразия направлений коллективных инвестиций, как в западных странах, но тем не менее наблюдается тенденция по созданию фондов, учитывающих специфические интересы инвесторов и последние тенденции в отрасли и изменения в экономике страны и мира. Остановимся на этом процессе подробнее.

*Расширение географии*

В последнее время для преодоления проблема ограниченности инструментов, которая встает и перед институтами коллективного инвестирования в РФ, решается в том числе созданием новых продуктов в виде ПИФов, специализирующихся на определенных географических направлениях, давая доступ к зарубежным рынкам.

Примером подобных фондов может служить ПИФы «Олма-финанс» и «ТКБ БНП Париба инвестмент партнерс», в активы которых могут входить только денежные средства и паи одного из глобальных ETF.

«Положение ФСФР, регулирующее структуру активов ПИФов, позволяет фондам фондов иметь в активах паи единственного иностранного инвестфонда, если он индексный», — объясняет схему директор по развитию фондов и доверительного управления «ТКБ БНП Париба инвестмент партнерс» Андрей Коровкин[149].

Все эти ПИФы открытые. Подобные фонды, можно сказать, являются простой упаковкой ETF. Они востребованы на российском рынке, поскольку дают хорошие возможности для диверсификации активов, что может быть

---

[148] *Рожков А.*Доверие ценой в 10 трлн руб. // Ведомости №76 (2842) от 28.04.2011.
[149] *Коваль Л.* Глобальный фонд в ПИФе // Ведомости № 24 (2790) от 11.02.2011.

интересно как частным, так и институциональным инвесторам[150]. Другое их преимущество состоит в том, что они позволяют иметь в портфеле ценные бумаги с западных рынков инвесторам, которые не имеют другой возможности сделать это из-за высокого порога входа.

Четыре фонда «Олма-финанс» с 2010 г. позволяют частным инвесторам вложить средства в индексные ETF, инвестирующие в бумаги крупных компаний Европы, США, Китая и Латинской Америки. «ТКБ БНП Париба инвестмент партнерс» формирует фонды «Премиум. Азия» (индексный фонд, основанный на индексе MSCI All Country Asia ex Japan, который рассчитывается по котировкам акций ведущих компаний десяти развивающихся стран Азии, в числе которых Китай, Индия, Южная Корея, Тайвань, Гонконг и другие) и «Премиум. Латинская Америка» (индексный фонд, основанный на индексе S&P Latin America 40, который рассчитывается по котировкам акций сорока ведущих компаний Бразилии, Мексики, Чили и Перу)[151].

Отдельно хотелось бы отметить, что подобные фонды могут формироваться и не только по географической принадлежности стран, но и под определенные инвестиционные идеи - например, ПИФы, инвестирующие в страны БРИК[152]. На данный момент в России функционируют 5 подобных фондов[153].

---

[150] Сегодня инвестиции в зарубежные инвестиционные фонды доступны только квалифицированным инвесторам, поэтому так интересны новые фонды, которые открывают доступ частным инвесторам к новым зарубежным классам активов, использование которых может существенно повысить диверсификацию инвестиционных портфелей российских инвесторов.
Также фонды интересны и институциональным инвесторам, например пенсионным фондам. Здесь необходимо отметить, что в соответствии с действующим законодательством пенсионные резервы могут быть размещены в акции (паи, доли) иностранных индексных инвестиционных фондов, активы которых инвестируются в ценные бумаги иностранных эмитентов в соответствии с инвестиционным индексом, включенным в перечень, утвержденный ФСФР РФ. На сегодняшний день такого перечня не существует. В то же время инвестирование пенсионных резервов в инвестиционные паи открытых паевых инвестиционных фондов ограничено только максимальной долей в 70% от пенсионных резервов. При этом НПФ может инвестировать пенсионные резервы в инвестиционные паи открытых ПИФов самостоятельно. Таким образом, новые фонды предоставляют интересные и для НПФ инвестиционные возможности.

[151] Эксперты УК "ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс" прокомментировали зарегистрированный фонд. // Investfunds [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.pif.investfunds.ru/news/18747, свободный. – Загл. с экрана. - Размещ. 17.02.2011.

[152] *Рожков А.* С БРИК на паях // Ведомости №124 (2642) от 08.07.2010.

[153] ЗПИФ Брик первый инвестиционный (управляющая компания КапиталЪ ПИФ), ОПИФ ВТБ — БРИК (управляющая компания ВТБ Капитал Управление активами), ОПИФ Звездный бульвар – звезды БРИК

*Выход на новые рынки*[154]

Управляющая компания "Тройка Диалог" в ближайшее время намерена выйти на европейский рынок, предложив инвесторам фонды, ориентированные на российские активы. Фонды будут создаваться на платформе UCITS. Подобные фонды позволяют УК диверсифицировать клиентскую базу и рост активов в управлении.

"Тройка Диалог" уже не первая российская управляющая компания, зарегистрировавшая платформу UCITS и получившая тем самым доступ на европейский рынок. Осенью 2010 года это сделала "Ренессанс Управление активами". Также на платформе UCITS работают российские управляющие, имеющие западных партнеров, в т. ч. "Альянс РОСНО Управление активами", "Пионер инвестмент менеджмент", "ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс".

Спрос на российские активы в Европе колоссальный, указывают участники рынка. По словам главы российского офиса Pioneer Investments Елены Логиновой, объем одного фонда Pioneer Funds Austria — Russia Stock, распространяемого исключительно в Австрии, составляет сейчас $150 млн. «При этом объем фондов других глобальных игроков, которые продают эти фонды по всей Европе, может достигать $1 млрд. Это говорит о том, что интерес европейских инвесторов к нашему рынку в сотни раз выше, чем интерес российских пайщиков»,— отмечает госпожа Логинова. Стоимость чистых активов всех российских открытых ПИФов составляет $3,7 млрд (103,7 млрд руб.). «Западных инвесторов привлекает недооцененность развивающихся рынков, причем Россия выглядит здесь наиболее привлекательно, поскольку дисконт рынка по отношению к global emerging markets превышает 30%»,— отмечает гендиректор "ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс" Владимир Кириллов155.

---

(управляющая компания УК Банка Москвы), ОПИФ Тройка Диалог - БРИК (управляющая компания Тройка Диалог), ОПИФ Райффайзен - БРИК (управляющая компания Райффайзен Капитал).

[154] *Мазунин А*. Паи в Европу // КоммерсантЪ № 64 (4605) от 13.04.2011.

[155] Там же.

Но необходимо отметить один важный фактор - локальность компании. Это может стать препятствием как для Тройки Диалог, так и для других отечественных УК, желающих выйти на европейский рынок. «Локальный бренд продавать в Европе очень сложно, поэтому важной составляющей успеха является привлечение местного партнера»156, отмечают участники рынка. Дополнительно осложняет ситуацию тот факт, что фонды, ориентированные на Россию, есть в линейках всех крупных банков и управляющих компаний.

*Новые инструменты инвестирования*

1. Фонд «ТКБ БНП Париба – Премиум. Золото» (в основе индекс Deutsche Bank Liquid Commodity Index – Optimum Yield Gold Excess Return, рассчитываемый по ценам фьючерсов на золото) является первым российским фондом, доходность которого связана с доходностью товарного индекса. К тому же это первый российский открытый ПИФ, отслеживающий динамику цен на золото[157].

2. Другой интересный объект инвестирования представляет из себя инфраструктурный сектор. Значительные государственные и частные инвестиции в связи с реализацией ряда масштабных проектов в ближайшие 5-10 лет неизбежно приведут к существенному росту прибыли компаний-операторов сектора и, следовательно, росту капитализации данного сегмента экономики в целом[158]. Это находит отражение и в сфере коллективных инвестиций, выливаясь в создание соответствующих фондов. Например, ОПИФ акций «Тройка Диалог – Инфраструктура» обеспечивает широкодиверсифицированный инвестиционный портфель, который будет включать около 30 эмитентов из различных отраслей экономики. Средства фонда будут инвестированы в акции компаний, рост которых зависит от

[156] Там же.
[157] Эксперты УК "ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс" прокомментировали зарегистрированный фонд. // Investfunds [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.pif.investfunds.ru/news/18747, свободный. – Загл. с экрана. - Размещ. 17.02.2011.
[158] По расчетам Investfunds.ru [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: Investfunds.ru, свободный.

развития инфраструктуры.

3. Также стоит отметить фонд художественных ценностей, формируемый группой компаний «Алор». Его особенностью является уникальность размера активов - активы ЗПИФа «Собрание. Фотоэффект» составят 14 млрд руб., таким образом, он станет крупнейшим в мире арт-фондом[159].

«Активы фонда составят частные коллекции фотографий, среди которых, например, есть такие раритеты, как фото Российского императорского дома, подборка работ Александра Родченко (на аукционах стоимость его фотографий доходила до 200 тыс. долл.), снимки, сделанные личным фотографом королевы Виктории Роджером Фентоном, фотоистория разрушения храма Христа Спасителя, которую, предположительно, сделали специально по заказу Иосифа Сталина. Также в фонде 13 дагеротипов одного из самых дорогих фотографов мира Жиро де Пранже — известно, что коллекционеры приобретали его работы по цене 1 млн долл. за один дагерротип»[160].

Стоимость пая составляет 500 тыс. руб., при этом паи планируется вывести на ММВБ. Также стоит заметить, что стратегия фонда предполагает активное управление: участие в международных аукционных торгах, организация фотовыставок в крупнейших музеях мира. Учитывая растущие объемы продаж на аукционах, а также стоимость сделок с предметами искусства, управляющая компания считает, что целевая доходность может составить до 12—14% годовых в рублях.

Паи фонда могут быть интересны коммерческим банкам как инструмент размещения свободных средств, а также крупным частным клиентам, готовым инвестировать в связанные с искусством ценные бумаги на длительный период. «Российский инвестиционный рынок давно

---

[159] Ранее крупнейшим считался фонд, сформированный пенсионным фондом Британских железных дорог в 1974 году на сумму 70 млн долл. По оценкам экспертов, суммарные активы всех арт-фондов в мире не превышают 400 млн долл., при этом средний размер фонда составляет 25—50 млн долл.

[160] *Кошкаров А.* Анатолий Гавриленко создает крупнейший в мире арт-фонд на полтора миллиарда долларов // РБК daily от 03.03.2011.

нуждается в новых инструментах, особенно если учесть, что у крупных инвесторов здесь не так много способов диверсифицировать свои вложения, — считает председатель наблюдательного совета ГК «Алор» Анатолий Гавриленко. — Инвестиции в искусство могут стать достаточно популярными на российском рынке, соперничая с таким традиционным защитным активом, как золото»[161].

4. Интересным примером новых продуктов на рынке коллективных инвестиций можно назвать ОПИФ акций «Тройка Диалог – Компании рынка драгоценных металлов». Этот фонд является новым инструментом на российском фондовом рынке, который соединяет преимущества инвестирования в драгоценные металлы и возможность участия в росте компаний этого сектора[162]. Средства в основном будут инвестированы в акции и депозитарные расписки российских компаний, добывающих золото и другие драгоценные металлы. Также в активы фонда будут включаться ETF, в состав которых входят акции и депозитарные расписки зарубежных компаний сектора драгметаллов, что позволяет эффективнее диверсифицировать несистемные страновые риски. Инвестиционная стратегия ОПИФа является активной и нацелена на выбор (основанный на фундаментальном анализе) «привлекательных инвестиционных историй, получающих наибольший прирост стоимости от роста цен на драгоценные металлы»[163].

Среди преимуществ этого фонда (кроме вышеперечисленных) можно выделить хорошую ликвидность, высокое качество аналитики, прекрасные возможности для хеджирования и диверсификации, а также перспективность роста цен на драгоценные металлы в свете сложившихся глобальных

---

[161] Там же.

[162] Т.к. стоимость бумаг эмитентов, добывающих драгметаллы, сильно зависит от цен на сами металлы, вкладываясь в акции таких компаний, инвесторы получают возможность участвовать как в увеличении стоимости драгметаллов, так и в органическом росте самих компаний.

[163] УК Тройка Диалог совмещает преимущества инвестирования в драгметаллы и бумаги компаний сектора // Investfunds [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.pif.investfunds.ru/news/18963, свободный. – Загл. с экрана. - Размещ. 03.03.2011.

тенденций[164].

5. Необычной для российского рынка является идея создания спортивных фондов, тем не менее, некоторые УК уже всерьез обдумывают такую возможность. Например, УК «Лидер» и управляющая компания группы «ИФД КапиталЪ» рассматривают вариант запаковки в свои фонды молодых футболистов.

При этом стоит отметить, что идея спортивных фондов не ограничивается одним футболом и может быть распространена на многие коллективные виды спорта. Формой организации подобного бизнеса - закрытый паевой фонд, предназначенный для квалифицированных инвесторов, в который запакованы договоры с юными футболистами либо с их представителями — родителями165. Основная цель ЗПИФа — найти молодого спортсмена, которого потом можно продать клубам166. Трансферная стоимость футболистов будет определяться оценщиками, паи фонда могут обращаться на бирже.

Уже начали проявлять интерес к спортивным ЗПИФам некоторые футбольные клубы, например, «Спартак» и «Зенит». Участники рынка тоже положительно оценивают перспективы подобных ПИФов. «Это международная практика, когда люди используются для капитализации клуба и инвестиций. Подобный механизм уже работает в клубах итальянского и немецкого чемпионатов», — говорит глава НЛУ Дмитрий Александров. К тому же, что создание спортивных ЗПИФов должно привести

---

[164] Учитывая ограниченные запасы и низкий уровень увеличения добычи при стабильном росте спроса как инвестиционного (на фоне увеличивающихся геополитических рисков), так ювелирного и промышленного (в результате восстановления глобальной экономики и продолжающегося роста экономик развивающихся стран), сохраняющиеся значительные геополитические риски, а также мягкую монетарную политику как на Западе, так и в развивающихся странах, ведущую к повышению темпов инфляции, вложение части инвестиционного портфеля в активы, доходность которых привязана к рынку золота и других драгметаллов, в том числе акции компаний сектора, может быть интересным вариантом инвестиций.

[165] *Вержбицкий А.* Российских футболистов упакуют в фонды на продажу // РБК daily от14.04.2011.

[166] Идея спортивных фондов состоит в том, чтобы набрать, например, сто детей из футбольной школы и продолжать в них инвестировать. Из них хотя бы пять будут проданы в команды российской премьер-лиги (или, как крайний вариант, первой лиги), а если один превратится в звезду международного класса, то он станет тем венчуром, который с окупит весь проект. Также, чтобы соответствовать нормативу ФСФР по минимальному объему фонда, в него может быть внесен взрослый футболист, уже имеющий трансферную стоимость.

к обелению «серых» финансовых схем российского футбольного бизнеса»[167].

Но стоит отметить и существование некоторых ограничений для развития подобных ПИФов, вызванных особенностями российского законодательства. Например, вопрос о заключении договора с детьми - исходя из сегодняшней правоприменительной практики, нынешние дети могут «соскочить» из ЗПИФа, когда вырастут.

*Государственная поддержка*

Для создания благоприятного финансового климата в стране и построения МФЦ в Москве государство принимает разнообразные меры по привлечению инвестиций в основные сектора экономики, в том числе и с помощью институтов коллективного инвестирования. Примером могут служить планы по созданию ЗПИФа прямых инвестиций уже в начале лета 2011 года, основной целью которого будет софинансирование капитальных вложений зарубежных фондов и компаний в российские проекты.

Капитал фонда будет сформирован за счет средств федерального бюджета, при этом объем привлекаемых средств должен не менее чем в пять раз превышать его начальный капитал. "Перед управляющей командой этого фонда поставлена задача обеспечить приток новых инвестиций в объеме, превышающем размер фонда не менее чем в пять раз", - комментирует Д. Медведев. Предполагается, что первоначально объем фонда составит 2 млрд долл., а впоследствии в течение пяти лет будет доведен до 10 млрд долл. Доля фонда во всех проектах должна колебаться в пределах 10-25%[168].

Планируется, что фонд в течение пяти лет привлечет около 60 миллиардов долларов, а государственный вклад составит 10 миллиардов долларов. Среди перспективных направлений инвесторы рассматриваются фармацевтическую отрасль, сельское хозяйство и пищевую промышленность. По прогнозам экспертов, доходность вложений может составить 15-20 процентов[169].

---

[167] *Вержбицкий А.* Российских футболистов упакуют в фонды на продажу // РБК daily от14.04.2011.
[168] Д.Медведев: Фонд прямых инвестиций в России появится в начале лета // РБК daily от18.04.2011.
[169] Внешэкономбанк не будет администрировать Фонд прямых инвестиций // Вести.Ru [Электронный

Интересной особенностью является то, что и государство, ни ВЭБ не будут администрировать этот фонд. Но в то же время предусматривается создание определенных форм управления этим фондом, например, в виде международного наблюдательного совета. Также немаловажным является то, что государство собирается в обязательном порядке гарантировать свой выход из капитала компаний через 7-8 лет.

*Новые организационно-правовые формы*

Ускоренное развитие российской экономики невозможно без создания финансовой инфраструктуры, особенно это касается сферы инновационно-технологического предпринимательства[170]. В настоящий момент форма, предусмотренная российским законодательством для венчурных инвестиций (ЗПИФ) не удовлетворяет участников рынка, в том числе и представляющих государство. Например, Российская венчурная компания, «один из ключевых инструментов государства в деле построения национальной инновационной системы»[171], предпочитает уходить от формы ЗПИФа. Так, созданный ею Фонд посевных инвестиций имеет организационно-правовую форму ООО. В дальнейшем РВК, также планирует использовать другие формы – например, в концепции создания инфраструктурного фонда рассматривается идея сделать его по образу кластерных фондов, которые могут создаваться в различных организационно-правовых формах. Совершенно точно, что фонды РВК будут созданы не по стандартам рынка ценных бумаг, заявляет генеральный директор Российской венчурной компании Игорь Агамирзян[172].

В целом участники рынка отмечают, что «закрепленные на сегодняшний день в российском законодательстве организационно-правовые формы обеспечивают относительную гибкость на уровне компаний в модели 000, но абсолютно не годятся для структурирования инвестиционных сделок

---

ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.pif.investfunds.ru/news/19859, свободный. – Загл. с экрана. - Размещ. 22.04.2011.

[170] *Беляева М.* Управляющие компании в системе частно-государственного партнерства в сфере инноваций // Финансы и кредит - 13.07.2009.

[171] Официальный сайт РВК [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.rusventure.ru, свободный. – Загл. с экрана.

[172] В венчурной индустрии деньги - необходимый компонент, но недостаточный // Рынок ценных бумаг - 31.01.2010

на уровне фондов. Существующая сейчас на венчурном рынке конструкция закрытого паевого инвестиционного фонда (которая пришла с рынка прямых инвестиций, где ее применение было оправданно) оказалась слишком громоздкой, тяжелой в управлении и отчетности и очень дорогостоящей в эксплуатации»[173]. В результате данная категория подходит исключительно для крупных фондов, в то время как востребованы скорее небольшие и мобильные фонды, способные быстро принимать решения и работающие максимально близко к общепринятым международным практикам. Это позволит привлечь зарубежных инвесторов, пока не вкладывающихся в российские венчурные фонды и компании либо делающих это из оффшоров.

В мировой практике для венчурных фондов чаще всего применяется форма limited partnership, аналога которой в России сейчас нет[174]. Но работа в данном направлении уже ведется. Минэкономразвития РФ вместе с ключевыми участниками рынка подготовили законопроект, которым предлагается создать удобную форму договора между инвесторами, позволяющую им строить отношения по очень близкой аналогии с формой LP. Сейчас этот законопроект сдерживается готовящимися поправками в Гражданский кодекс, который в действующем виде ничего подобного не позволяет. Минэкономразвития РФ совместно с Советом по кодификации договорилось о создании договора инвестиционного товарищества на основе договора простого товарищества, что уже будет соответствовать потребностям венчурных инвесторов.[175].

### 3.3. Перспективы развития рынка коллективных инвестиций

Основные перспективы рынка коллективных инвестиций связаны с развитием розничной составляющей и активным привлечение частных инвесторов. По итогам опроса участников рынка, проводившегося в рамках конференции «Будущее рынка доверительного управления в России»

---

[173] Там же.

[174] Наиболее близкий аналог в действующем Гражданском кодексе – это договор простого товарищества.

[175] Интервью директора Департамента корпоративного управления Минэкономразвития РФ И.В. Осколкова «Новому ГК – "да", ограничениям для бизнеса – "нет"» РИА «НОВОСТИ»,31 марта 2011 г. // Economy.gov.ru - 01.04.2011

«локомотивом» рынка ДУ в 2011 году должны стать розничные ПИФы и пенсионные средства (эти ответы набрали по 32% голосов), при этом в качестве приоритетно направление развития бизнеса для своей УК в ближайшие 3 года уверенно лидирует розница (58%). «Скоро может развернуться посткризисная борьба за частных пайщиков и розничных клиентов по ДУ, - считает Павел Самиев, заместитель генерального директора рейтингового агентства «Эксперт РА». Возможно, активизируется и борьба за корпоративных клиентов: они постепенно отходят от состояния «инвестофобии», в которое впали в кризис, и теперь рассматривают в качестве объектов вложения свободных средств не только депозиты. Появляется спрос и на более сложные финансовые продукты. Те же страховщики — потенциально очень важная часть клиентской базы управляющих компаний. Так что 2011 г., возможно, станет первым после кризис годом активного (и даже агрессивного) роста и передела рынка, особенно в сегменте розничных клиентов»[176].

Дополнительным стимулом к развитию может стать то, что розница – это высокодоходный сегмент: если в ПИФах средние ставки вознаграждения за управление УК составляют 2,5%, то для индивидуального доверительного управления этот показатель находится в среднем на уровне 1,5%[177].

Развитие рынка для частных клиентов предполагает необходимость развития серьезных партнерских программ с банками, усиление существующие каналов продаж, разработку комплексных программы продвижения услуг, расширение каналов продаж[178]. В связи с этим может возникнуть необходимость для УК в сотрудничестве с банками и другими крупными финансовыми учреждениями. «Стоимость дистрибуции – основной источник издержек у любого доверительного управляющего, -

---

[176] *Самиев П.* Управляющие компании возвращаются к кэптивности — головной боли меньше // Ведомости - 28.02.2011

[177] *Кривошеева И.В.* Выступление на конференции «Будущее рынка доверительного управления в России» » [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.raexpert.ru/project/trust_management/2011/speach/krivosheeva_trust_management2011, свободный.

[178] Материалы конференции «Будущее рынка доверительного управления в России» [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.raexpert.ru/project/trust_management/2011/resume, свободный.

отмечает Анатолий Милюков, руководитель бизнеса доверительного управления активами группы Газпромбанка. Если вы аффилированы с кем-то, то это существенно дешевле»[179]. Подобное сотрудничество дает доступ к филиальной сети, которая продает не только ПИФы (что очень дорого при том количестве пайщиков, которые есть сейчас в России), доступ к корпоративной клиентской базе, что существенно понижает издержки на привлечение средств и позволяет сконцентрироваться на оставшемся рынке и на росте качества. «Также это дает критическую массу активов управления, которая необходима для формирования и покрытия издержек, считает Анатолий Милюков. В подобном случае вы сможете создавать конкурентоспособный продукт и стать лучше конкурентов» [180].

Среди прочих тенденций можно выделить следующие:

- ✓ приход на российский рынок иностранных компаний, а также появления УК, принадлежащих различным финансово-промышленным холдингам, которые пока слабо представлены на фондовом рынке[181],
- ✓ появления на рынке облигаций, эмитенты которых инвестируют средства в инфраструктурные проекты в рамках государственно-частного партнерства[182],
- ✓ продолжение тренда замыкания УК внутри холдингов и превращения в кэптивы[183],
- ✓ сотрудничество с банками для расширения каналов продаж[184],
- ✓ создание новых продуктов для максимального удовлетворения

---

[179] *Милюков А.А.* Выступление на конференции «Будущее рынка доверительного управления в России» » [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.raexpert.ru/project/trust_management/2011/speach/milukov_trust_management2011, свободный.

[180] *Там же.*

[181] Президент НЛУ: «Через три-пять лет мы перерастем российский фондовый рынок» // РБК daily - [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: http://www.pif.investfunds.ru/news/19785, свободный. – Загл. с экрана. - Размещ. 19.04.2011.

[182] *Сухорукова Е.* Рынок капитала: рынок закалился // Ведомости - 21.12.2010.

[183] *Самиев П.* Управляющие компании возвращаются к кэптивности — головной боли меньше // Ведомости - 28.02.2011.

[184] Материалы конференции «Будущее рынка доверительного управления в России» [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.raexpert.ru/project/trust_management/2011/resume, свободный. – Загл. с экрана.

потребностей клиентов и привлечения новых[185].

Если говорить о долгосрочных перспективах, то необходимо отметить следующие важные моменты. В целом сфера коллективных инвестиций будет расти и развиваться, но качество этих процессов может быть разным. При сохранении неблагоприятных тенденций и отсутствия решительных действий как со стороны профессионального сообщества, так и государства можно ожидать лишь незначительное увеличение количественных показателей таких, как роста активов под управлением. При разумных усилиях всех заинтересованных сторон можно добиться качественно другого результата и вывести отрасль на новый уровень, как это смогли сделать в прошлом другие страны – и развитые, и развивающиеся. Для этого необходимо сосредоточить усилия на основных направлениях:

- ✓ законодательство и регулирование – они должны стимулировать, а не сдерживать развития;
- ✓ саморегулирование – усиление позиций профессиональных СРО должно способствовать объединению разрозненных сейчас действий отдельных участников рынка, а также построению конструктивного диалога с государством и повышению уровня профессиональной этики в данной сферы;
- ✓ социальная значимость – необходимо активное включение населения, для чего требуется как совершенствование самих УК, так и работа с населением;
- ✓ инфраструктура – привлечение УК к участию в крупных государственных и частных инвестиционных проектах позволит обеспечить сохранность средств и высокое качество контроля и управления;
- ✓ объекты инвестиций – расширение списка объектов инвестиций как путем снятия действующих ограничений, так и путем ввода новых позволит повысить качество риск-менеджмента и возможности УК по эффективному управлению активами.

[185] *Рахманов А*. Рынки капитала: Слово за государством // Ведомости - 21.12.2010.

В завершении главы сделаем краткий вывод. Как уже говорилось ранее, к 2011 году объем рынка достиг докризисного уровня. Однако интенсивному развитию отрасли препятствует целый комплекс проблем. Среди них можно выделить следующие:

- ✓ Неблагоприятные изменения в законодательстве (особенно в налоговом) поставили под вопрос существование значительного и быстрорастущего сегмента – ЗПИфов, а также неблагоприятно сказались на деятельности всех остальных сегментов.
- ✓ Кэптивность рынка (особенно высок этот показатель для 2-х основных составляющих рынка коллективных инвестиций – ПИФов и НПФов) мешает его развитию и ставит под сомнение возможность его дальнейшего роста.
- ✓ Обособленность, невключенность в инфраструктуру финансового рынка и, как следствие, в инвестиционный проекты как государственного уровня, так и частные не позволяет выполнять отрасли важную роль источника «длинных» денег, необходимых для стабильного и долгосрочного развития экономики.
- ✓ Низкая социальная значимость рынка (даже по сравнению с развивающимися странами Россия значительно отстает по этому показателю), обусловленная невовлеченностью населения, препятствует оперативному решению актуальных проблем отрасли и снятию преград на пути к её развитию.
- ✓ Настороженное отношение населения к данной сфере, вызванное как низким уровнем финансовой грамотности, так и обусловленное историческими событиями (например, финансовые пирамиды 90-х), заставляет розничных инвесторов в большинстве случаев сделать выбор в пользу банковских продуктов (более простых и понятных).
- ✓ Ограниченный список инструментов, доступных для УК на российском рынке значительно снижает как эффективность управления, так и

возможности для осуществления риск-менеджмента.[186]

- ✓ Отсутствие единой и продуманной стратегии развития отрасли со стороны государства, а также низкий уровень вовлеченности участников в решение проблем регулирования и развития приводит к разобщенным и противоречивым действиям, порой осложняющим нормальное функционирование рынка коллективных инвестиций и препятствующим его гармоничному развитию.

Еще в 2008 году при подготовке «Концепции развития финансового рынка России до 2020 г.» по результатам глубокого анализа состояния российского финансового рынка был выделен целый комплекс проблем, связанных с рынком коллективных инвестиций[187]:

- ✓ Отсутствие широкого класса собственников, заинтересованных в развитии финансового рынка и повышении стоимости национального богатства.
- ✓ Низкая информационная прозрачность управляющих, низкое качество управления рисками в УК.
- ✓ Неоптимальная структура рынка коллективного инвестирования
- ✓ Отсутствие возможностей вложения в инструменты секьюритизации, инфраструктурные облигации[188].

Можно заметить, что в настоящий момент, т.е. 3 года спустя, принципиального продвижения в решении существующих проблем не произошло, при этом к ним еще добавились и дополнительные[189].

Но стоит отметить, что существуют и положительные тенденции в отношении решения проблем и развития коллективных инвестиций в России

---

[186] По расчетам НЛУ уже через три-пять лет на отечественном фондовом рынке не останется достаточного числа инструментов, в которые управляющие смогут инвестировать активы.

[187] Подробнее см. Приложение Ш.

[188] Концепция развития финансового рынка России до 2020 г. Совместный проект Рейтингового агентства «Эксперт РА» и Ассоциации региональных банков России. Осуществляется под эгидой Общественной Палаты РФ [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.raexpert.ru/strategy/conception, свободный. – Загл. с экрана.

189 Отдельно хотелось бы отметить взаимосвязь существующих проблем – важно понимать, 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.

и даже применения инноваций в данной сфере, рассмотрению которых был посвящен параграф 3.2.

Если говорить о перспективах коллективных инвестиций в России, то стоит иметь в виду два альтернативных сценария развития. Первый – что все останется на существующем уровне и не произойдет значительных изменений ни в количественных, ни в качественных показателях; второй – что будут предприняты необходимые усилия как со стороны государственных органов, так и со стороны участников рынка. Первый сценарий приведет к еще большему отсаванию от развитых стран и усугублению существующих проблем и противоречий. Второй сценарий может стать основой для укрепления позиций России на международной арене, залогом стабильного экономического развития и улучшения социально-экономической обстановки в стране. Сейчас подходящий момент для изменений в отрасли: решение задач развития может быть разработано и реализовано в рамках создания в РФ МФЦ[190]. Уже существуют предложения и программы по развитию отрасли коллективных инвестиций, необходима лишь их грамотная инициатива по их разработке и реализации.

[190] См. Приложение Ы.

## Заключение

Проведенное исследование состояния российского рынка коллективных инвестиций позволяет сделать следующие выводы:

1. Понятие «коллективное инвестирование» можно определить, как объединение средств инвесторов (физических и/или юридических лиц) под профессиональным управлением с целью получения дохода от инвестирования данных средств как единого пула активов.

Проведенный анализ и выделенные признаки институтов коллективного инвестирования позволяет сказать, что их общей идеей является объединение средств мелких инвесторов для получение дополнительных выгод, которые имелись лишь у крупных игроков. Этот процесс довольно распространен в истории и встречается на всех этапах развития общества и во всех сферах его жизни: будь то союз первобытных общин или создание  картелей именно объединение отдельных единиц в общее целое позволяло выживать и получать дополнительный эффект не только от консолидации, но и от синергии. Подобным образом построен и механизм коллективных инвестиций, которые помогают частным инвесторам путем объединения средств, выступать в качестве крупного и серьезного игрока.

2. На конец 2010 года российский рынок коллективных инвестиций практически полностью восстановился после кризиса и достиг объема 1,6 трлн. руб. Рынок продолжает плавно расти, причем рост обусловлен не притоком пенсионных средств, как это было ранее, а формированием новых ЗПИФов на фоне роста фондового рынка.

В структуре рынка ПИФы по прежнему занимают первое место. В их составе лидирующие позиции принадлежат ЗПИФам, причем в основном это достигается за счет ПИФов для квалифицированных инвесторов.

Если проводить сравнение с другими странами, то российский рынок коллективных инвестиций пока не обладает необходимым уровнем развития и выглядит достаточно слабым даже по сравнению с некоторыми

развивающимися странами, что свидетельствует о необходимости развития данной сферы для усиления не только внутренних, но и внешних позиций Российской Федерации.

3. Последние тенденции на российском рынке КИ в основном являются связаны с изменениями в законодательстве (ужесточением регулирования, изменением налогоообжения, расширением инструментов инвестирования и др.) и действиями участников рынка (изменением роли управляющих компаний, усилением конкуренции и, как следствие, расширением географии, введением новых продуктов, улучшением каналов продаж и др.). Отдельно стоит отметить зарождение тенденции перехода к развитию розничного сегмента, что характерно для всей сферы.

4. Что касается проблем, 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.

Основные моменты, осложняющие нормальное функционирование (не говоря уже о развитии) рынка коллективных инвестиций в России можно разделить на 3 основные группы (в соответствии с участниками формирующихся на рынке отношений – государством, населением и проф.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. Правда, стоит отметить, что существуют и положительные тенденции, отражающие поступательное движение отрасли, такие как развитие и внедрение инноваций.

Говоря о перспективах российского рынка коллективных инвестиций нельзя не заметить значительного потенциала – в настоящий момент лишь ничтожная часть населения вовлечена в эту сферу. Усиление роли

коллективных инвестиций и их активное развитие благоприятно сказались бы не только на экономической стабильности финансового рынка России, но и привели бы к увеличению его емкости, повышению уровня жизни населения, социально-экономическому развитию страны и усилению её позиций в международных отношениях. Таким образом, развитие рынка коллективных инвестиций могло бы стать основой стабильного развития, как внутреннего, так и внешнего, экономического, социального и политического.

Необходимым условием осуществления подобного сценария развития событий является не только преодоление существующих проблем, но и активное участие в развитие сферы как со стороны государства, так и со стороны участников рынка, их объединенные и целенаправленные действия могут привести к действительны выдающимся результатам. Настоящий момент можно характеризовать подходящий для подобных изменений в направлении, скорости и качестве развития – программа по развитию российского финансового рынка до 2020 года и создание Международного финансового центра в Москве создают подходящие условия для таких изменений.

Значимость приведенного исследования определяется высокой актуальностью рассмотренных проблем и вопросов, а также глубиной проведенной аналитической работы по изучению теоретических и практических аспектов.

Применение на практике полученных результатов может найти отражение как в коммерческой деятельности участников рынка, так и в подготовке документов по развитию сферы коллективных инвестиций в России.

С целями и задачами дипломной работы, поставленными во введении, полученные результаты полностью соотносятся.

## Список литературы

**Нормативные правовые акты и иные документы органов власти**

1. Федеральный закон от 29.11.2001 N 156-ФЗ (ред. от 27.07.2010) "Об инвестиционных фондах" (принят ГД ФС РФ 11.10.2001) (ред. от 27.07.2010) [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

2. Федеральный закон от 07.05.1998 N 75-ФЗ (ред. от 27.07.2010) "О негосударственных пенсионных фондах" (принят ГД ФС РФ 08.04.1998) (ред. от 27.07.2010) [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

3. Федеральный закон от 24.07.2002 N 111-ФЗ (ред. от 27.07.2010) "Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации" (принят ГД ФС РФ 26.06.2002) (с изм. и доп., вступающими в силу с 01.01.2011) [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

4. Федеральной закон от 18.07.2009 N 190-ФЗ "О кредитной кооперации" (принят ГД ФС РФ 03.07.2009) [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

5. Указ Президента РФ от 01.07.1996 N 1008 (ред. от 16.10.2000) "Об утверждении Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации" [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

6. Распоряжение Правительства РФ от 17.11.2008 N 1663-р (ред. от 14.12.2009) «Об утверждении основных направлений деятельности Правительства РФ на период до 2012 года и перечня проектов по их реализации» [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

7. Распоряжение Правительства РФ от 29.12.2008 N 2043-р «Об утверждении Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года» [Электронный ресурс]. – Электронные дан. –

Справочная правовая система «Консультант Плюс».

8. Приказ Минфина РФ от 18.11.2005 N 140н "Об утверждении Порядка расчета результатов инвестирования средств пенсионных накоплений для их отражения в специальной части индивидуальных лицевых счетов застрахованных лиц" (Зарегистрировано в Минюсте РФ 26.12.2005 N 7301) [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

**Документальные и статистические публикации, материалы архивов**

9. Материалы шестой ежегодной профессиональной конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010 г., Москва, Центр международной торговли (ЦМТ).

**Книги и диссертации**

10. Блохина Т. К. Институциональные инвесторы в концепции развития российского фондового рынка: дис. … док. эконом. наук. – М. – 200.

11. Колесников В. Н. Ценные бумаги//В. Н. Колесников, В.С. Торкановский, - М.: Финансы и статистика, 1998.

12. Корнев В.С. Тенденции развития институциональных инвесторов на российском рынке ценных бумаг: дис. …канд. эконом. наук. – М., 2007.

13. Рубцов. Б. Б. Мировые рынки ценных бумаг. - М.: Экзамен, 2002.

14. Шарп, У. Инвестиции : пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. – М. : ИНФРА-М, 2009.

**Периодические издания**

15. Беляева М. Управляющие компании в системе частно-государственного партнерства в сфере инноваций // Финансы и кредит - 13.07.2009.

16. В венчурной индустрии деньги - необходимый компонент, но недостаточный // Рынок ценных бумаг - 31.01.2010.

17. Вержбицкий А. Российских футболистов упакуют в фонды на продажу // РБК daily от14.04.2011.

18. Внешэкономбанк не будет администрировать Фонд прямых

инвестиций // Вести.Ru [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.pif.investfunds.ru/news/19859, свободный. – Загл. с экрана. - Размещ. 22.04.2011.

19. Д.Медведев: Фонд прямых инвестиций в России появится в начале лета // РБК daily от 18.04.2011

20. Интервью директора Департамента корпоративного управления Минэкономразвития РФ И.В. Осколкова «Новому ГК – "да", ограничениям для бизнеса – "нет"» РИА «НОВОСТИ», 31 марта 2011 г. // [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: Economy.gov.ru, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 01.04.2011.

21. Камара С. Мегерегулятор Миловидова// Газета «Газета» от 4.03.11.

22. Коваль Л. Глобальный фонд в ПИФе // Ведомости № 24 (2790) от 11.02.2011.

23. Кошкаров А. Анатолий Гавриленко создает крупнейший в мире арт-фонд на полтора миллиарда долларов // РБК daily от 03.03.2011.

24. Ломтатидзе О. В Проблема защиты прав частных инвесторов в системе регулирования финансового рынка//. Финансы и кредит 17.01.2011.

25. Ломтатидзе О. В Проблемы регулирования деятельности негосударственных пенсионных фондов //. Финансы и кредит 19.07.2010.

26. Ломтатидзе О. В Проблемы формирования эффективной пенсионной системы России //. Финансы и кредит 21.06.2010.

27. Мазунин А. Паи в Европу // КоммерсантЪ № 64 (4605) от 13.04.2011

28. Мамаев Ю.П. Аналитическая записка «Общее состояние и движение рынка НПФ по основным показателям» [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: pensionreform.ru, свободный. – Загл. с экрана.

29. Наиля Аскер-заде «Я сделал то, что хотел», — Владимир Миловидов, руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам // Ведомости №63 (2829) от 11.04.2011.

30. Ноздрева И. Е. Небанковские институциональные инвесторы:

зарубежный и отечественный опыт// дис. – М.- 2002.

31. Олег Кессо Пифы в спячке // Д-штрих №6 2011 г.

32. Президент НЛУ: «Через три-пять лет мы перерастем российский фондовый рынок» // РБК daily - [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: http://www.pif.investfunds.ru/news/19785, свободный. – Загл. с экрана. - Размещ. 19.04.2011.

33. Придачук М.П. Проблемы и перспективы развития российской пенсионной системы // Финансы и кредит - 08.11.2010.

34. Рахманов А. Рынки капитала: Слово за государством // Ведомости - 21.12.2010.

35. Рожков А. С БРИК на паях // Ведомости №124 (2642) от 08.07.2010.

36. Рожков А.Доверие ценой в 10 трлн руб. // Ведомости №76 (2842) от 28.04.2011.

37. Самиев П. Управляющие компании возвращаются к кэптивности — головной боли меньше // Ведомости - 28.02.2011.

38. Сухорукова Е. Рынок капитала: рынок закалился // Ведомости - 21.12.2010.

39. Убытки на высшем уровне. НПФ ищут справедливого регулирования у президента и премьера. // КоммерсантЪ № 71 (4612) от 22.04.2011.

40. УК Тройка Диалог совмещает преимущества инвестирования в драгметаллы и бумаги компаний сектора // Investfunds [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.pif.investfunds.ru/news/18963, свободный. – Загл. с экрана. - Размещ. 03.03.2011.

41. Эксперты УК "ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс" прокомментировали зарегистрированный фонд. // Investfunds [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.pif.investfunds.ru/news/18747, свободный. – Загл. с экрана. - Размещ. 17.02.2011.

**Электронные ресурсы**

42. Концепция развития финансового рынка России до 2020 г. Совместный

проект Рейтингового агентства «Эксперт РА» и Ассоциации региональных банков России. Осуществляется под эгидой Общественной Палаты РФ [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.raexpert.ru/strategy/conception, свободный. – Загл. с экрана.

43. Материалы конференции «Будущее рынка доверительного управления в России» [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.raexpert.ru/project/trust_management/2011/resume, свободный. – Загл. с экрана.

**Литература на иностранных языках**

44. Averting the Old-Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth, World Bank 1994.

45. Benchmark your Global Fund Distribution// PricewaterhouseCoopers. Asset Management - March 2011 [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.pwcgfd.com, свободный. – Загл. с экрана.

46. Council directive of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (85/611/EEC)// Official Journal - L 375, 31.12.1985.

47. Directive 2001/107/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002// Official Journal - L 41, 13.2.2002.

48. Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002// Official Journal - L 41, 13.2.2002.

49. Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)// Official Journal - L302/32, 17.11.2009.

50. EFAMA – Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2010 and Results for the Full Year 2010 [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.efama.org, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2011.

51. European nations begin seizing private pensions // Adam Smith Institute - [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.csmonitor.com/Business/The-Adam-Smith-Institute-Blog/2011/0102/ European-nations-begin-seizing-private-pensions, свободный. – Загл. с экрана.

52. Final report on elements of international regulatory standards on fees and expenses of investment funds// IOSCO – 2004.

53. Global Pension Asset Study 2011// Towers Watson.

54. Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets. // Bank for International Settlements, Basle, 2003.

55. Investment Company Fact Book 2010. 50th edition .A Review of Trends and Activity in the Investment Company Industry // Investment Company Institute [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.icifactbook.org, свободный. – Загл. с экрана.

56. Profits Not Passion, New Classic Car Fund Launches// Deidre Woollard, [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.passioninvestor.com/2011/01/30/profits-not-passion-new-classic-car-fund-launches/, свободный. – Загл. с экрана.

57. Thompson J., Choi S-M., Government Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries// OECD, Paris, 2001.

58. Towards the next generation: moving from UCITS III to UCITS IV// RBC DEXIA Investor Services, May 2009.

59. UCITS IV at a glance// PricewaterhouseCoopers [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.pwc.com/lu, свободный. – Загл. с экрана.

60. Worldwide Mutual Fund Assets And Flows. Fourth Quarter 2010 // Investment Company Institute [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.ici.org, свободный. – Загл. с экрана.

# Приложения

## *Приложение А*

## *Significant Events in Fund History*[191]

**1774** Dutch merchant and broker Adriaan van Ketwich invites subscriptions from investors to form a trust, the Eendragt Maakt Magt, with the aim of providing investment diversification opportunities to investors of limited means.

**1868** The Foreign and Colonial Government Trust, the precursor to the U.S. investment fund model, is formed in London. This trust provides "the investor of moderate means the same advantages as large capitalists…"

**1924** The first mutual funds are established in Boston.

**1933** The Securities Exchange Act of 1934 authorizes the Securities and Exchange Commission (SEC) to provide for fair and equitable securities markets.

**1934** The Securities Exchange Act of 1934 authorizes the Securities and Exchange Commission (SEC) to provide for fair and equitable securities markets.

**1936** The Revenue Act of 1936 establishes the tax treatment of mutual funds and their shareholders. Closed-end funds were covered by the Act in 1942.

**1940** The Investment Company Act of 1940 is signed into law, setting the structure and regulatory framework for registered investment companies. The forerunner to the National Association of Investment Companies (NAIC) is formed. The NAIC will become the Investment Company Institute.

**1944** The NAIC begins collecting investment company industry statistics.

**1951** The total number of mutual funds surpasses 100, and the number of shareholder accounts exceeds one million for the first time.

**1954** Households' net purchases of fund shares exceed those of corporate stock. NAIC initiates a nationwide public information program emphasizing the role of investors in the U.S. economy and explaining the concept of investment companies.

**1955** The first U.S.-based international mutual fund is introduced.

**1961** The first tax-free unit investment trust is offered. The NAIC changes its name to the Investment Company Institute (ICI) and welcomes fund advisers and underwriters as members.

**1962** The Self-Employed Individuals Tax Retirement Act creates savings opportunities (Keogh plans) for self-employed individuals.

**1971** Money market funds are introduced.

**1974** The Employee Retirement Income Security Act (ERISA) creates the individual retirement account (IRA) for workers not covered by employer-sponsored retirement plans.

**1976** The Tax Reform Act of 1976 permits the creation of municipal bond funds. The first retail index fund is offered.

---

[191]Worldwide Mutual Fund Assets And Flows. Fourth Quarter 2010 // Investment Company Institute [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.ici.org, свободный. – Загл. с экрана.

**1978** The Revenue Act of 1978 creates new Section 401(k) retirement plans and simplified employee pensions (SEPs).

**1981** The Economic Recovery Tax Act establishes "universal" IRAs for all workers. IRS proposes regulations for Section 401(k).

**1986** The Tax Reform Act of 1986 reduces IRA deductibility.

**1987** ICI welcomes closed-end funds as members.

**1989** Mutual fund assets top $1 trillion.

**1993** The first exchange-traded fund (ETF) shares are issued.

**1996** Enactment of the National Securities Markets Improvement Act of 1996 (NSMIA) provides a more rational system of state and federal regulation, giving the SEC exclusive jurisdiction for registering and regulating mutual funds, exchange listed securities, and larger advisers. States retain their anti-fraud authority and responsibility for regulating non-exchange listed offerings and smaller advisers. The Small Business Job Protection Act creates SIMPLE plans for employees of small businesses.

**1997** The Taxpayer Relief Act of 1997 creates the Roth IRA and eliminates restrictions on portfolio management that disadvantage fund shareholders.

**1998** The SEC approves the most significant disclosure reforms in the history of U.S. mutual funds, encompassing "plain English," fund profiles, and improved risk disclosure.

**1999** The Gramm-Leach-Bliley Act modernizes financial services regulation and enhances financial privacy.

**2001** Enactment of the Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act (EGTRRA) of 2001 significantly expands retirement savings opportunities for millions of working Americans.

**2003** The Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act (JGTRRA) provides mutual fund shareholders with the full benefits of lower tax rates on dividends and capital gains.

**2006** Enactment of the Pension Protection Act (PPA) and the Tax Increase Prevention and Reconciliation Act provides incentive for investors young and old to save more in tax-deferred and taxable investment accounts.

**2008** - SEC votes to adopt Summary Prospectus rule.
- Reserve Primary Fund fails to maintain $1.00 NAV, becoming the second money market fund in 25 years to "break a dollar."

**2009** - Money market fund assets hit $3.92 trillion, their highest level to date.
- The Money Market Working Group, a task force of senior industry executives, submits its report to the ICI Board. The Board endorses the Working Group's call for immediate implementation of new regulatory and oversight standards for money market funds.

**2010** - SEC adopts new rules and amendments to regulations governing money market funds.
- In *Jones v. Harris*, the U.S. Supreme Court unanimously upholds the Gartenberg standard under which courts have long considered claims of excessive fund advisory fees.

*Приложение Б*

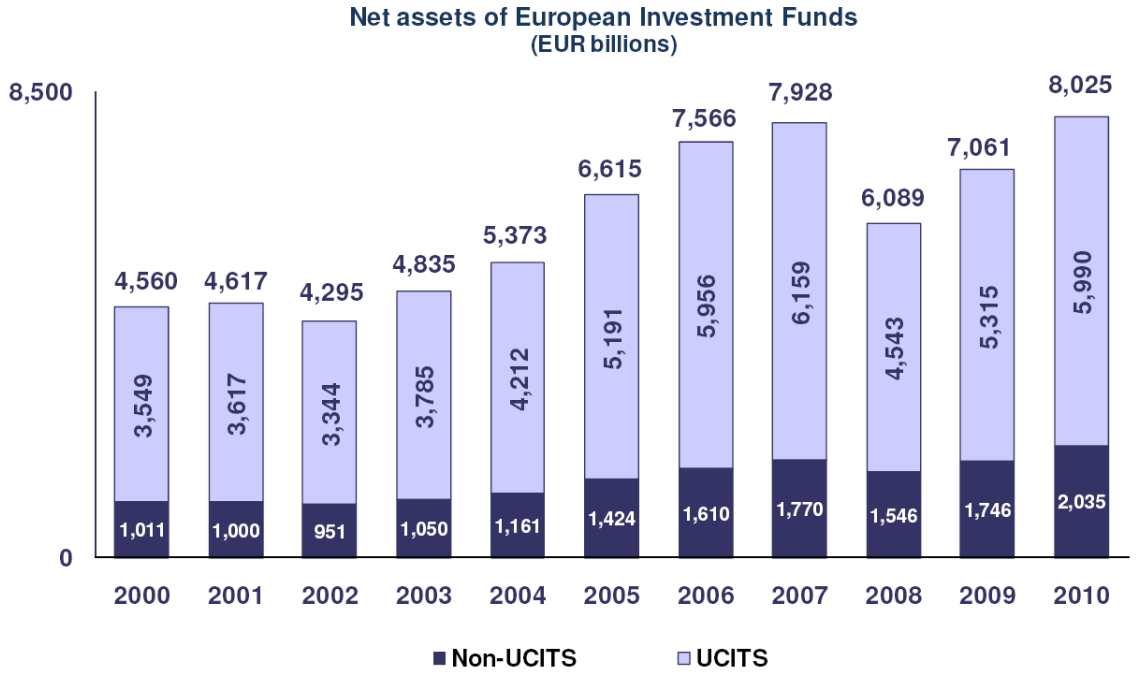
*Виды СКИ в мире и отдельных странах*

| Страна | Название | Комментарий |
|---|---|---|
| **Мир** | Exchange-traded funds or ETFs | An open-ended fund traded by listed shares on major stock exchanges. |
| | Real Estate Investment Trusts or REITs | A close-ended fund that invests in real estate. |
| | Sovereign investment funds | An investment fund created or controlled by a government, usually of a country with trade surpluses and abundant foreign monetary reserves. |
| **США** | Mutual Funds | Open-ended with a corporate or trust structure. |
| | Closed-end funds | Closed-ended with corporate structure. |
| | Unit Investment Trusts | Open-ended with a trust structure and limited duration. |
| | Exchange-traded funds or ETFs | Structured as mutual funds or unit investment trusts, but publicly traded. |
| **Англия** | Investment Trusts | Introduced 1868. Closed-ended with corporate structure. |
| | Unit Trusts | Introduced 1931. Open-ended with a trust structure. |
| | With-profits policy | Open-ended with a life policy structure. |
| | Unitised Insurance Funds | Introduced 1970s. Open-ended with a life policy structure. |
| | OEICs or ICVCs | Introduced 1997. Open-ended with a corporate structure. |
| | Exchange-traded funds (ETFs) | Open-ended with a corporate structure. |
| **Канада** | Income Trusts | |
| | Labour Sponsored Funds | |
| | Mutual funds | |
| **Ирландия** | Common contractual fund | |
| **ЕС** | UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) | Open-ended CIS organized according to the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directives |
| | SICAVs | Société d'investissement à capital variable |
| **Франция и Люксембург** | FCP (Fonds commun de placement | Unincorporated investment fund or common fund |
| | SICAF (Société d'investissement à capital fixe | Investment company with fixed capital |
| | SICAV (Société d'investissement à capital variable | Investment company with variable capital |
| **Нидерланды и Бельгия** | BEVEK | Investment Company with variable capital |
| | BEVAK | Investment company with fixed capital |

| Страна | Название | Комментарий |
|---|---|---|
| | PRIVAK | Closed-end investment company |
| | | |
| **Швейцария** | open-ended | |
| | Anlagefonds | Unincorporated investment fund or common fund |
| | SICAV | Investment company with variable capital |
| | closed-ended | |
| | SICAF | Investment company with fixed capital |
| | Kommanditgesellschaft für Kapitalanlagen | Limited Partnership |
| **Греция** | Mutual Fund Managment Co. | |
| | Portfolio Investment Co. | |
| | Foreign UCITS/CIS in Greece | |
| **Украина** | Instytut spilnogo investuvannya, ISI (Investment Funds) | Private investment fund (Payovyi investytsiyny fond)<br>and<br>Public investment fund (Korporatyvny investytsiyny fund) |
| **Австралия** | Managed Investment Scheme | Per s 9 of the Corporations Act (Cth) 2001 |
| | Listed investment company | Closed-ended collective investment either corporate or trust based. Available since 1928. |
| | Unit trusts | Open-ended trust based investments often called Managed funds, managed investment schemes or unlisted managed funds. If the managed investment scheme is open for retail investors, the managed investment scheme must be registered with ASIC. An unregistered scheme has an Trustee whilst a registered scheme has an Responsible Entity. |

*Приложение В*

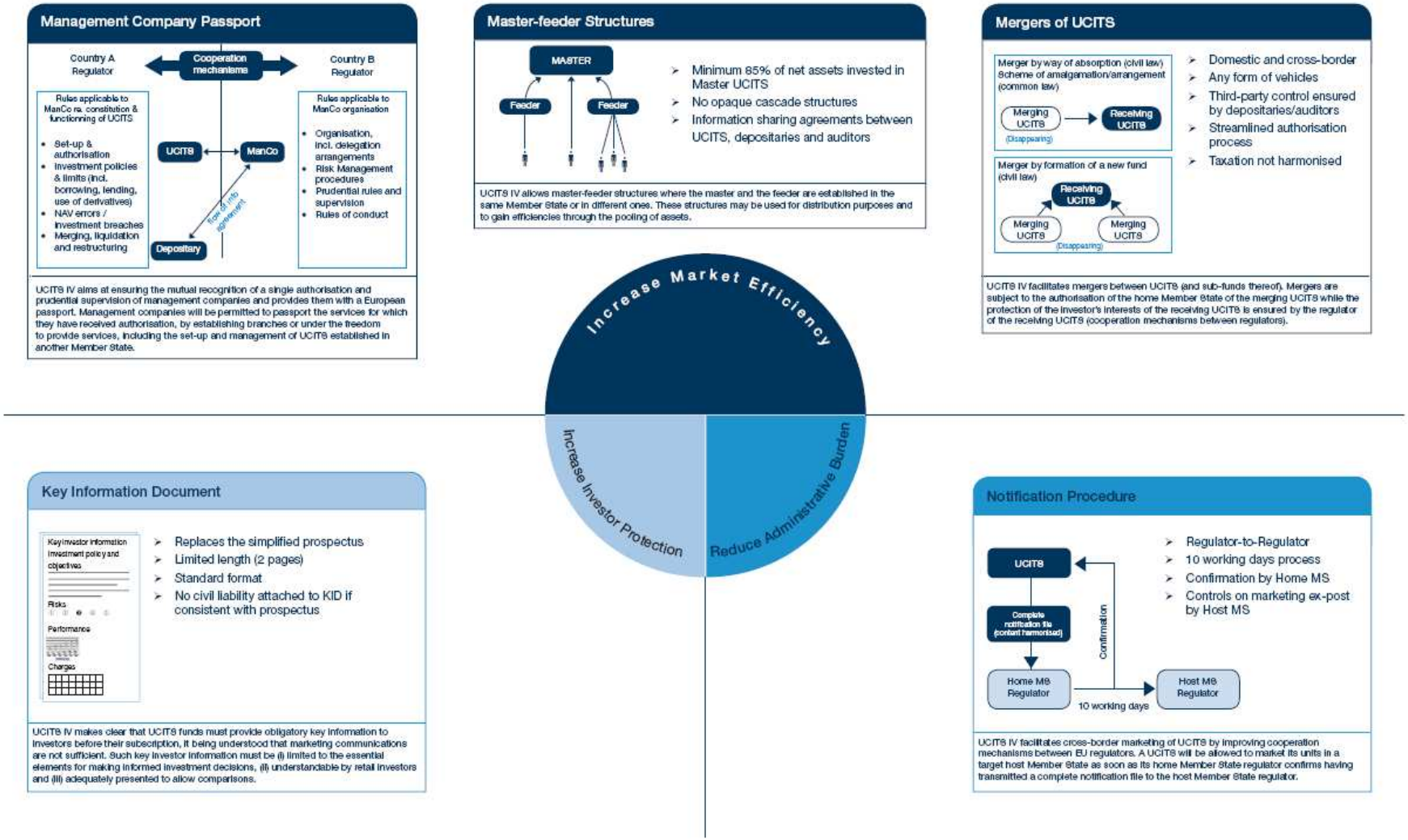
*По итогам 2010 года активы европейских инвестиционных фондов достигли 8,025 трлн. евро, из них 75% приходится на фонды UCITS*[192]




[192] EFAMA – Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2010 and Results for the Full Year 2010 [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.efama.org, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2011.

*Приложение Г*

*Основные изменения UCITS IV*[193]




[193] UCITS IV at a glance// PricewaterhouseCoopers [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.pwc.com/lu, свободный. – Загл. с экрана.

## *Приложение Д*

## *Описание основных изменений UCITS IV*[194]

| Changes introduced by UCITS IV | Description |
|---|---|
| Key Investor Information ("KII") | Objective: Enhance transparency and comparability through a short and standardised fact sheet, easy to read and understand by the end investor<br>▪ Simplified prospectus that is in place for all UCITS funds will be abolished and replaced by KII<br>▪ Pre-contractual document only, no civil liability attached to the document<br>▪ Shall be used without alterations or supplements in all Member States |
| Fund Mergers | Objective: Facilitate cross-border fund mergers to achieve economies of scale and increase average size per fund<br>▪ Dedicated and standardised European framework for fund mergers<br>▪ Applicable on cross-border and domestic funds, sub-funds and classes<br>▪ Clear and unique quorum requirements for all Member States<br>▪ Costs of merger in principle not to be charged to UCITS |
| Notification Procedure | Objective: Facilitate cross-border distribution by replacing a cumbersome country by country registration process by a mere notification<br>▪ Notification procedure between regulators: Home regulator to notify host regulator<br>▪ Only KII to be translated in language of host Member State<br>▪ Electronic transmission of legal documents |
| Management Company Passport | Objective: Allow a management company domiciled in one EU country to set up and manage funds domiciled in other EU countries<br>▪ Remote fund administration by Management Company ("ManCo") located in another Member State than the UCITS<br>▪ ManCo supervised for its organisation (risk management, conflict of interest, delegation arrangements, etc.) by its Home Member State Authority<br>▪ Authority of the Home Member State of the UCITS only authorised to supervise the constitution and functioning of the UCITS |
| Pooling | Objective: Achieve economies of scale and cost reductions by allowing Master-Feeder funds as a pooling technique<br>▪ Cross-border Master-Feeder structures<br>▪ Feeder to invest at minimum of 85% in another UCITS<br>▪ Information sharing between depositaries and auditors of Master and Feeder fund if different for Master and Feeder<br>▪ No fees charged to feeder upon subscription / redemption in Master fund<br>▪ All kinds of retrocessions by Master always in favour of Feeder |
| Regulator to Regulator Cooperation | Objective: Achieve regulatory alignment and reduce administrative burden by enhanced collaboration<br>▪ Exercising supervisory and investigatory powers either directly, in collaboration with other authorities, through delegation or as before through the judiciary<br>▪ Regulators required to inform other regulators on changes in organisational structures or license granting or withdrawal<br>▪ Regulators required to develop existing mechanisms for exchange of information to a more sophisticated model<br>▪ Delays imposed on answers for regulator to regulator requests<br>▪ Proceedings awaited to be similar to Markets in Financial Instruments Directive (MIFID) |

[194] Towards the next generation: moving from UCITS III to UCITS IV// RBC DEXIA Investor Services, May 2009.

*Приложение Е*

*Сравнение форм коллективных инвестиций в РФ*

| | **АИФ** | **ПИФ** | **НПФ** | **КС** | **ОФБУ** |
|---|---|---|---|---|---|
| **Орг.форма** | Открытое акционерное общество | Имущественный комплекс (без образования юр.лица) | Некоммерческая организация | Некоммерческая организация | Имущественный комплекс (без образования юр.лица) |
| **Цель создания** | Получение прибыли | Получение прибыли | Организация эффективного инвестирования пенсилнных накоплений | Организации финансовой взаимопомощи своих членов | Получение прибыли |
| **Документ, который выдается при вступлении** | Обыкновенная именная акция | Инвестиционный пай | Пенсионный договор (договор негосударственного пенсионного обеспечения) | Документ, подтверждающий членство в кредитном кооперативе | Сертификат долевого участия |
| **Является ли он ценной бумагой** | Да | Да | Нет | Нет | Нет |
| **Может ли он иметь вторичное обращение** | Да | Да | Нет | Нет | С ограничениями |
| **Объекты, передаваемые в управление** | Денежные средства и иное предусмотренное имущество (инвестиционные резервы) | Денежные средства (ОПИФ, ИПИФ)/ Денежные средства и иное предусмотренное имущество (ЗПИФ) | Денежные средства | Денежные средства | Денежные средства, ценные бумаги, природные драгоценные камни и драгоценные металлы, производные финансовые инструменты |

| | АИФ | ПИФ | НПФ | КС | ОФБУ |
|---|---|---|---|---|---|
| **Передача прав участия (за исключением случая наследования)** | Продажа акции | Продажа пая/ погашение | Нет | Нет | Переоформление сертификата долевого участия на другое лицо или группу лиц осуществляется на основании заявления, подаваемого владельцем сертификата долевого участия в кредитную организацию, создавшую ОФБУ |
| **Кто осуществляет инвестиционное управление** | Управляющая компания | Управляющая компания | Управляющая компания | Самоупраление (члены КС) | Банк |
| **Основной контролирующий орган** | ФСФР | ФСФР | ФСФР | Министерство финансов | Банк России |
| **Основной законодательный акт, регулирующий деятельность** | 156-ФЗ "Об инвестиционных фондах" | 156-ФЗ "Об инвестиционных фондах" | 75-ФЗ "О негосударственных пенсионных фондах" | 190-ФЗ "О кредитной кооперации " | Инструкция Банка России № 63 "О порядке осущест-вления операций довериительного управления и бухгалтерском учете этих операций кредит-ными организациями Российской Федерации" |
| **Особенности** | Возможность эмиссии ценных бумаг, средний уровень риска | Средний уровень риска, разнообразие форм и видов | Долгосрочные инвестиции, низкий уровень риска, сильное гос. регулирование | Кредитование своих членов, равные права членов вне зависимости от их доли участия | Самые высокие риски, слабое законодательное регулирование |

*Приложение Ж*

*План первоочередных мероприятий по реализации Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года*

| | Наименование | Вид документа | Срок представления в Правительство Российской Федерации | Срок внесения в Государственную Думу Федерального Собрания Российской Федерации | Ответственный исполнитель |
|---|---|---|---|---|---|
| | Внедрение механизмов, обеспечивающих широкое участие розничных инвесторов на финансовом рынке и защиту их инвестиций | | | | |
| 1. | Внесение изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и другие законодательные акты Российской Федерации (в части регулирования деятельности инвестиционных консультантов, а также предоставления услуг розничным инвесторам) | проект федерального закона | июнь 2009 г. | сентябрь 2009 г. | ФСФР России, Минэкономразвития России, Минфин России с участием Банка России |
| 2. | Внесение изменений в Федеральный закон "О рекламе" и другие законодательные акты Российской Федерации (в части совершенствования механизма регулирования рекламы финансовых услуг) | проект федерального закона | июль 2009 г. | октябрь 2009 г. | ФАС России, ФСФР России, Минэкономразвития России, Минфин России с участием Банка России |
| | Расширение спектра производных финансовых инструментов и развитие срочного рынка | | | | |
| 3. | Внесение изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации (в части введения механизма ликвидационного неттинга) | проект федерального закона | февраль 2009 г. | май 2009 г. | ФСФР России, Минэкономразвития России, Минфин России |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | с участием Банка России |
| 4. | Внесение изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" (в части порядка квалификации имущественных прав в качестве производных финансовых инструментов и возможности учета прав на такие инструменты по правилам, предусмотренным для учета и перехода прав на ценные бумаги) | проект федерального закона | сентябрь 2009 г. | декабрь 2009 г. | ФСФР России, Минэкономразвития России, Минфин России с участием Банка России |
| 5. | Внесение изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации (в части обеспечения использования механизмов срочного рынка при ценообразовании на товары, энергоносители и сырье) | проект федерального закона | октябрь 2009 г. | январь 2010 г. | Минэкономразвития России, ФСФР России, Минфин России, ФАС России с участием Банка России |
| | Создание широких возможностей для секьюритизации финансовых активов | | | | |
| 6. | Разработка проекта федерального закона "Об особенностях обеспечения исполнения финансовых обязательств", а также внесение изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации (в части секьюритизации финансовых активов) | проект федерального закона | март 2009 г. | июнь 2009 г. | ФСФР России, Минэкономразвития России, Минфин России с участием Банка России |
| 7. | Внесение изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации (в части инфраструктурных облигаций) | проект федерального закона | июнь 2009 г. | сентябрь 2009 г. | ФСФР России, Минэкономразвития России, Минфин России с участием Банка России |
| | Развитие и повышение эффективности инфраструктуры финансового рынка | | | | |
| 8. | Разработка проекта федерального закона "О клиринге и клиринговой деятельности", а также внесение | проект федерального закона | март 2009 г. | июнь 2009 г. | ФСФР России, Минэкономразвития России, |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона "О клиринге и клиринговой деятельности" | | | | Минфин России с участием Банка России |
| | Совершенствование правового регулирования финансового рынка | | | | |
| 9. | Внесение изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации (в части унификации требований к раскрытию информации о реальных собственниках (конечных бенефициарах) участников финансового рынка и определения единого федерального органа исполнительной власти, уполномоченного осуществлять государственную регистрацию выпусков (дополнительных выпусков) ценных бумаг) | проект федерального закона | август 2009 г. | ноябрь 2009 г. | ФСФР России, Минэкономразвития России, Минфин России с участием Банка России |
| | Снижение административных барьеров и упрощение процедур государственной регистрации выпусков ценных бумаг | | | | |
| 10. | Внесение изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации (в части упрощения процедуры эмиссии ценных бумаг акционерных обществ, ценные бумаги которых включены в котировальные списки фондовых бирж, изменения процедуры эмиссии акций при изменении их номинальной стоимости или изменении объема удостоверяемых ими прав, уточнения требований к раскрытию информации в проспекте ценных бумаг, установления требования об одинаковой номинальной стоимости акций всех категорий (типов), | проект федерального закона | июнь 2009 г. | сентябрь 2009 г. | ФСФР России, Минэкономразвития России, Минфин России с участием Банка России |

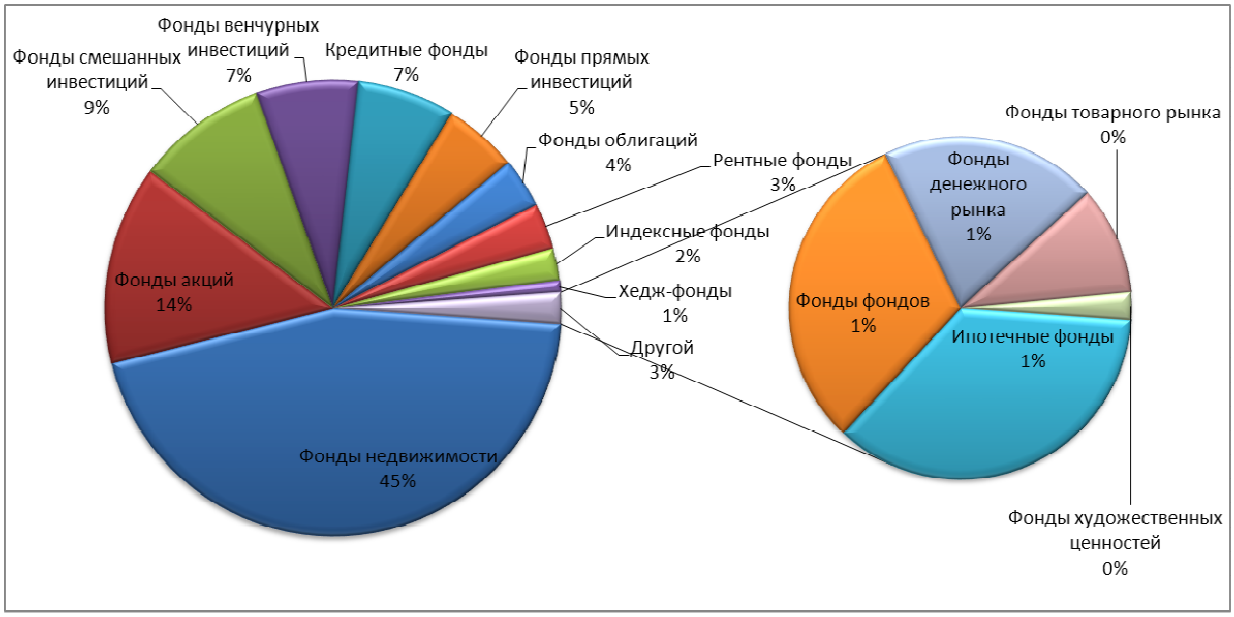
| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | совершенствования правового регулирования процедуры эмиссии ценных бумаг при реорганизации юридических лиц, а также создания условий для обращения ценных бумаг на торгах фондовой биржи только для квалифицированных инвесторов) | | | |
| 11. | Внесение изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" (в части упрощения процедуры эмиссии ценных бумаг для квалифицированных инвесторов) | проект федерального закона | ноябрь 2009 г. | февраль 2010 г. | ФСФР России, Минэкономразвития России, Минфин России с участием Банка России |
| | Обеспечение эффективной системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг | | | |
| 12. | Внесение изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" (в части совершенствования требований, связанных с раскрытием информации о лицах, являющихся реальными собственниками (конечными бенефициарами) российских акционерных обществ) | проект федерального закона | май 2009 г. | август 2009 г. | ФСФР России, Минэкономразвития России, Минфин России с участием Банка России |
| 13. | Внесение изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" (в части особенностей раскрытия информации по ценным бумагам, обеспеченным залогом имущественных прав (требований)) | проект федерального закона | октябрь 2009 г. | январь 2010 г. | ФСФР России, Минэкономразвития России, Минфин России с участием Банка России |
| | Развитие и совершенствование корпоративного управления | | | |
| 14. | Внесение изменений в Федеральный закон "Об акционерных обществах" (в части создания механизма избрания в состав совета директоров (наблюдательного совета) открытых акционерных обществ независимых директоров) | проект федерального закона | апрель 2009 г. | июль 2009 г. | ФСФР России, Минэкономразвития России, Минфин России с участием Банка России |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 15. | Внесение изменений в Федеральный закон "Об акционерных обществах" (в части совершенствования правового регулирования приобретения крупных пакетов акций открытых акционерных обществ) | проект федерального закона | июнь 2009 г. | сентябрь 2009 г. | ФСФР России, Минэкономразвития России, Минфин России с участием Банка России |
| | Предупреждение и пресечение недобросовестной деятельности на финансовом рынке | | | | |
| 16. | Внесение изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации (в части предоставления федеральному органу исполнительной власти в сфере финансовых рынков доступа к информации по специальным банковским счетам, открываемым профессиональными участниками рынка ценных бумаг и управляющими компаниями) | проект федерального закона | ноябрь 2009 г. | февраль 2010 г. | ФСФР России, Минэкономразвития России, Минфин России с участием Банка России |
| 17. | Проект федерального закона "О внесении изменений в Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях" (в части снижения штрафов в случаях, когда участником финансового рынка самостоятельно выявлены нарушения законодательства Российской Федерации в его сфере деятельности и о них этим участником уведомлен федеральный орган исполнительной власти в сфере финансовых рынков, а также добровольно представлена информация о принятых мерах по устранению нарушения) | проект федерального закона | декабрь 2009 г. | март 2010 г. | ФСФР России, Минэкономразвития России, Минфин России с участием Банка России |

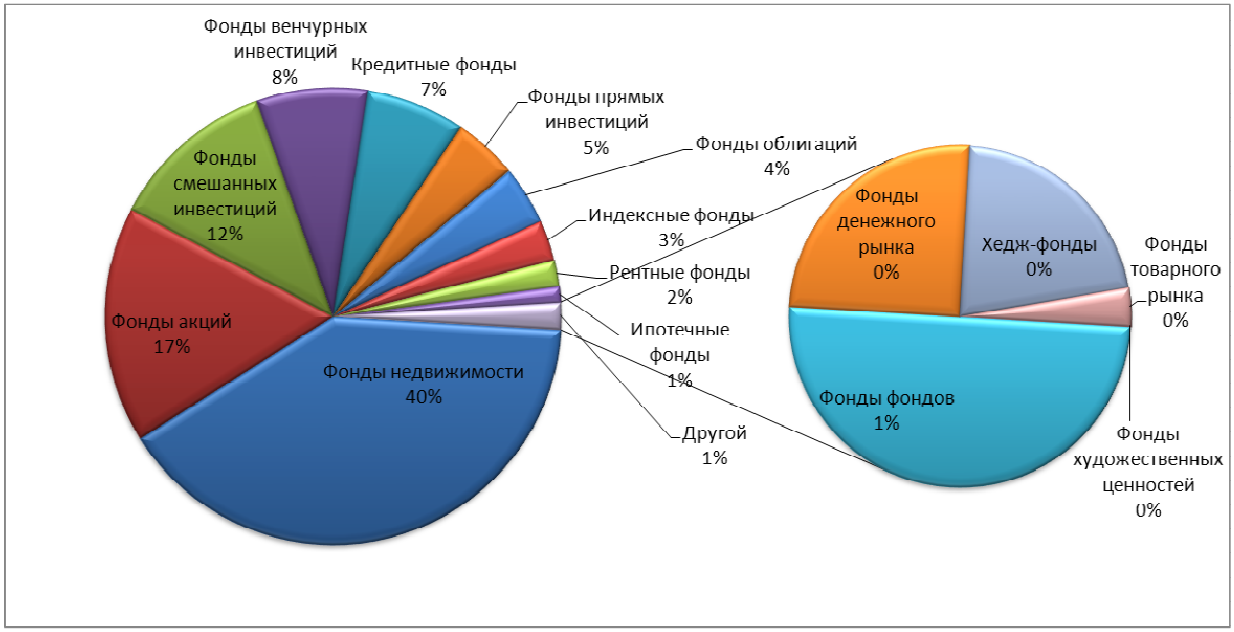
*Приложение 3*

*Динамика изменения распределения числа работающих ПИФов по категориям*[195]

На 01.01.2011

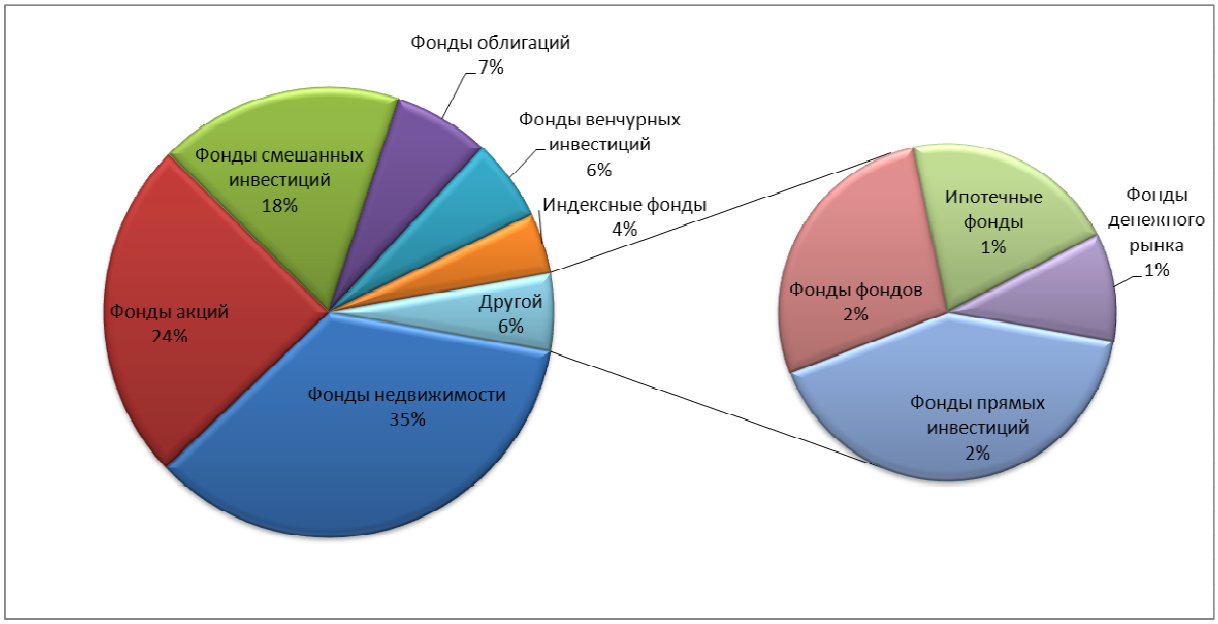



На 01.01.2010




[195] Данные НЛУ [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: nlu.ru, свободный.

На 01.01.2009


Фонды облигаций
7%
Фонды венчурных инвестиций
6%
Индексные фонды
4%
Другой
6%
Фонды недвижимости
35%
Фонды акций
24%
Фонды смешанных инвестиций
18%
Ипотечные фонды
1%
Фонды денежного рынка
1%
Фонды фондов
2%
Фонды прямых инвестиций
2%

## *Приложение И*

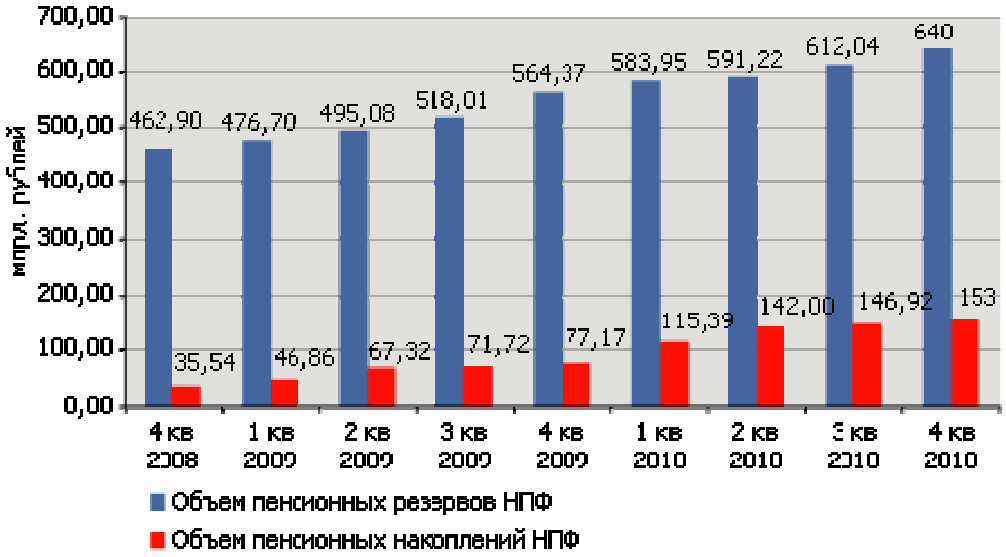
## *Общее состояние и движение рынка НПФ по основным показателям*[196]

| Расчетный период | | | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Собственное имущество | | В тыс. руб. | 17 029 500 | 23 331 500 | 45 103 000 | 63 162 200 | 125 818 000 | 215 803 587 | 344 345 957 | 514 784 794 | 603 079 429 | 579 429 176 | 742 496 695 |
| | | В % к пред.году | - | 37% | 93% | 40% | 99% | 72% | 60% | 49% | 17% | -4% | 28% |
| Пенсионные резервы | | В тыс. руб. | 10 525 480 | 15 642 446 | 33 641 223 | 51 417 342 | 89 557 189 | 169 792 406 | 277 364 968 | 405 228 805 | 472 888 829 | 462 897 720 | 564 372 538 |
| | | В % к пред.году | - | 49% | 115% | 53% | 74% | 90% | 63% | 46% | 17% | -2% | 22% |
| Пенсионные накопления | | В тыс. руб. | - | - | - | - | - | - | 2 006 783 | 9 964 707 | 26 756 580 | 35 541 076 | 77 168 309 |
| | | В % к пред.году | - | - | - | - | - | - | - | 397% | 169% | 33% | 117% |
| Совокупные пенсионные активы | | В тыс. руб. | - | - | - | - | - | - | 279 371 751 | 415 193 512 | 499 645 409 | 498 438 796 | 641 540 848 |
| | | В % к пред.году | - | - | - | - | - | - | - | 49% | 20% | -0,2% | 29% |
| ИОУД | | В тыс. руб. | - | - | - | - | - | 42 472 324 | 59 640 411 | 91 387 026 | 96 492 830 | 78 347 908 | 94 851 814 |
| | | В % к пред.году | - | - | - | - | - | - | 40% | 53% | 6% | -19% | 21% |
| Кол-во участников | Всего физических лиц | Чел. | 2 390 922 | 3 341 066 | 3 968 730 | 4 444 464 | 5 202 179 | 5 530 851 | 6 059 152 | 6 420 712 | 6 757 122 | 6 746 269 | 6 756 976 |
| | | В % к пред.году | - | 40% | 19% | 12% | 17% | 6% | 10% | 6% | 5% | -0,2% | 0,2% |
| | Из них, получающих негосударственную пенсию | Чел. | 259 299 | 281 011 | 330 502 | 351 092 | 428 812 | 500 606 | 704 781 | 865 457 | 1 026 178 | 1 131 423 | 1 274 535 |
| | | В % к пред.году | - | 8% | 18% | 6% | 22% | 17% | 41% | 23% | 19% | 10% | 13% |
| Количество застрахованных лиц | | Чел. | - | - | - | - | - | - | 604 568 | 902 632 | 1 877 215 | 3 639 289 | 5 680 170 |
| | | В % к пред.году | - | - | - | - | - | - | - | 49% | 108% | 94% | 56% |
| Средний счет накопительной части | | В тыс. руб. | - | - | - | - | - | - | 3,319 | 11,040 | 14,253 | 9,766 | 13,586 |
| | | В % к пред.году | - | - | - | - | - | - | - | 233% | 29% | -31% | 39% |
| Размер пенсионных резервов на 1 участника | | В тыс. руб. | 4,402 | 4,682 | 8,477 | 11,569 | 17,215 | 30,699 | 45,776 | 63,113 | 69,984 | 68,615 | 83,524 |
| | | В % к пред.году | - | 6% | 81% | 36% | 49% | 78% | 49% | 38% | 11% | -2% | 22% |
| Средняя пенсия | | В тыс.руб./мес. | 0,119 | 0,180 | 0,259 | 0,474 | 0,645 | 0,826 | 0,894 | 0,993 | 1,124 | 1,290 | 1,474 |
| | | В % к пред.году | - | 51% | 44% | 83% | 36% | 28% | 8% | 11% | 13% | 15% | 14% |

[196] Мамаев Ю.П. Аналитическая записка «Общее состояние и движение рынка НПФ по основным показателям» [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: pensionreform.ru, свободный. – Загл. с экрана.

*Приложение К*

*Объем пенсионных активов НПФ по итогам 2010 года*[197]




[197] По данным ФСФР и Эксперт РА [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.fcsm.ru, www.raexpert.ru, свободный.

*Приложение Л*

*Основные показатели рынка НПФ на 01.01.2010 и 01.01.2011*[198]

| **Наименование показателя** | **01.01.2010** | **01.01.2011** |
|---|---|---|
| *Собственное имущество фондов, млрд рублей* | 736 | 896 |
| *ИОУД, млрд рублей* | 95 | 104 |
| *Пенсионные резервы, млрд рублей* | 565 | 640 |
| *Пенсионные накопления, млрд рублей* | 77 | 153 |
| *Число участников, млн человек* | 6,8 | 6,8 |
| *Число застрахованных лиц, млн человек* | 5,7 | 7,6 |

[198] По данным ФСФР и Эксперт РА [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.fcsm.ru, www.raexpert.ru, свободный.

*Приложение М*

*Мировой опыт реализации успешных государственных программ формирования МФЦ*[199]

| | **Германия** | **Гонконг** | **Китай** | **Корея** |
|---|---|---|---|---|
| Снижение транзакционных издержек инвесторов | + | | + | |
| Снижение налогов или либерализация налогообложения | + | | | |
| Либерализация валютных операций и иностранных инвестиций | | + | + | + |
| Централизация рынков | + | + | | + |
| Специальные программы защиты интересов инвесторов | + | + | + | |
| Повышение прозрачности | + | | | |
| Адекватность финансовой отчетности | | + | + | |
| Стимулирование инвестиций населения и/или развития ИКИ | | + | + | |
| Стимулирование отдельных сегментов рынка | | | | + |

[199] По материалам конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010 г., Москва.

*Приложение Н*

*Целевые показатели развития финансового рынка Российской Федерации*[200]

| | 2008 год | 2020 год | 2020/2008 |
|---|---|---|---|
| Капитализация публичных компаний, трлн. рублей | 32,3 | 170 | 526% |
| Соотношение капитализации к валовому внутреннему продукту, процентов | 97,8 | 104 | 106% |
| Биржевая торговля акциями, трлн. рублей | 31,4 | 240 | 764% |
| Соотношение биржевой торговли акциями к валовому внутреннему продукту, процентов | 95,1 | 146 | 154% |
| Стоимость корпоративных облигаций в обращении, трлн. рублей | 1,2 | 19 | 1583% |
| Соотношение стоимости корпоративных облигаций в обращении к валовому внутреннему продукту, процентов | 3,6 | 12 | 333% |
| Активы инвестиционных фондов, трлн. рублей | 0,8 | 17 | 2125% |
| Пенсионные накопления и резервы негосударственных пенсионных фондов, трлн. рублей | 0,6 | 12 | 2000% |
| Соотношение активов инвестиционных фондов, пенсионных накоплений и резервов негосударственных пенсионных фондов к валовому внутреннему продукту, процентов | 4,2 | 18 | 429% |
| Годовой объем публичных размещений акций на внутреннем рынке по рыночной стоимости, трлн. рублей | 0,7 | 3 | 429% |
| Количество розничных инвесторов на рынке ценных бумаг, млн. человек | 0,8 | 20 | 2500% |
| Доля иностранных ценных бумаг в обороте российских бирж, процентов | - | 12 | 995% |

[200] Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года. (Распоряжение Правительства РФ от 29 декабря 2008 г. N 2043-р)

*Приложение О*

*Преимущества ETF для инвесторов*[201]

**Ликвидность для пайщика.** Биржевой спред на продукт находится в диапазоне 0,04-0,07%. Авторизованные маркет-мейкеры поддерживают ликвидность инвестиционных паев нового фонда. На настоящий момент других активно торгуемых на бирже индексных инвестиционных фондов на отечественном рынке нет.

**Следование индексу с минимальными отклонениями.** Разница в динамике стоимости пая ОПИФа индексного «Тройка Диалог – Индекс РТС Стандарт» и индекса RTS Standard не должна превышать 1% в год, в то время как некоторые индексные паевые инвестиционные фонды отстали в 2009 году от своих целевых индексов до 20%.

**Низкие издержки.** Новый фонд под управлением УК Тройка Диалог следует традиции снижения издержек и имеет совокупную ставку расходов (Total Expense Ratio, или TER) в два раза ниже среднерыночной. Комиссия управляющей компании будет составлять 1,1% до уплаты НДС, средняя комиссия по рынку для индексного фонда в России составляет 2,5%.

**Прозрачность.** ЗАО УК «Тройка Диалог» раскрывает структуру фонда на сайте ОАО «РТС». На данный момент трансляция структуры идет два раза в день, в дальнейшем это будет происходить в режиме реального времени. На основе данных об активах фонда биржа РТС рассчитывает и публикует в течение торговой сессии индикативную стоимость пая, исходя из котировок рынка RTS Standard. Таким образом, инвесторы всегда понимают справедливую стоимость пая, и данная практика способствует созданию прозрачного и ликвидного вторичного рынка паев. Индикативную стоимость пая можно узнать на странице фонда на сайте ОАО «РТС».

[201] Илларионов В.А., выступление на конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010 г., Москва.

*Для проф.участников:*

**Подушка ликвидности.** При погашении инвесторами паев гораздо удобнее продать ETF, чем попакетно реализовывать до нескольких десятков акций множества эмитентов в портфеле, некоторые из которых могут быть не очень ликвидны. В фонде фондов ситуация усугубляется длительностью вывода денег из ПИФов, купленных в портфель. Для решения этих проблем целесообразно иметь часть портфеля в ETF. В итоге:

- сохраняется целевая структура портфеля и
- уменьшаются транзакционные издержки.

**Синтетический выход в кэш.** Удобный способ хеджирования портфеля при ожиданиях снижения рынка - вместо продажи акций из портфеля можно пользоваться преимуществами рынка РТС Стандарт (расчеты Т+4): участник торгов продает в короткую ETF и поддерживает короткую позицию регулярно обновляя ее через брокера (беспоставочный режим). Таким образом можно открывать короткую позицию в индексе, по аналогии с использованием фьючерса.

**Возможность брать плечо на растущем рынке.** Система расчетов Т+4 позволяет купить ETF на объем, превышающий ГО на бирже до 6 раз, по сути аналог использования фьючерса.

**Реализация Core-Satellite strategy**. Доли портфелей открытых фондов могут составлять до 40% в ПИФах акций и до 50% в ПИФах смешанных инвестиций и НПФах. Соответственно, можно построить ядро фонда из индексного фонда, а в активно управляемой части докупить недооцененные рынком бумаги.

## *Приложение П*

## *Сравнение взаимных фондов по доле в совокупном СЧА, млн. долл.*[202]

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | % от мира |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **World** | **14 036 330** | **16 152 936** | **17 757 311** | **21 807 505** | **26 130 686** | **18 919 014** | **22 964 267** | **100,00%** |
| **Americas** | **7 957 560** | **8 780 593** | **9 750 205** | **11 469 062** | **13 422 271** | **10 580 945** | **12 597 242** | **54,86%** |
| United States | 7 402 420 | 8 095 082 | 8 891 108 | 10 396 508 | 12 000 645 | 9 602 605 | 11 120 726 | **48,43%** |
| **Europe** | **4 682 836** | **5 640 452** | **6 002 261** | **7 803 906** | **8 934 864** | **6 231 116** | **7 545 531** | **32,86%** |
| **Asia and Pacific** | **1 361 473** | **1 677 887** | **1 939 251** | **2 456 511** | **3 678 330** | **2 037 536** | **2 715 233** | **11,82%** |
| Luxembourg | 1 104 112 | 1 396 131 | 1 635 785 | 2 188 278 | 2 685 065 | 1 860 763 | 2 293 973 | **9,99%** |
| France | 1 148 446 | 1 370 954 | 1 362 671 | 1 769 258 | 1 989 690 | 1 591 082 | 1 805 641 | **7,86%** |
| Ireland | 360 425 | 467 620 | 546 242 | 855 011 | 951 371 | 720 486 | 860 515 | **3,75%** |
| Brazil | 171 596 | 220 586 | 302 927 | 418 771 | 615 365 | 479 321 | 783 970 | **3,41%** |
| United Kingdom | 396 523 | 492 726 | 547 103 | 755 156 | 897 460 | 504 681 | 729 141 | **3,18%** |
| Japan | 349 148 | 399 462 | 470 044 | 578 883 | 713 998 | 575 327 | 660 666 | **2,88%** |
| Canada | 338 369 | 413 772 | 490 518 | 566 298 | 698 397 | 416 031 | 565 156 | **2,46%** |
| China | N/A | N/A | N/A | N/A | 434 063 | 276 303 | 381 207 | **1,66%** |
| Germany | 276 319 | 295 997 | 296 787 | 340 325 | 372 072 | 237 986 | 317 543 | **1,38%** |
| Italy | 478 734 | 511 733 | 450 514 | 452 798 | 419 687 | 263 588 | 279 474 | **1,22%** |
| Spain | 255 344 | 317 538 | 316 864 | 367 918 | 396 534 | 270 983 | 269 611 | **1,17%** |
| Korea, Rep. of | 121 663 | 177 417 | 198 994 | 251 930 | 329 979 | 221 992 | 264 573 | **1,15%** |
| Sweden | 87 746 | 107 064 | 119 059 | 176 943 | 194 955 | 113 331 | 170 276 | 0,74% |
| Switzerland | 90 772 | 94 407 | 116 669 | 159 515 | 176 282 | 135 052 | 168 260 | 0,73% |
| India | 29 800 | 32 846 | 40 546 | 58 219 | 108 582 | 62 805 | 130 284 | 0,57% |
| South Africa | 34 460 | 54 006 | 65 594 | 78 026 | 95 221 | 69 417 | 106 261 | 0,46% |
| **Africa** | **34 460** | **54 006** | **65 594** | **78 026** | **95 221** | **69 417** | **106 261** | 0,46% |
| Austria | 87 982 | 103 709 | 109 002 | 128 236 | 138 709 | 93 269 | 99 628 | 0,43% |
| Denmark | 49 533 | 64 799 | 75 199 | 95 620 | 104 082 | 65 182 | 83 024 | 0,36% |
| Mexico | 31 953 | 35 157 | 47 253 | 62 614 | 75 428 | 60 435 | 81 552 | 0,36% |
| Norway | 21 994 | 29 907 | 40 122 | 54 065 | 74 709 | 41 157 | 71 170 | 0,31% |
| Finland | 25 601 | 37 658 | 45 415 | 67 804 | 81 136 | 48 750 | 66 131 | 0,29% |
| Taiwan | 76 205 | 77 328 | 57 301 | 55 571 | 58 323 | 46 116 | 58 297 | 0,25% |
| Chile | 8 552 | 12 588 | 13 969 | 17 700 | 24 444 | 17 587 | 34 227 | 0,15% |
| Liechtenstein | 8 936 | 12 543 | 13 970 | 17 315 | 25 103 | 20 489 | 30 329 | 0,13% |
| Poland | 8 576 | 12 014 | 17 652 | 28 957 | 45 542 | 17 782 | 23 025 | 0,10% |
| Turkey | 14 157 | 18 112 | 21 761 | 15 463 | 22 609 | 15 404 | 19 426 | 0,08% |
| New Zealand | 9 641 | 11 171 | 10 332 | 12 892 | 14 924 | 10 612 | 17 657 | 0,08% |
| Portugal | 26 985 | 30 514 | 28 801 | 31 214 | 29 732 | 13 572 | 15 808 | 0,07% |
| Greece | 38 394 | 43 106 | 32 011 | 27 604 | 29 807 | 12 189 | 12 434 | 0,05% |
| Hungary | 3 936 | 4 966 | 6 068 | 8 523 | 12 577 | 9 188 | 11 052 | 0,05% |
| Trinidad & Tobago | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 5 832 | 0,03% |
| Czech Republic | 4 083 | 4 860 | 5 331 | 6 490 | 7 595 | 5 260 | 5 436 | 0,02% |
| Argentina | 1 916 | 2 355 | 3 626 | 6 153 | 6 789 | 3 867 | 4 470 | 0,02% |
| Slovakia | 1 061 | 2 168 | 3 035 | 3 171 | 4 762 | 3 841 | 4 222 | 0,02% |
| **Russia** | **851** | **1 347** | **2 417** | **5 659** | **7 175** | **2 026** | **3 182** | **0,01%** |
| Slovenia | N/A | N/A | N/A | 2 484 | 4 219 | 2 067 | 2 610 | 0,01% |
| Pakistan | N/A | N/A | N/A | 2 164 | 4 956 | 1 985 | 2 224 | 0,01% |
| Philippines | 792 | 952 | 1 449 | 1 544 | 2 090 | 1 263 | 1 488 | 0,01% |
| Costa Rica | 2 754 | 1 053 | 804 | 1 018 | 1 203 | 1 098 | 1 309 | 0,01% |
| Romania | 29 | 72 | 109 | 247 | 390 | 326 | 1 134 | 0,00% |
| Bulgaria | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 226 | 256 | 0,00% |

[202] Расчеты по данным ICI (Investment Company Fact Book 2010. 50th edition .A Review of Trends and Activity in the Investment Company Industry // Investment Company Institute [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.icifactbook.org, свободный. – Загл. с экрана.)

## *Приложение Р*

## *Сравнение взаимных фондов по росту СЧА, млн. долл.*[203]

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | Рост СЧА с 2003 г. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **World** | **14 036 330** | **16 152 936** | **17 757 311** | **21 807 505** | **26 130 686** | **18 919 014** | **22 964 267** | **164%** |
| **Americas** | **7 957 560** | **8 780 593** | **9 750 205** | **11 469 062** | **13 422 271** | **10 580 945** | **12 597 242** | **158%** |
| Argentina | 1 916 | 2 355 | 3 626 | 6 153 | 6 789 | 3 867 | 4 470 | **233%** |
| Brazil | 171 596 | 220 586 | 302 927 | 418 771 | 615 365 | 479 321 | 783 970 | **457%** |
| Canada | 338 369 | 413 772 | 490 518 | 566 298 | 698 397 | 416 031 | 565 156 | **167%** |
| Chile | 8 552 | 12 588 | 13 969 | 17 700 | 24 444 | 17 587 | 34 227 | **400%** |
| Costa Rica | 2 754 | 1 053 | 804 | 1 018 | 1 203 | 1 098 | 1 309 | **48%** |
| Mexico | 31 953 | 35 157 | 47 253 | 62 614 | 75 428 | 60 435 | 81 552 | **255%** |
| Trinidad & Tobago | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 5 832 | |
| United States | 7 402 420 | 8 095 082 | 8 891 108 | 10 396 508 | 12 000 645 | 9 602 605 | 11 120 726 | **150%** |
| **Europe** | **4 682 836** | **5 640 452** | **6 002 261** | **7 803 906** | **8 934 864** | **6 231 116** | **7 545 531** | **161%** |
| Austria | 87 982 | 103 709 | 109 002 | 128 236 | 138 709 | 93 269 | 99 628 | **113%** |
| Belgium | 98 724 | 118 373 | 115 314 | 137 291 | 149 842 | 105 057 | 106 721 | **108%** |
| Bulgaria | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 226 | 256 | **113%** |
| Czech Republic | 4 083 | 4 860 | 5 331 | 6 490 | 7 595 | 5 260 | 5 436 | **133%** |
| Denmark | 49 533 | 64 799 | 75 199 | 95 620 | 104 082 | 65 182 | 83 024 | **168%** |
| Finland | 25 601 | 37 658 | 45 415 | 67 804 | 81 136 | 48 750 | 66 131 | **258%** |
| France | 1 148 446 | 1 370 954 | 1 362 671 | 1 769 258 | 1 989 690 | 1 591 082 | 1 805 641 | **157%** |
| Germany | 276 319 | 295 997 | 296 787 | 340 325 | 372 072 | 237 986 | 317 543 | **115%** |
| Greece | 38 394 | 43 106 | 32 011 | 27 604 | 29 807 | 12 189 | 12 434 | **32%** |
| Hungary | 3 936 | 4 966 | 6 068 | 8 523 | 12 577 | 9 188 | 11 052 | **281%** |
| Ireland | 360 425 | 467 620 | 546 242 | 855 011 | 951 371 | 720 486 | 860 515 | **239%** |
| Italy | 478 734 | 511 733 | 450 514 | 452 798 | 419 687 | 263 588 | 279 474 | **58%** |
| Liechtenstein | 8 936 | 12 543 | 13 970 | 17 315 | 25 103 | 20 489 | 30 329 | **339%** |
| Luxembourg | 1 104 112 | 1 396 131 | 1 635 785 | 2 188 278 | 2 685 065 | 1 860 763 | 2 293 973 | **208%** |
| Netherlands | 93 573 | 102 134 | 94 357 | 108 560 | 113 759 | 77 379 | 95 512 | **102%** |
| Norway | 21 994 | 29 907 | 40 122 | 54 065 | 74 709 | 41 157 | 71 170 | **324%** |
| Poland | 8 576 | 12 014 | 17 652 | 28 957 | 45 542 | 17 782 | 23 025 | **268%** |
| Portugal | 26 985 | 30 514 | 28 801 | 31 214 | 29 732 | 13 572 | 15 808 | **59%** |
| Romania | 29 | 72 | 109 | 247 | 390 | 326 | 1 134 | **3910%** |
| Russia | 851 | 1 347 | 2 417 | 5 659 | 7 175 | 2 026 | 3 182 | **374%** |
| Slovakia | 1 061 | 2 168 | 3 035 | 3 171 | 4 762 | 3 841 | 4 222 | **398%** |
| Slovenia | N/A | N/A | N/A | 2 484 | 4 219 | 2 067 | 2 610 | **105%** |
| Spain | 255 344 | 317 538 | 316 864 | 367 918 | 396 534 | 270 983 | 269 611 | **106%** |
| Sweden | 87 746 | 107 064 | 119 059 | 176 943 | 194 955 | 113 331 | 170 276 | **194%** |
| Switzerland | 90 772 | 94 407 | 116 669 | 159 515 | 176 282 | 135 052 | 168 260 | **185%** |
| Turkey | 14 157 | 18 112 | 21 761 | 15 463 | 22 609 | 15 404 | 19 426 | **137%** |
| United Kingdom | 396 523 | 492 726 | 547 103 | 755 156 | 897 460 | 504 681 | 729 141 | **184%** |
| **Asia and Pacific** | **1 361 473** | **1 677 887** | **1 939 251** | **2 456 511** | **3 678 330** | **2 037 536** | **2 715 233** | **199%** |
| Australia | 518 411 | 635 073 | 700 068 | 864 254 | 1 192 992 | 841 133 | 1 198 838 | **231%** |

[203] Расчеты по данным ICI (Investment Company Fact Book 2010. 50th edition .A Review of Trends and Activity in the Investment Company Industry // Investment Company Institute [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.icifactbook.org, свободный. – Загл. с экрана.)

| | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| China | N/A | N/A | N/A | N/A | 434 063 | 276 303 | 381 207 | **263%** |
| Hong Kong | 255 811 | 343 638 | 460 517 | 631 055 | 818 421 | N/A | N/A | **320%** |
| India | 29 800 | 32 846 | 40 546 | 58 219 | 108 582 | 62 805 | 130 284 | **437%** |
| Japan | 349 148 | 399 462 | 470 044 | 578 883 | 713 998 | 575 327 | 660 666 | **189%** |
| Korea, Rep. of | 121 663 | 177 417 | 198 994 | 251 930 | 329 979 | 221 992 | 264 573 | **217%** |
| New Zealand | 9 641 | 11 171 | 10 332 | 12 892 | 14 924 | 10 612 | 17 657 | **183%** |
| Pakistan | N/A | N/A | N/A | 2 164 | 4 956 | 1 985 | 2 224 | **103%** |
| Philippines | 792 | 952 | 1 449 | 1 544 | 2 090 | 1 263 | 1 488 | **188%** |
| Taiwan | 76 205 | 77 328 | 57 301 | 55 571 | 58 323 | 46 116 | 58 297 | **77%** |
| **Africa** | **34 460** | **54 006** | **65 594** | **78 026** | **95 221** | **69 417** | **106 261** | **308%** |
| South Africa | 34 460 | 54 006 | 65 594 | 78 026 | 95 221 | 69 417 | 106 261 | **308%** |

## *Приложение С*

## *Сравнение стран по числу взаимных фондов*[204]

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | % от мира |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **World** | **54 568** | **55 523** | **56 867** | **61 854** | **66 347** | **69 032** | **65 735** | **100%** |
| **Europe** | **28 541** | **29 306** | **30 060** | **33 151** | **35 210** | **36 780** | **33 054** | **50%** |
| **Americas** | **13 920** | **14 063** | **13 763** | **14 474** | **15 459** | **16 459** | **16 982** | **26%** |
| **Asia and Pacific** | **11 641** | **11 617** | **12 427** | **13 479** | **14 847** | **14 909** | **14 795** | **23%** |
| Luxembourg | 6 578 | 6 855 | 7 222 | 7 919 | 8 782 | 9 351 | 9 017 | 13,72% |
| Korea, Rep. of | 6 726 | 6 636 | 7 279 | 8 030 | 8 609 | 9 384 | 8 703 | 13,24% |
| France | 7 902 | 7 908 | 7 758 | 8 092 | 8 243 | 8 301 | 7 982 | 12,14% |
| United States | 8 125 | 8 040 | 7 974 | 8 117 | 8 026 | 8 022 | 7 691 | 11,70% |
| Brazil | 2 805 | 2 859 | 2 685 | 2 907 | 3 381 | 4 169 | 4 744 | 7,22% |
| Japan | 2 617 | 2 552 | 2 640 | 2 753 | 2 997 | 3 333 | 3 656 | 5,56% |
| Ireland | 1 978 | 2 088 | 2 127 | 2 531 | 2 898 | 3 097 | 2 721 | 4,14% |
| Spain | 2 471 | 2 559 | 2 672 | 3 235 | 2 940 | 2 944 | 2 588 | 3,94% |
| United Kingdom | 1 692 | 1 710 | 1 680 | 1 903 | 2 057 | 2 371 | 2 266 | 3,45% |
| Canada | 1 887 | 1 915 | 1 695 | 1 764 | 2 038 | 2 015 | 2 075 | 3,16% |
| Germany | 1 050 | 1 041 | 1 076 | 1 199 | 1 462 | 1 675 | 2 067 | 3,14% |
| Chile | 414 | 537 | 683 | 926 | 1 260 | 1 484 | 1 691 | 2,57% |
| Austria | 833 | 840 | 881 | 948 | 1 070 | 1 065 | 1 016 | 1,55% |
| South Africa | 466 | 537 | 617 | 750 | 831 | 884 | 904 | 1,38% |
| New Zealand | 563 | 553 | 563 | 613 | 623 | 643 | 702 | 1,07% |
| Italy | 1 012 | 1 142 | 1 035 | 989 | 924 | 742 | 675 | 1,03% |
| India | 350 | 394 | 445 | 468 | 555 | 551 | 590 | 0,90% |
| China | N/A | N/A | N/A | N/A | 341 | 429 | 547 | 0,83% |
| Switzerland | 441 | 385 | 510 | 609 | 567 | 572 | 509 | 0,77% |
| Sweden | 485 | 461 | 464 | 474 | 477 | 508 | 506 | 0,77% |
| Norway | 375 | 406 | 419 | 524 | 511 | 530 | 487 | 0,74% |
| Denmark | 400 | 423 | 471 | 494 | 500 | 489 | 483 | 0,73% |
| Russia | 132 | 210 | 257 | 358 | 533 | 528 | 480 | 0,73% |
| Taiwan | 401 | 445 | 459 | 447 | 456 | 443 | 460 | 0,70% |
| Mexico | 374 | 411 | 416 | 437 | 420 | 431 | 429 | 0,65% |
| Finland | 249 | 280 | 333 | 376 | 379 | 389 | 377 | 0,57% |
| Liechtenstein | 137 | 171 | 200 | 233 | 391 | 335 | 348 | 0,53% |
| Turkey | 241 | 240 | 275 | 282 | 294 | 304 | 286 | 0,44% |
| Hungary | 96 | 97 | 91 | 161 | 212 | 270 | 264 | 0,40% |
| Argentina | 186 | 186 | 200 | 223 | 241 | 253 | 252 | 0,38% |
| Greece | 265 | 262 | 247 | 247 | 230 | 239 | 210 | 0,32% |
| Poland | 112 | 130 | 150 | 157 | 188 | 210 | 208 | 0,32% |
| Portugal | 160 | 163 | 169 | 175 | 180 | 184 | 171 | 0,26% |
| Slovenia | N/A | N/A | N/A | 96 | 106 | 125 | 125 | 0,19% |
| Pakistan | N/A | N/A | N/A | 31 | 64 | 83 | 96 | 0,15% |
| Bulgaria | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 81 | 85 | 0,13% |
| Czech Republic | 58 | 53 | 51 | 52 | 66 | 76 | 78 | 0,12% |
| Costa Rica | 129 | 115 | 110 | 100 | 93 | 85 | 64 | 0,10% |
| Slovakia | 37 | 40 | 43 | 43 | 54 | 56 | 54 | 0,08% |
| Romania | 20 | 19 | 23 | 32 | 41 | 52 | 51 | 0,08% |
| Philippines | 21 | 24 | 32 | 38 | 40 | 43 | 41 | 0,06% |
| Trinidad & Tobago | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 36 | 0,05% |

[204] Расчеты по данным ICI (Investment Company Fact Book 2010. 50th edition .A Review of Trends and Activity in the Investment Company Industry // Investment Company Institute [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.icifactbook.org, свободный. – Загл. с экрана.)

# *Приложение Т*

*Таблица Т.1 - Сравнение стран по среднему размеру СЧА взаимных фондов, млн. долл.* [205]

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **World** | **257** | **291** | **312** | **353** | **394** | **274** | **349** |
| United States | 911 | 1 007 | 1 115 | 1 281 | 1 495 | 1 197 | 1 446 |
| China | | | | | | 644 | 697 |
| Italy | 473 | 448 | 435 | 458 | 454 | 355 | 414 |
| Sweden | 181 | 232 | 257 | 373 | 409 | 223 | 337 |
| Switzerland | 206 | 245 | 229 | 262 | 311 | 236 | 331 |
| United Kingdom | 234 | 288 | 326 | 397 | 436 | 213 | 322 |
| Ireland | 182 | 224 | 257 | 338 | 328 | 233 | 316 |
| Canada | 179 | 216 | 289 | 321 | 343 | 206 | 272 |
| Luxembourg | 168 | 204 | 227 | 276 | 306 | 199 | 254 |
| France | 145 | 173 | 176 | 219 | 241 | 192 | 226 |
| India | 85 | 83 | 91 | 124 | 196 | 114 | 221 |
| Mexico | 85 | 86 | 114 | 143 | 180 | 140 | 190 |
| Japan | 133 | 157 | 178 | 210 | 238 | 173 | 181 |
| Finland | 103 | 134 | 136 | 180 | 214 | 125 | 175 |
| Denmark | 124 | 153 | 160 | 194 | 208 | 133 | 172 |
| Brazil | 61 | 77 | 113 | 144 | 182 | 115 | 165 |
| Trinidad & Tobago | | | | | | | 162 |
| Germany | 263 | 284 | 276 | 284 | 254 | 142 | 154 |
| Norway | 59 | 74 | 96 | 103 | 146 | 78 | 146 |
| Taiwan | 190 | 174 | 125 | 124 | 128 | 104 | 127 |
| South Africa | 74 | 101 | 106 | 104 | 115 | 79 | 118 |
| Poland | 77 | 92 | 118 | 184 | 242 | 85 | 111 |
| Spain | 103 | 124 | 119 | 114 | 135 | 92 | 104 |
| Austria | 106 | 123 | 124 | 135 | 130 | 88 | 98 |
| Portugal | 169 | 187 | 170 | 178 | 165 | 74 | 92 |
| Liechtenstein | 65 | 73 | 70 | 74 | 64 | 61 | 87 |
| Slovakia | 29 | 54 | 71 | 74 | 88 | 69 | 78 |
| Czech Republic | 70 | 92 | 105 | 125 | 115 | 69 | 70 |
| Turkey | 59 | 75 | 79 | 55 | 77 | 51 | 68 |
| Greece | 145 | 165 | 130 | 112 | 130 | 51 | 59 |
| Hungary | 41 | 51 | 67 | 53 | 59 | 34 | 42 |
| Philippines | 38 | 40 | 45 | 41 | 52 | 29 | 36 |
| Korea, Rep. of | 18 | 27 | 27 | 31 | 38 | 24 | 30 |
| New Zealand | 17 | 20 | 18 | 21 | 24 | 17 | 25 |
| Pakistan | | | | 70 | 77 | 24 | 23 |
| Romania | 1 | 4 | 5 | 8 | 10 | 6 | 22 |
| Slovenia | | | | 26 | 40 | 17 | 21 |
| Costa Rica | 21 | 9 | 7 | 10 | 13 | 13 | 20 |
| Chile | 21 | 23 | 20 | 19 | 19 | 12 | 20 |
| Argentina | 10 | 13 | 18 | 28 | 28 | 15 | 18 |
| Russia | 6 | 6 | 9 | 16 | 13 | 4 | 7 |
| Bulgaria | | | | | | 3 | 3 |

[205] Расчеты по данным ICI (Investment Company Fact Book 2010. 50th edition .A Review of Trends and Activity in the Investment Company Industry // Investment Company Institute [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.icifactbook.org, свободный. – Загл. с экрана.)

*Таблица Т.2 - Сравнение стран по среднему размеру СЧА взаимных фондов, рост в % год к году*[206]

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **World** | 113% | 107% | 113% | 112% | 70% | 127% |
| United States | 111% | 111% | 115% | 117% | 80% | 121% |
| Italy | 95% | 97% | 105% | 99% | 78% | 117% |
| Sweden | 128% | 110% | 145% | 109% | 55% | 151% |
| Switzerland | 119% | 93% | 114% | 119% | 76% | 140% |
| United Kingdom | 123% | 113% | 122% | 110% | 49% | 151% |
| Ireland | 123% | 115% | 132% | 97% | 71% | 136% |
| Canada | 120% | 134% | 111% | 107% | 60% | 132% |
| Luxembourg | 121% | 111% | 122% | 111% | 65% | 128% |
| France | 119% | 101% | 124% | 110% | 79% | 118% |
| India | 98% | 109% | 137% | 157% | 58% | 194% |
| Mexico | 100% | 133% | 126% | 125% | 78% | 136% |
| Japan | 117% | 114% | 118% | 113% | 72% | 105% |
| Finland | 131% | 101% | 132% | 119% | 59% | 140% |
| Denmark | 124% | 104% | 121% | 108% | 64% | 129% |
| Brazil | 126% | 146% | 128% | 126% | 63% | 144% |
| Germany | 108% | 97% | 103% | 90% | 56% | 108% |
| Norway | 126% | 130% | 108% | 142% | 53% | 188% |
| Taiwan | 91% | 72% | 100% | 103% | 81% | 122% |
| South Africa | 136% | 106% | 98% | 110% | 69% | 150% |
| Poland | 121% | 127% | 157% | 131% | 35% | 131% |
| Spain | 120% | 96% | 96% | 119% | 68% | 113% |
| Austria | 117% | 100% | 109% | 96% | 68% | 112% |
| Portugal | 111% | 91% | 105% | 93% | 45% | 125% |
| Liechtenstein | 112% | 95% | 106% | 86% | 95% | 142% |
| Slovakia | 189% | 130% | 104% | 120% | 78% | 114% |
| Czech Republic | 130% | 114% | 119% | 92% | 60% | 101% |
| Turkey | 128% | 105% | 69% | 140% | 66% | 134% |
| Greece | 114% | 79% | 86% | 116% | 39% | 116% |
| Hungary | 125% | 130% | 79% | 112% | 57% | 123% |
| Philippines | 105% | 114% | 90% | 129% | 56% | 124% |
| Korea, Rep. of | 148% | 102% | 115% | 122% | 62% | 129% |
| New Zealand | 118% | 91% | 115% | 114% | 69% | 152% |
| Romania | 261% | 125% | 163% | 123% | 66% | 354% |
| Costa Rica | 43% | 80% | 139% | 127% | 100% | 158% |
| Chile | 113% | 87% | 93% | 101% | 61% | 171% |
| Argentina | 123% | 143% | 152% | 102% | 54% | 116% |
| Russia | 99% | 147% | 168% | 85% | 29% | 173% |

[206] Расчеты по данным ICI (Investment Company Fact Book 2010. 50th edition .A Review of Trends and Activity in the Investment Company Industry // Investment Company Institute [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.icifactbook.org, свободный. – Загл. с экрана.)

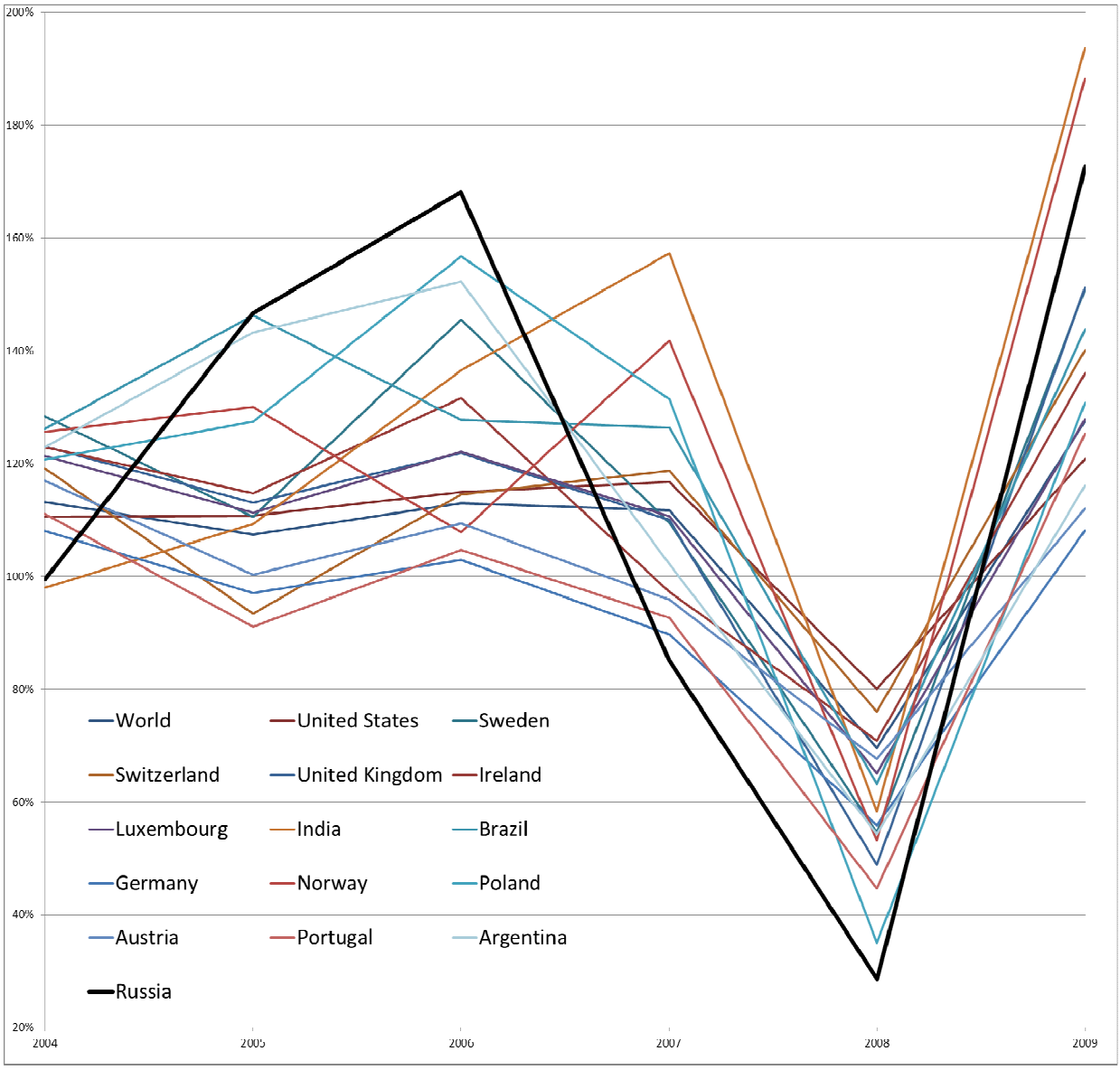
*Таблица Т.3 - Сравнение стран по среднему размеру СЧА взаимных фондов, рост в % к 2003 году*[207]

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **World** | 113% | 107% | 113% | 112% | 70% | 127% |
| United States | 111% | 111% | 115% | 117% | 80% | 121% |
| Italy | 95% | 97% | 105% | 99% | 78% | 117% |
| Sweden | 128% | 110% | 145% | 109% | 55% | 151% |
| Switzerland | 119% | 93% | 114% | 119% | 76% | 140% |
| United Kingdom | 123% | 113% | 122% | 110% | 49% | 151% |
| Ireland | 123% | 115% | 132% | 97% | 71% | 136% |
| Canada | 120% | 134% | 111% | 107% | 60% | 132% |
| Luxembourg | 121% | 111% | 122% | 111% | 65% | 128% |
| France | 119% | 101% | 124% | 110% | 79% | 118% |
| India | 98% | 109% | 137% | 157% | 58% | 194% |
| Mexico | 100% | 133% | 126% | 125% | 78% | 136% |
| Japan | 117% | 114% | 118% | 113% | 72% | 105% |
| Finland | 131% | 101% | 132% | 119% | 59% | 140% |
| Denmark | 124% | 104% | 121% | 108% | 64% | 129% |
| Brazil | 126% | 146% | 128% | 126% | 63% | 144% |
| Germany | 108% | 97% | 103% | 90% | 56% | 108% |
| Norway | 126% | 130% | 108% | 142% | 53% | 188% |
| Taiwan | 91% | 72% | 100% | 103% | 81% | 122% |
| South Africa | 136% | 106% | 98% | 110% | 69% | 150% |
| Poland | 121% | 127% | 157% | 131% | 35% | 131% |
| Spain | 120% | 96% | 96% | 119% | 68% | 113% |
| Austria | 117% | 100% | 109% | 96% | 68% | 112% |
| Portugal | 111% | 91% | 105% | 93% | 45% | 125% |
| Liechtenstein | 112% | 95% | 106% | 86% | 95% | 142% |
| Slovakia | 189% | 130% | 104% | 120% | 78% | 114% |
| Czech Republic | 130% | 114% | 119% | 92% | 60% | 101% |
| Turkey | 128% | 105% | 69% | 140% | 66% | 134% |
| Greece | 114% | 79% | 86% | 116% | 39% | 116% |
| Hungary | 125% | 130% | 79% | 112% | 57% | 123% |
| Philippines | 105% | 114% | 90% | 129% | 56% | 124% |
| Korea, Rep. of | 148% | 102% | 115% | 122% | 62% | 129% |
| New Zealand | 118% | 91% | 115% | 114% | 69% | 152% |
| Romania | 261% | 125% | 163% | 123% | 66% | 354% |
| Costa Rica | 43% | 80% | 139% | 127% | 100% | 158% |
| Chile | 113% | 87% | 93% | 101% | 61% | 171% |
| Argentina | 123% | 143% | 152% | 102% | 54% | 116% |
| Russia | 99% | 147% | 168% | 85% | 29% | 173% |

[207] Расчеты по данным ICI (Investment Company Fact Book 2010. 50th edition .A Review of Trends and Activity in the Investment Company Industry // Investment Company Institute [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.icifactbook.org, свободный. – Загл. с экрана.)

*Приложение У*

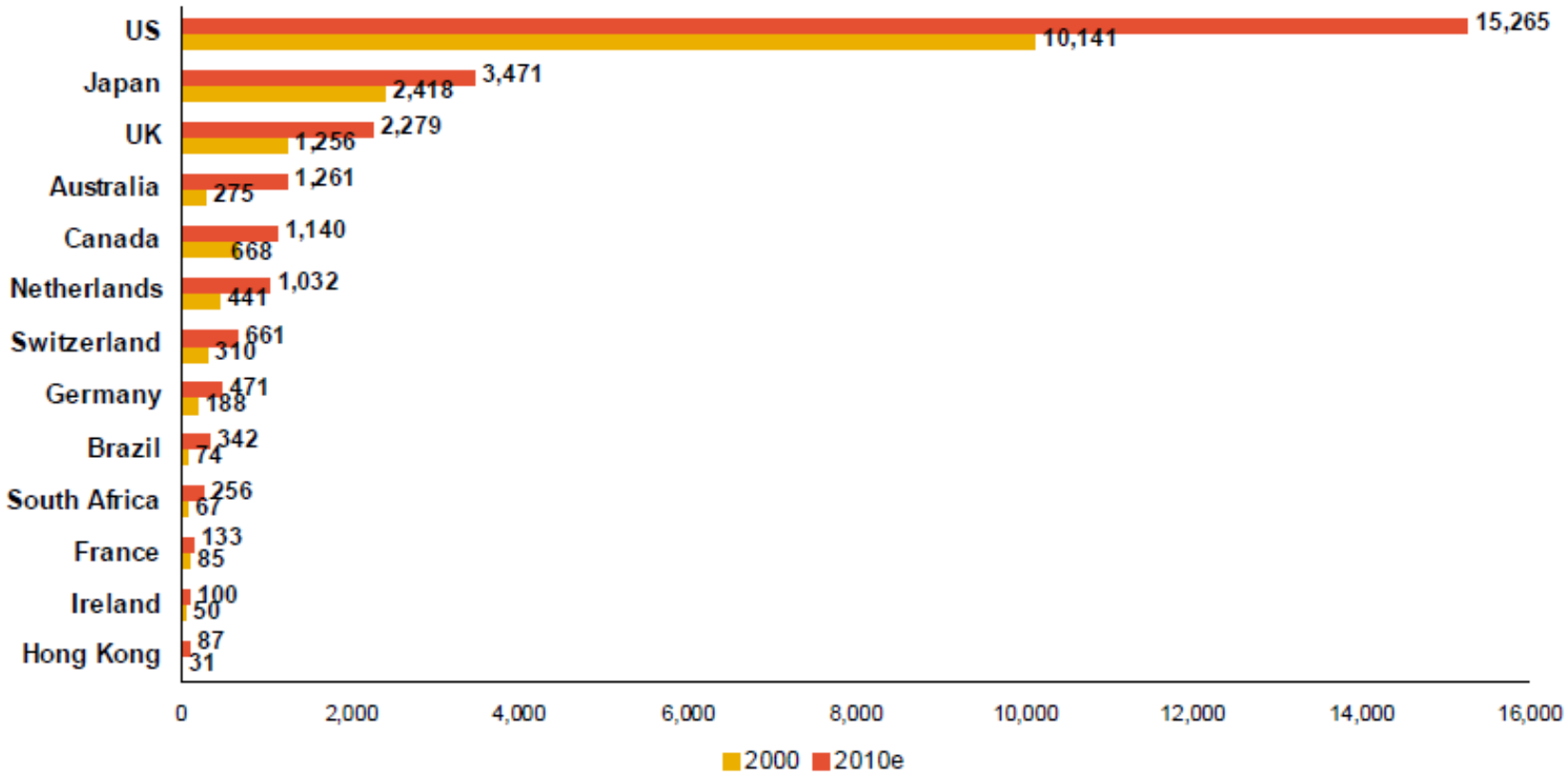
*Сравнение стран по среднему размеру СЧА взаимных фондов, рост в % к 2003 году* [208]




[208]Расчеты по данным ICI (Investment Company Fact Book 2010. 50th edition .A Review of Trends and Activity in the Investment Company Industry // Investment Company Institute [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.icifactbook.org, свободный. – Загл. с экрана.).

*Приложение Ф*

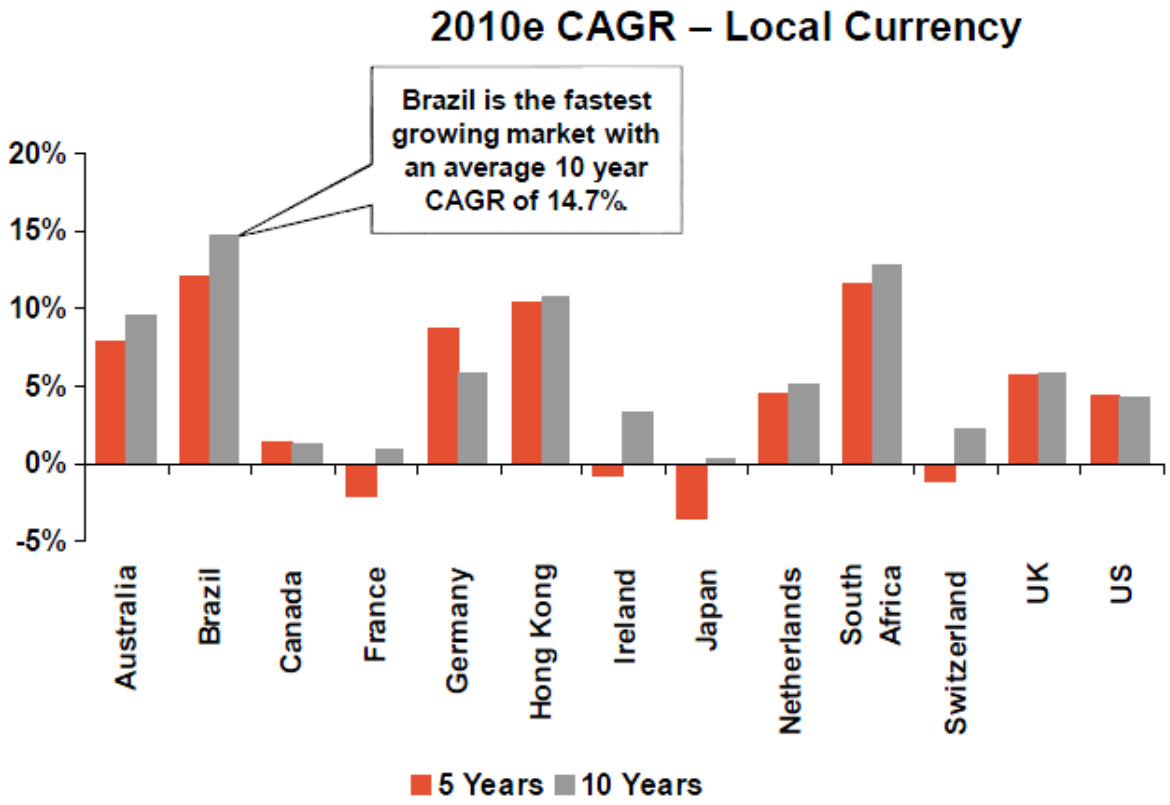
*Пенсионные активы, млрд. долл.* [209]




[209] Там же.

*Приложение X*

*Среднегодовые темпы роста пенсионных активов в местной валюте*[210]




[210] Towers Watson «Global Pension Asset Study 2011»

*Приложение Ц*

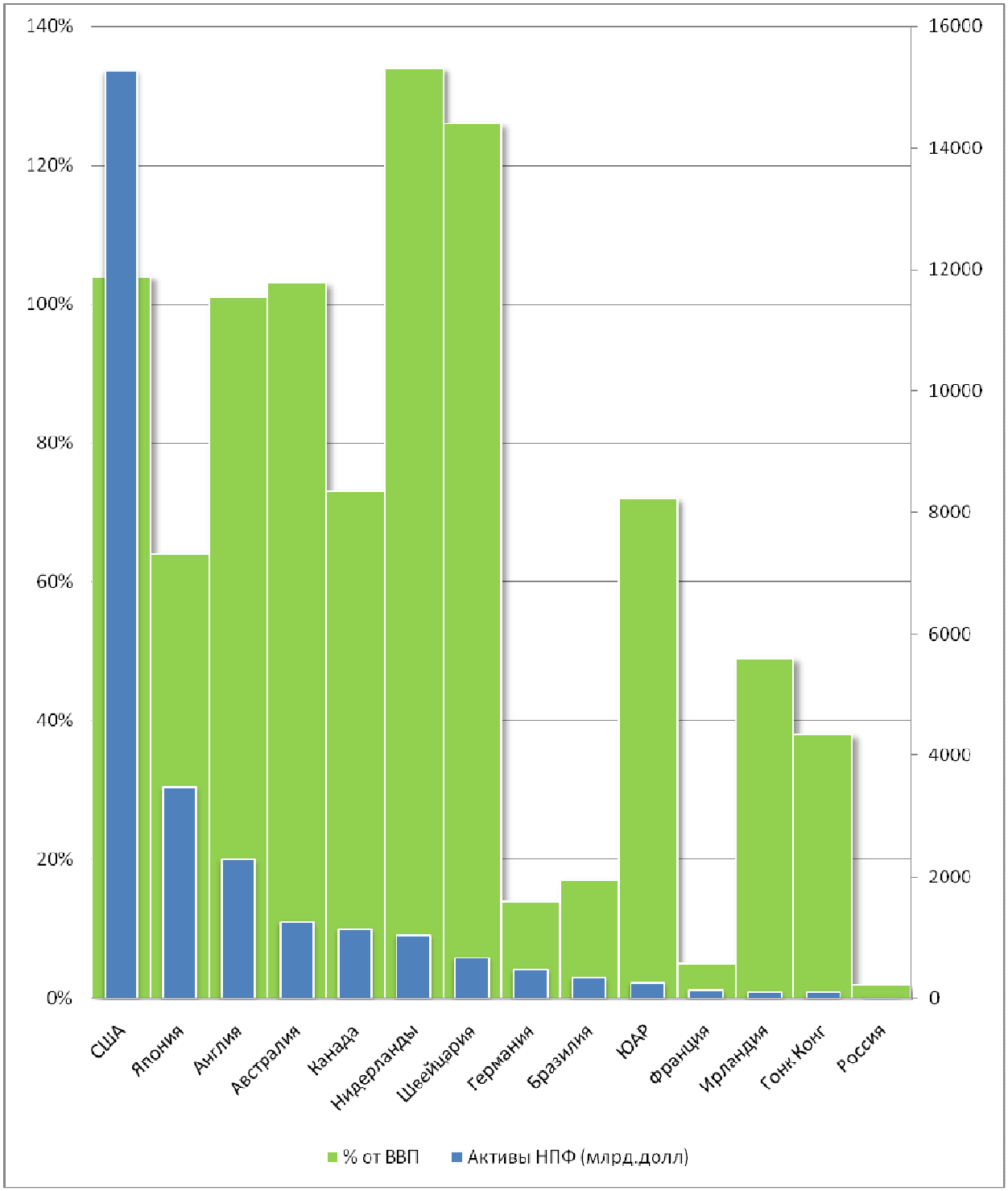
*Пенсионные активы и их процентное соотношение с ВВП*[211]

| Страна | Пенсионные активы (млрд.долл) | % от ВВП |
|---|---|---|
| **США** | 15265 | 104% |
| **Япония** | 3471 | 64% |
| **Англия** | 2279 | 101% |
| **Австралия** | 1261 | 103% |
| **Канада** | 1140 | 73% |
| **Нидерланды** | 1032 | 134% |
| **Швейцария** | 661 | 126% |
| **Германия** | 471 | 14% |
| **Бразилия** | 342 | 17% |
| **ЮАР** | 256 | 72% |
| **Франция** | 133 | 5% |
| **Ирландия** | 100 | 49% |
| **Гонк Конг** | 87 | 38% |
| **Итого ТОП-13** | **26496** | **76%** |
| **Россия** | **26** | **1,78%** |

[211] Расчеты по материалам Towers Watson «Global Pension Asset Study 2011», Росстата и ФСФР [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.gks.ru, www.fcsm.ru, свободный.

*Приложение Ч*

*Пенсионные активы и их процентное соотношение с ВВП*[212]




[212]Расчеты по материалам Towers Watson «Global Pension Asset Study 2011», Росстата и ФСФР [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.gks.ru, www.fcsm.ru, свободный.

## *Приложение Ш*[213]

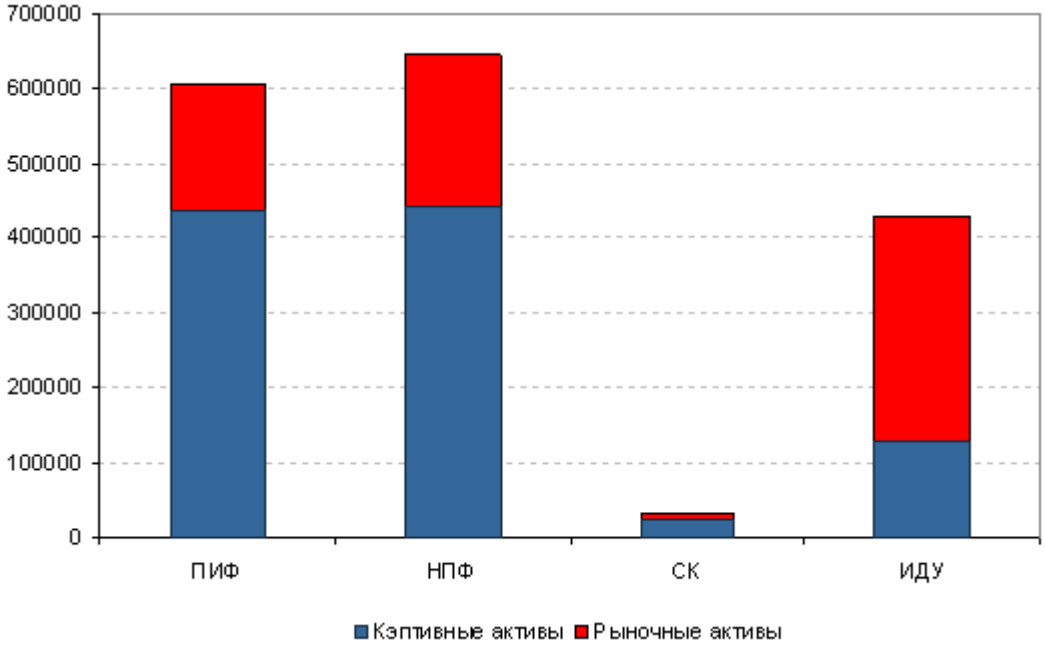
| *Ограничения модели (факторы риска)* | *Ограничения модели (факторы риска)* | *Ограничения модели (факторы риска)* |
|---|---|---|
| Отсутствие широкого класса собственников, заинтересованных в развитии финансового рынка и повышении стоимости национального богатства | • Повышение финансовой грамотности населения.<br>• Госпрограмма по повышению популярности услуг коллективного инвестирования.<br>• Создание дополнительных возможностей приобретения ценных бумаг российских компаний институтами коллективного инвестирования.<br>• Участие граждан в реализации крупных инфраструктурных проектов, а также различных федеральных целевых программ (ФЦП) через систему коллективных инвестиций. | Невозможность ускоренного развития рынка. Неспособность сектора выполнить свою социальную миссию по повышению благосостояния граждан через участие в росте капитализации национальной экономики. |
| Низкая информационная прозрачность управляющих, низкое качество управления рисками в УК | • Риск-ориентированный подход к ведению бизнеса и надзора за деятельностью.<br>• Внедрение единых стандартов раскрытия информации на основе GIPS для управляющих компаний и обязательный характер применения этих стандартов.<br>• Введение обязательной должности риск-менеджера в организационную структуру управляющей компании; определение минимального круга полномочий риск-менеджера, его участия процессе принятия инвестиционных решений.<br>• Повышение роли профессиональных саморегулируемых организаций (СРО), а также рейтинговых агентств в системе коллективных инвестиций. | Фундаментальная неустойчивость системы коллективных инвестиций перед кризисными явлениями в мировой и национальной экономике, невозможность устойчивого развития отрасли. |
| Неоптимальная структура рынка | • Законодательное стимулирование развития | Опережающее развитие закрытого сегмента рынка не |

[213] Концепция развития финансового рынка России до 2020 г. Совместный проект Рейтингового агентства «Эксперт РА» и Ассоциации региональных банков России. Осуществляется под эгидой Общественной Палаты РФ [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.raexpert.ru/strategy/conception/map, свободный. – Загл. с экрана.

| *Ограничения модели (факторы риска)* | *Ограничения модели (факторы риска)* | *Ограничения модели (факторы риска)* |
|---|---|---|
| коллективного инвестирования | массового сегмента коллективного инвестирования.<br>• Четкая сегментация фондов на "массовые" и "профессиональные" с принципиально разными подходами к регулированию.<br>• Регулирование: массовый сегмент - жесткие рамки, профессиональный сегмент - максимальная гибкость и принцип "разумного инвестора".<br>• Инвестиционные возможности: массовые - ограничение риска, профессиональные - расширение списка допустимых инструментов. | отвечает задачам по выполнению социальной функции рынка коллективных инвестиций по доступности финансовых услуг для всего населения, а также не выполняет задачу по трансформации сбережений в инвестиции. |
| Отсутствие возможностей вложения в инструменты секьюритизации, инфраструктурные облигации | • Расширение инвестиционных деклараций УК.<br>• Привлечение УК к финансированию инфраструктурных проектов, ФЦП, нацпроектов.<br>• Использование финансового потенциала рынка КИ для ускоренной реализации крупных проектов.<br>• Удлинение инвестиционных горизонтов за счет работы с ипотечными и инфраструктурными бумагами. | Нехватка финансовых ресурсов для реализации крупных инвестиционных проектов. Неэффективное распределение государственных средств, выделенных на реализацию крупных инфраструктурных проектов, чрезмерная нагрузка на бюджет в рамках реализации этих проектов. |

*Приложение Щ*[214]

*«Кэптивность» рынка ДУ, млн. руб.*




[214] Материалы конференции «Будущее рынка доверительного управления в России» [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Режим доступа: www.raexpert.ru/project/trust_management/2011/resume, свободный. – Загл. с экрана.

*Приложение Ъ*[215]

*Регулирование НПФ*

- ✓ ФСФР России осуществляет регулирование и контроль за деятельностью НПФ, управляющих компаний, специализированных депозитариев и актуариев по НПО, контролирует деятельность НПФ по обязательному пенсионному страхованию (ОПС) и профессиональному пенсионному страхованию;
- ✓ Министерство здравоохранения и социального развития РФ осуществляет регулирование деятельности НПФ по НПО, ОПС и профессиональному пенсионному страхованию в части правоотношений между НПФ и его участниками и застрахованными лицами, а также в части правоотношений, субъектом которых является Пенсионный фонд РФ;
- ✓ Министерство юстиции РФ осуществляет контроль за деятельностью НПФ, поскольку фонд является некоммерческой организацией;
- ✓ Пенсионный фонд РФ осуществляет контроль за деятельностью НПФ по обязательному пенсионному страхованию;
- ✓ Министерство финансов РФ контролирует порядок расчетов, осуществляемых НПФ в части инвестирования средств пенсионных накоплений и размещения средств пенсионных резервов.

[215] *Ломтатидзе О. В* Проблемы регулирования деятельности негосударственных пенсионных фондов //. Финансы и кредит 19.07.2010.

*Приложение Ы*[216]

*Что может дать наибольший приток инвестиций в институты коллективных инвестиций (среди всех мер по созданию МФЦ)*

*1. Установление ставок налогов на доходы от инвестиций в финансовые инструменты на уровне конкурентов на глобальном рынке капитала*

Инициаторы: ФСФР (Стратегия развития ФР до 2020 г.) и НАУФОР («Идеальная модель»)

Противники: Минфин РФ

Усилия сообщества коллективных инвесторов: незначительны

*2. Стимулирование модернизации структуры сбережений населения*

Инициатор: ИНСОР («Финансовая модернизация»)

Противники: нет

Усилия сообщества коллективных инвесторов: отсутствуют

*3. Повышение финансовой грамотности населения*

Инициаторы: Президент Медведев; ряд финансовых организаций; ФСФР (Стратегия развития ФР до 2020 г.; Концепция повышения финансовой грамотности; ряд практических мер), Минфин (подготовка займа МБ) и лично С.А.Сторчак

Противники: нет

Усилия сообщества коллективных инвесторов: отсутствуют

*4. Введение института инвестиционного консультанта*

Инициаторы: НАУФОР («Идеальная модель»)

Противники: лично А.Л.Саватюгин

Усилия сообщества коллективных инвесторов: отсутствуют

[216] *Данилов Ю.А.* Выступление на конференции «Российский рынок коллективных инвестиций», 3 декабря 2010 г., Москва.

Данная дипломная работа выполнена мною самостоятельно

«___» _____ 2011 г. _____

*(дата сдачи работы на кафедру)* *(подпись автора)*