Федеральное государственное образовательное учреждение
высшего профессионального образования
ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
Кафедра «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»

Работа допущена к защите
зав. кафедрой
проф. Миркин Я.М.

ДИПЛОМНАЯ РАБОТА
на тему:
«Возможности становления и развития биржевых инвестиционных фондов в России»

Выполнила:
студент К 5-5
Симаков Владимир

Научный руководитель:
Проф. Симановский А.Ю.

Внешний рецензент:
Ушанов С.Я.

Москва 2007

Оглавление

ВВЕДЕНИЕ **3**

1. ПАЕВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ И ЕТФ КАК ИНСТРУМЕНТ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ **5**

1.1 Паевые инвестиционные фонды. Сущность, признаки, особенности 5
1.2. Типы Паевых инвестиционных фондов 9
1.3. Регулирование рынка паевых инвестиционных фондов в России 16
1.3.1. Правовое регулирование паевых инвестиционных фондов *16*
1.3.2. Налогообложение паевых инвестиционных фондов *18*
1.4. Развитие фондов в России. 18
1.5. ETF – новые реалии развития рынка коллективных инвестиций на мировых финансовых площадках. 28

2. КОНКУРЕНТНЫЕ ПРЕИМУЩЕСТВА БИРЖЕВЫХ ФОНДОВ ПЕРЕД ДРУГИМИ ФОРМАМИ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ **36**

2.1 Анализ конкурентных преимуществ биржевых фондов в сравнении с другими формами инвестирования. 38
2.2 Преимущества для частных инвесторов. 40
2.3 Привлекательность для институциональных инвесторов и профессиональных участников. 49
2.4. Эффективное управление портфелем как оценка инвестиционной привлекательности биржевых инвестиционных фондов 55
2.4.1. Доходность, взвешенная по времени *56*
2.4.2. Доходность, взвешенная по деньгам *57*
2.4.3. Коэффициент «доходность/риск» *59*
2.4.4. Альфа-бета модель *60*
2.4.5. Коэффициент Шарпа *63*
2.4.6. Коэффициент Сортино *63*

3. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ БИРЖЕВОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО ФОНДА В РОССИИ. **66**

3.1 Постреоние модели биржевого инвестиционного фонда. 67
3.2 Сравнение эффективности индексного паевого инвестиционного фонда и модели биржевого инвестиционного фонда. 69

ЗАКЛЮЧЕНИЕ **80**

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ **82**

ПРИЛОЖЕНИЯ **86**

Приложение 1. Анализ корреляции индексов РТС и BVSP и корреляции данных индексов со стоимостью пая Модели биржевого фонда и iShares MSCI Brazil Fund соответственно 86
Приложение 2. Расчет коэффициента перехода от паев iShares MSCI Brazil Fund к паям Модели биржевого инвестиционного фонда. 91
Приложение 3. Расчет показателей качества управления фондами. 96

ВВЕДЕНИЕ

Паевые инвестиционные фонды в последние годы стали в России одной из наиболее востребованных форм коллективного инвестирования. За последние годы стремительно растет совокупная стоимость чистых активов российских ПИФов – и составляет на 2007 год 15 млрд. долл. США, количество фондов за 2006 год увеличилось в 2 раза – на 2007 год 603 фонда. Открытым и интервальным паевым фондам доверили денежные средства более 300 тыс. человек и с каждым годом указанное количество повышается. Однако, не смотря на столь бурное развитие рынка коллективных инвестиций в России, мы все же значительно отстаем от количественных и качественных показателей развитых рынков. К примеру, в Америке суммарные активы 15 тыс. фондов составили 10 трлн. долл. США. С 1993 года на рынок коллективных инвестиций выпустили новый продукт – биржевые фонды, паи которых свободно обращаются на фондовом рынке – тем самым, выдвинув рынок ценных бумаг на новую более качественную ступень развития.

Актуальность работы обусловлена новыми реалиями рынка коллективных инвестиций в развитых странах мира, в первую очередь в Америке. Появление биржевых фондов, представило инвесторам новые возможности в выборе формы инвестирования, дополнительные преимущества при указанной форме вложений. Однако, в России рынок коллективных инвестиций сужается только до паевых инвестиционных фондов, на текущий момент не зарегистрирован ни один биржевой фонд. В связи, с чем анализ рынка биржевых фондов и рассмотрение возможности применения американского опыта на российском фондовом рынке представляется интересным.

Цель работы – проанализировать инвестиционную привлекательность и объективные преимущества биржевых фондов перед другими формами инвестирования, а также изучить возможность, целесообразность и эффективность для инвесторов использования биржевых фондов на российском финансовом рынке.

Задачами дипломной работы являются:

1. Рассмотрение основных понятий паевого инвестиционного фонда и биржевого инвестиционного фондов как инструментов коллективного инвестирования;
2. Анализ текущего состояния рынка паевых фондов в России и изучение рынка биржевых фондов в развитых странах, их оценка по количественным показателям.
3. Оценить преимущества биржевых инвестиционных фондов, провести анализ инвестиционной привлекательности для различных типов инвесторов –

частных, институциональных инвесторов и профессиональных участников рынка ценных бумаг.

4. Рассмотреть и проанализировать наиболее часто используемые показатели для оценки управления портфелем инвестиционных фондов;

5. Моделирование биржевого инвестиционного фонда в российских условиях развития рынка ценных бумаг.

6. Сравнение эффективности управления смоделированного биржевого фонда в сравнении с уже существующим индексным паевым инвестиционным фондом.

1. Биржевые инвестиционные фонды как инструмент коллективного инвестирования.

Биржевые инвестиционные фонды (ETF) являются совершенно новым продуктом на рынке коллективного инвестирования даже для западных рынков, так как свое существование они ведут с 1993 года, когда был запущен первый ETF, построенный на основании индекса S&P 500, получивший имя SPY или spider («паук»). Особенностью данных фондов, является предложение инструмента, обладающего ликвидностью сравнимой с ликвидностью акций и всеми сильными сторонами, свойственных паевым инвестиционным фондам. Данная особенность обусловлена организацией фонда, базой которого является классический индексный паевый инвестиционный фонд. Рассмотрим сущность, признаки и особенности паевых инвестиционных фондов с целью исследования и понимания сущности и основных характеристик ETF.

1.1 Паевые инвестиционные фонды. Сущность, признаки, особенности

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) - обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией[1]. Иными словами, ПИФ представляет собой "денежный мешок", сформированный из средств вкладчиков. Все средства таких инвесторов аккумулируются в единый пул, который в дальнейшем управляющая компания на основе договора о доверительном управлении размещает в некие активы. Имущество фонда увеличивается или уменьшается на величину прибыли или убытка, полученных от управления средствами пайщиков. Управление активами может осуществляться как в пользу пайщиков, так и в пользу указанных ими лиц.

В основе взаимодействия пайщика, ПИФа и управляющей компании (УК) лежит договор доверительного управления. Согласно этому договору, одна сторона

[1] Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» № 156-ФЗ от 29 ноября 2001 года

(учредитель управления) передает другому лицу (доверительному управляющему) в распоряжение имущество, принадлежащее учредителю управления на правах собственности.

Учредитель доверительного управления передает имущество управляющей компании для включения его в состав паевого инвестиционного фонда с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления. Имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, является общим имуществом владельцев инвестиционных паев и принадлежит им на праве общей долевой собственности. Раздел имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и выдел из него доли в натуре не допускаются.

Срок действия договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом, указываемый в правилах доверительного управления паевым инвестиционным фондом, не должен превышать 15 лет.

Управляющая компания осуществляет доверительное управление паевым инвестиционным фондом путем совершения любых юридических и фактических действий в отношении составляющего его имущества, а также осуществляет все права, удостоверенные ценными бумагами, составляющими паевой инвестиционный фонд, включая право голоса по голосующим ценным бумагам.

Организациями, участвующими в управлении и обслуживании фонда, являются управляющая компания, специализированный депозитарий, регистратор и аудитор. ФСФР лицензирует всех этих участников. Взаимоотношения между всеми этими организациями регулируются договорами. Инвестор может приобрести пай напрямую у управляющей компании ПИФа или у агента по размещению и выкупу паев.

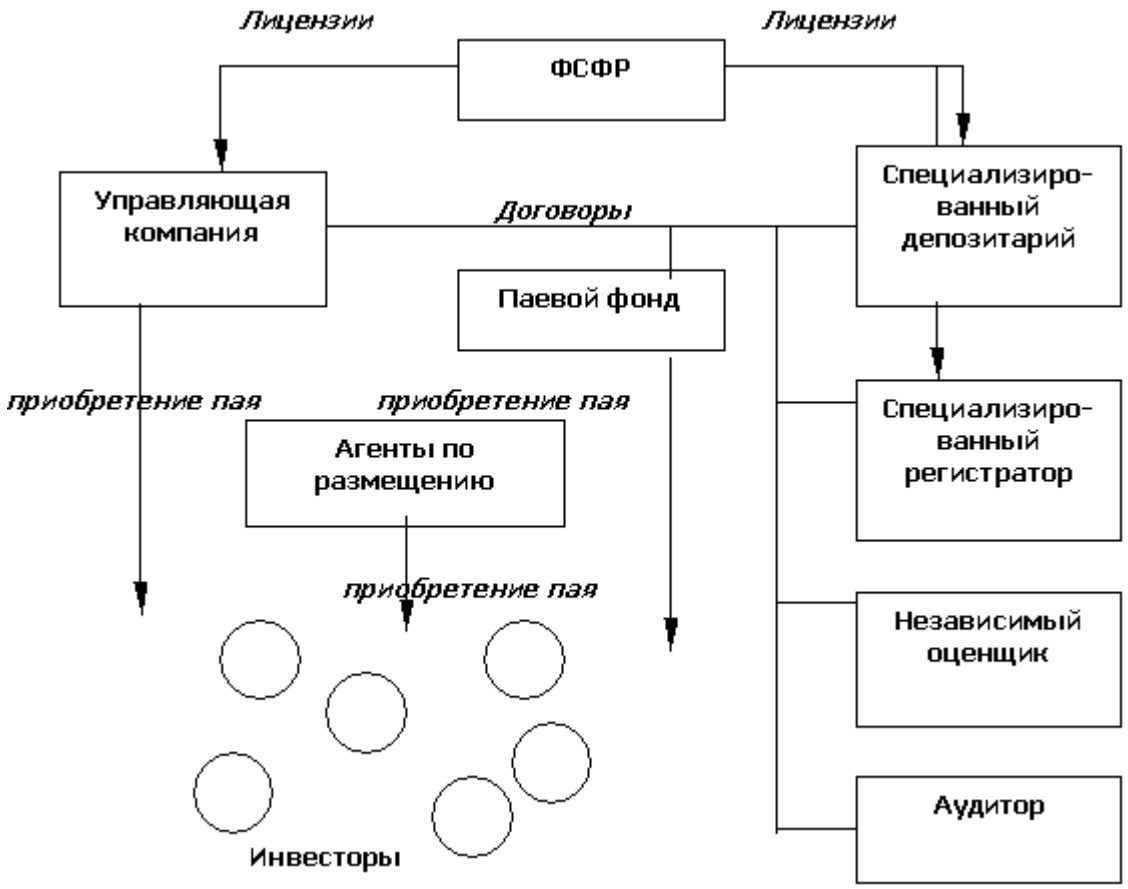


Рис 1. Инфраструктура ПИФа.

Агентами по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев могут быть только юридические лица - профессиональные участники рынка ценных бумаг, имеющие лицензию на осуществление брокерской деятельности. Агент действует от имени и за счет УК на основании договора поручения или агентского договора, заключенного с управляющей компанией, а также выданной ею доверенности.

Преимущества паевых фондов:

- относительно высокая доходность;
- нет необходимости самостоятельного управления портфелем ценных бумаг;
- возможность получения высокого либо стабильного дохода по выбору инвестора в зависимости от типа паевого фонда;
- предельно минимальные суммы вложений (при этом инвестор фактически становится обладателем доли достаточно диверсифицированного портфеля ценных бумаг);

- возможность ежедневно следить за стоимостью паев через Интернет.

Недостатки паевых фондов:

- издержки инвестора до 10% (включая скидки, надбавки, вознаграждение управляющей компании и пр. расходы);
- отсутствие оперативности в управлении средствами (необходимо подавать управляющей компании или агенту заявки на покупку/продажу паев, которые будут исполнены с задержкой 1-3 дня).

1.2. Типы Паевых инвестиционных фондов

Открытые ПИФы предполагают наличие у владельца инвестиционных паев права в любой рабочий день требовать от управляющей компании погашения всех принадлежащих ему инвестиционных паев и прекращения тем самым договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом между ним и управляющей компанией или погашения части принадлежащих ему инвестиционных паев. Главный плюс этого типа фондов одновременно является и минусом. Внести деньги в такой ПИФ, равно как и вывести, можно практически в любое время. Плюс в том, что вы совершенно не ограничены в сроках инвестиций, можете оперативно докупать паи по мере появления свободных средств и так же оперативно при необходимости от них избавляться.

Основной минус – заключается в мотивации действий инвестора. Во-первых, у мало дисциплинированных инвесторов всегда есть соблазн продать часть паев и потратить деньги на потребление. Во-вторых, может появиться непреодолимое желание попробовать продать пай на вершине его стоимости и, например, через месяц купить его на "дне". Однако фондовый рынок, как правило, жесток к непрофессионалам и погоня за дополнительной прибылью легко оборачивается дополнительными убытками. Еще один соблазн - это легкость, с которой неуравновешенный пайщик может поддаться панике и выйти из ПИФа с максимально возможными убытками.

Интервальные ПИФы предполагают наличие у владельца инвестиционных паев права в течение срока, установленного правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом, требовать от управляющей компании погашения всех принадлежащих ему инвестиционных паев и прекращения тем самым договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом между ним и управляющей компанией или погашения части принадлежащих ему инвестиционных паев.

В доверительное управление открытым и интервальным паевыми инвестиционными фондами учредители доверительного управления могут передавать только денежные средства. Эти ПИФы больше похожи уже на банковские депозиты с периодическим начислением процентов, возможностью снимать любую сумму в

определенное время и автоматической пролонгацией вклада. Паи такого фонда можно покупать или продавать лишь в течение двух или трех недель - два, три или четыре раза в год (в зависимости от правил фонда, однако не менее 1 раз в год). Все остальное время они недоступны.

Закрытые ПИФы предполагают отсутствие у владельца инвестиционных паев права требовать от управляющей компании прекращения договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом до истечения срока его действия иначе, как в случаях, предусмотренных Федеральным законом.

В доверительное управление закрытым паевым инвестиционным фондом учредители доверительного управления могут передавать денежные средства, а также, иное имущество, предусмотренное инвестиционной декларацией.

Закрытые фонды дают инвесторам целый ряд преимуществ. Сам по себе ЗПИФ может создаваться как некий закрытый «клуб по интересам». После своего формирования (сбора необходимого количества средств) он закрывается на несколько лет (от года до 15 лет). И в дальнейшем новые инвесторы могут присоединиться к проекту только с согласия участников фонда.

С целью повышения защиты вкладчиков ФСФР требует от управляющих компаний четко указывать категорию фонда в зависимости от основных направлений инвестирования:

- **Фонды облигаций.** Принципиальным отличием фондов облигаций от остальных ПИФов является тот факт, что их менеджеры вкладывают деньги клиентов не в акции, а - как ясно из самого названия фондов - в облигации. Облигации котируются на бирже, поэтому их курсы могут расти или падать, однако у облигаций диапазон колебания курсов значительно меньше, чем у акций. Кроме того, большинство зарегистрированных в России Фондов облигаций инвестирует свои средства в государственные облигации, т.е. в ценные бумаги, выпущенные государственными учреждениями. Впрочем, известно, что вложения с высокой степенью надёжности никогда не приносят высоких доходов. Это верно и для фондов облигаций: будучи менее рискованным вложением средств, чем ПИФы, инвестирующие в акции, фонды облигаций приносят и несколько меньшую прибыль. Так, за минувшие пять лет фонды, инвестирующие средства в госбумаги развитых

западных стран, приносили своим вкладчикам в среднем 14 процентов годовых. Однако, это в несколько раз выше доходности сберегательной книжки, а перед срочным вкладом имеет то неоспоримое преимущество, что клиент фонда в любой момент может продать принадлежащие ему паи и получить свои деньги вместе с имеющейся прибылью, тогда как деньги на срочном вкладе необходимо держать до конца оговоренного срока.

- **Фонды недвижимости.** Закон №156 "Об инвестиционных фондах" создал условия для развития в России нового механизма инвестиций в недвижимость - закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости (ЗПИФН).

Основные характеристики ЗПИФН:

- Представляет собой имущественный комплекс без образования юридического лица;
- Не уплачивает налог на прибыль и налог на имущество
- Налог на доходы уплачиваются пайщиками при получении текущих доходов (аналог дивидендов), а также при реализации пая
- Имуществом фонда управляет Управляющая компания
- Оплата паев осуществляется как денежными средствами, так и прочим имуществом (ценными бумагами, недвижимостью и т.д.)
- Установлена возможность выплаты промежуточного дохода владельцам паев
- Установлена возможность вторичного обращения паев
- В составе имущества фонда могут находиться несколько объектов недвижимости
- Регистрация объектов недвижимости, составляющих имущество фонда, осуществляется в Министерстве юстиции непосредственно на пайщиков.

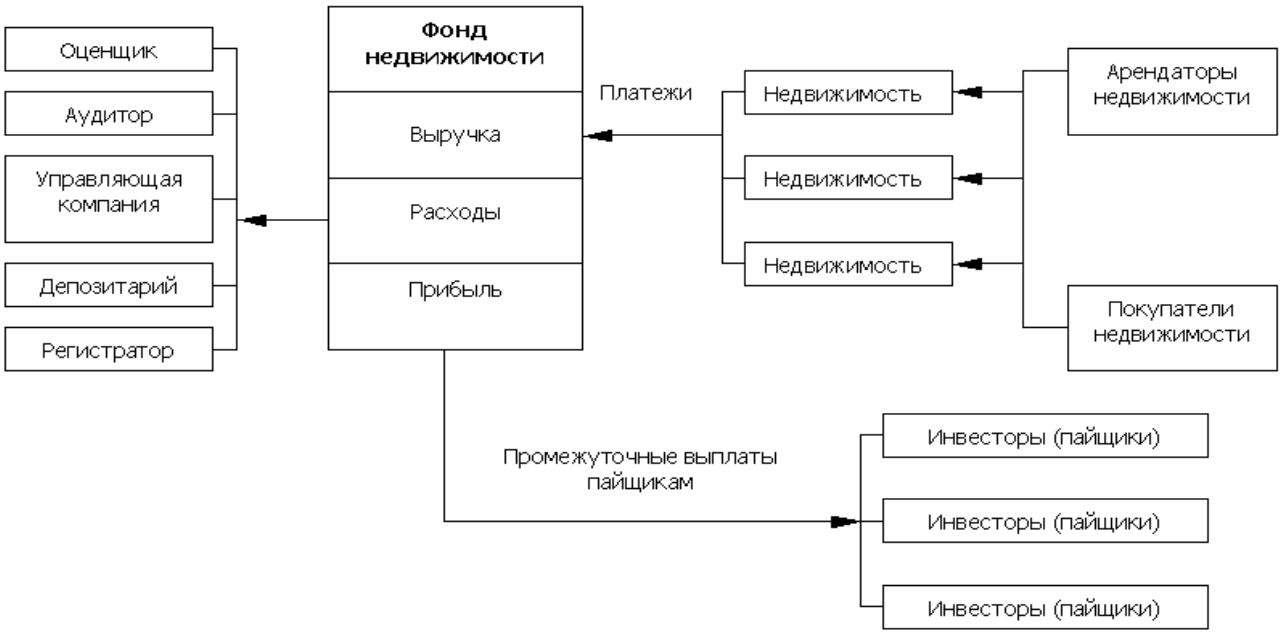


Рис. 2 . Схема движения паев в ЗПИФН.

Российские фонды недвижимости - аналоги широко распространенных в мировой практике Real Estate Investments Trust (REIT). Ипотечные инвестиционные трасты представляют собой компании, специализирующиеся на таких операциях, как ипотечное кредитование, инвестиции в строительство жилых домов или коммерческую недвижимость, т.е. объекты нежилой недвижимости, приносящие доход при сдаче в аренду (отели, торговые центры, офисы, производственные помещения и т.п.).

Бумаги ЗПИФН торгуются на фондовых биржах, но их динамика, как правило, не следует общему направлению движения фондового рынка. Одной из причин этого является то, что ЗПИФН по закону обязаны выплачивать большую часть своих доходов акционерам, поэтому их бумаги являются, как правило, стабильным источником дивидендного дохода. Многие ЗПИФН предлагают привлекательные уровни доходности, которые помогают их бумагам достаточно хорошо удерживать позиции в периоды, когда фондовый рынок "теряет почву под ногами".

Вложения в ЗПИФН не являются безрисковыми. Спад на рынке недвижимости может привести к капитальным убыткам для фондов, являющихся держателями их бумаг. Однако недавнее исследование, проведенное Ibbotson Associates, показывает, что включение бумаг ЗПИФН в портфели долгосрочных инвесторов способствует снижению риска. Исследователи обнаружили, что корреляция между доходностью

бумаг ЗПИФН и доходностью обыкновенных акций значительно ослабла в течение трех последних десятилетий.

- **Фонды денежного рынка -** взаимосберегательные фонды, которые инвестирует свои средства в высокодоходные инструменты денежного рынка, такие, как государственные ценные бумаги, депозитные сертификаты и коммерческие векселя. Благодаря же фондам денежного рынка мелкие инвесторы получают возможность инвестировать свои средства и в такие ценные бумаги. Фонды денежного рынка также инвестируют средства в краткосрочные процентные продукты с низким уровнем риска. Поскольку инструменты денежного рынка являются краткосрочными, ликвидными и имеют относительно низкий уровень риска, пай фонда денежного рынка является подходящей инвестицией для того, кто консервативен в части риска и ожидает стабильной продуктивности уже в течение года.

- **Фонды смешанных инвестиций**. Некое среднее положение по степени рискованности занимают вклады в фонды смешанных инвестиций. В портфелях этих ПИФов может преобладать доля то акций, то облигаций - в зависимости от ситуации. То есть они более маневренны, чем другие фонды, и более адекватно могут реагировать на рыночную ситуацию. Однако на деле их доходность, как правило, также занимает среднее положение между результатами работы консервативных фондов облигаций и агрессивных фондов акций.

Фонды акций – это фонды, инвестирующие только или главным образом в акции. Инвестиция в паи фонда акций обычно подходит для инвестора, который, в ожидании высокой продуктивности, готов взять на себя и риск по уровню выше среднего. При выборе фонда акций необходимо следить за тем, в какие инструменты и на какие рынки направлена инвестиционная стратегия фонда, поскольку от этого зависит как степень риска фонда, так и продолжительность инвестиции.

Фонды акций можно на основании инвестиционных стратегий разделить на две группы – *Фонды роста* и *Фонды хранения капитала*:

Фонды роста инвестируют средства в быстро развивающиеся фирмы или в предприятия с большим потенциалом роста.

Инвестиционная стратегия *фондов хранения* капитала заключается в размещении средств в стабильные предприятия основных отраслей промышленности, что не дает

высоких дивидендов и быстрого роста капитала, однако снижает инвестиционный риск.

- **Фонды прямых инвестиций**. Под прямыми инвестициями предполагается вложение денег непосредственно в реальные активы или получение контроля над предприятием. Часто для этих целей создаются фонды прямых инвестиций. Акции или паи таких фондов являются для их вкладчиков одним из финансовых инструментов, используемым для получения прибыли.

Партнерами фондов прямых инвестиций чаще всего являются компании, уже вставшие на ноги, но испытывающие недостаток денежных средств для того, чтобы перейти на новый уровень развития. На российском рынке уже есть позитивные примеры сотрудничества фондов прямых инвестиций с компаниями различных отраслей. В частности, торговая сеть «Пятерочка» активно расширяет свою долю на потребительском рынке. Новосибирская компания «Нидан» со своими соками решается вступить в конкуренцию с сильнейшими игроками этого рынка в Москве. Все эти примеры имеют одну важную характерную черту - указанные компании работают в тесном сотрудничестве с фондами прямых инвестиций.

С другой стороны, партнерами фондов прямых инвестиций являются инвесторы, вносящие в них деньги. Основной источник денег фондов прямых инвестиций - пенсионные фонды и страховые компании. Традиционно указанные операторы финансового рынка достаточно консервативны и работают в основном с государственными ценными бумагами высшей категории. Однако для повышения доходности они позволяют себе небольшую долю более рискованных вложений, например, в фонды прямых инвестиций. При этом в выборе фонда инвесторы анализируют, в основном, три главных фактора: во-первых, политическую ситуацию в стране, где работает фонд, во-вторых, ее макроэкономическую ситуацию, тенденции развития экономики страны, и в-третьих, историю рассматриваемого фонда.

В то же время, фонды прямых инвестиций нацелены на реализацию достаточно крупных проектов на предприятиях, находящихся в стадии расширения бизнеса. Стоимость таких проектов в России обычно составляет десятки миллионов долларов. Подготовкой же предприятий к такому уровню развития, в основном, занимаются венчурные фонды.

• **Фонды венчурных инвестиций**. Это инвестиции в проекты, в которых зачастую вообще невозможно заранее просчитать результат - либо в силу технической сложности, инновационности выпускаемого продукта, либо в силу того, что проект является совершенно новым для России.

Фонды выполняют функции бизнес-инкубатора для малых инновационных предприятий. Опыт работы показал, что готовых проектов для финансирования на данный момент практически нет. Как правило, продукты малого бизнеса являются незаконченными, а самим предприятиям не хватает менеджмента. Им нужно увеличивать инвестиционную привлекательность, дорабатывать продукт до уровня, когда появится принципиальный интерес у инвестора. Фонды помогают подобным предприятиям грамотно составить бизнес-план, подготовить презентацию для инвестора, консультанты содействуют в решении финансовых, бухгалтерских, юридических вопросов.

Фонды фондов

Ипотечные фонды

• **Индексные фонды**. В 2004 году на фондовом рынке России появились первые индексные фонды, основанные на индексе ММВБ. До недавнего времени этот индекс оставался единственным, на базе которого управляющие компании создавали свои фонды. Однако в декабре 2005 года сразу две управляющие компании: «КИТ Финанс» и «ОЛМА-Финанс», - приняли решение о создании открытых ПИФов, состав и структура портфелей которых должна будет повторять индекс РТС.

Плюсами индексного фонда на основе индекса РТС являются большая популярность индекса РТС, большая диверсификация индекса РТС, а также тот факт, что индексный фонд на растущем рынке обыгрывает большинство активноуправляемых ПИФов и обладает большей предсказуемостью результата относительно динамики рынка, в отличие от прочих типов ПИФов.

1.3. Регулирование рынка паевых инвестиционных фондов в России

1.3.1. Правовое регулирование паевых инвестиционных фондов

С 29 ноября 2001 года правовое регулирование паевых инвестиционных фондов осуществляется Федеральным законом "Об инвестиционных фондах". Институт инвестиционных фондов до принятия и введения в действие названного закона регулировался подзаконными актами - Указами Президента РФ N765 от 26 июля 1995 года и N193 от 23 февраля 1998 года.

С момента принятия Федерального закона «Об инвестиционных фондах» к правоотношениям, объектом которых являются инвестиционные паи, Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" не применяется. Так, в ст. 1 Закона «О рынке ценных бумаг» устанавливается правило: названным законом регулируются отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг.

Если до принятия Закона «Об инвестиционных фондах» действовавшая нормативная база (вышеупомянутые Указы Президента РФ N 765 и N 193) относили инвестиционные паи к эмиссионным ценным бумагам, то введенный в действие Федеральный закон об инвестиционных фондах особо оговаривает, что инвестиционный пай не является эмиссионной ценной бумагой (ст. 14).

Изменение статуса инвестиционного пая повлекло изменение обязанности регистрировать проспект эмиссии на необходимость регистрации исключительно правил доверительного управления соответствующего ПИФа и получение управляющей компанией лицензии на право деятельности по управлению паевыми инвестиционными фондами (ФЗ "О лицензировании отдельных видов деятельности" - ст. 17, п. 1,).

Федеральный закон "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг" с одной стороны, обеспечивает государственную и общественную защиту физических и юридических лиц, объектом инвестирования которых являются эмиссионные ценные бумаги, с другой, определяет порядок выплаты компенсаций и предоставления иных форм возмещения ущерба инвесторам (физическим лицам), причиненного противоправными действиями участников рынка ценных бумаг.

Существенно понять смысл процедуры погашения пая. В Законе «Об инвестиционных фондах» впрямую правовое содержание погашения пая не раскрывается. Можно говорить, что смыслом действий по погашению инвестиционного пая его владельцем является его односторонняя сделка по выделу доли данного владельца из имущественного комплекса, находящегося в общей долевой собственности ПИФа, и получению денежной компенсации действительной стоимости его пая. Мнение управляющей компании при погашении пая юридически не значимо - она обязана выплатить владельцу пая его компенсацию (ст. 25 Закона «Об инвестиционных фондах»).

В случае недостаточности денежных средств, составляющих паевой инвестиционный фонд, управляющая компания вправе использовать для выплаты денежной компенсации собственные денежные средства (ч. 5, ст. 25). Здесь речь идет о займе управляющей компании остальным сособственникам ПИФа в ситуации, например, когда большая часть паевого инвестиционного фонда существует в неденежном виде. В последующем управляющая компания из средств ПИФа вправе возвратить себе те деньги, которые были уплачены бывшему владельцу пая при его погашении.

Необходимо отметить регламентируемый состав активов паевых инвестиционных фондов - ст. 33 Закона об инвестиционных фондах, в которой специально оговаривается, что недвижимое имущество и имущественные права на недвижимое имущество могут входить только в состав имущества закрытого паевого инвестиционного фонда. Причем в состав имущественного комплекса ОПИФ могут входить только денежные средства, иностранная валюта и ценные бумаги, что серьезно уменьшает инвестиционную привлекательность открытых ПИФов.

Ограничения на состав имущества, находящегося в собственности ПИФа, могут вводиться федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Важная норма содержится в пункте 5 ст. 14 Закона об инвестиционных фондах. Она вводит правило о том, что инвестиционные паи свободно обращаются по окончании формирования ПИФа. В отношении процедуры формирования Закон (ст. 17, п. 1) определяет, что срок формирования паевого инвестиционного фонда должен начинаться не позднее 6 месяцев с момента регистрации Правил доверительного управления ПИФом и не должен превышать три месяца. То есть формирование

паевого инвестиционного фонда - это достаточно компактная процедура, которая ограничена временными рамками.

1.3.2. Налогообложение паевых инвестиционных фондов

Паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом. Это означает, что плательщиками налога на доходы, полученными в виде прироста стоимости пая, будут юридические и физические лица - пайщики фонда. Доход от владения паем возникает только в момент его реализации (выкупа) и облагается по принятой ставке обложения дохода. Дивиденды по инвестиционным паям не начисляются.

В соответствии с главой 30 «Налог на имущество организаций» Налогового кодекса Российской Федерации имущество, переданное в доверительное управление, а также имущество, приобретенное в рамках договора доверительного управления, подлежит налогообложению у учредителя доверительного управления[2].

Кроме того, на основании положений Федерального закона от 29.11.2001 N 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» и главы 30 Налогового Кодекса управляющая компания, ведущая учет имущества паевого инвестиционного фонда, обязана для целей налогообложения сообщать налогоплательщику-организации, владельцу инвестиционных паев сведения об остаточной стоимости имущества и о его доле в общем имуществе пайщиков.

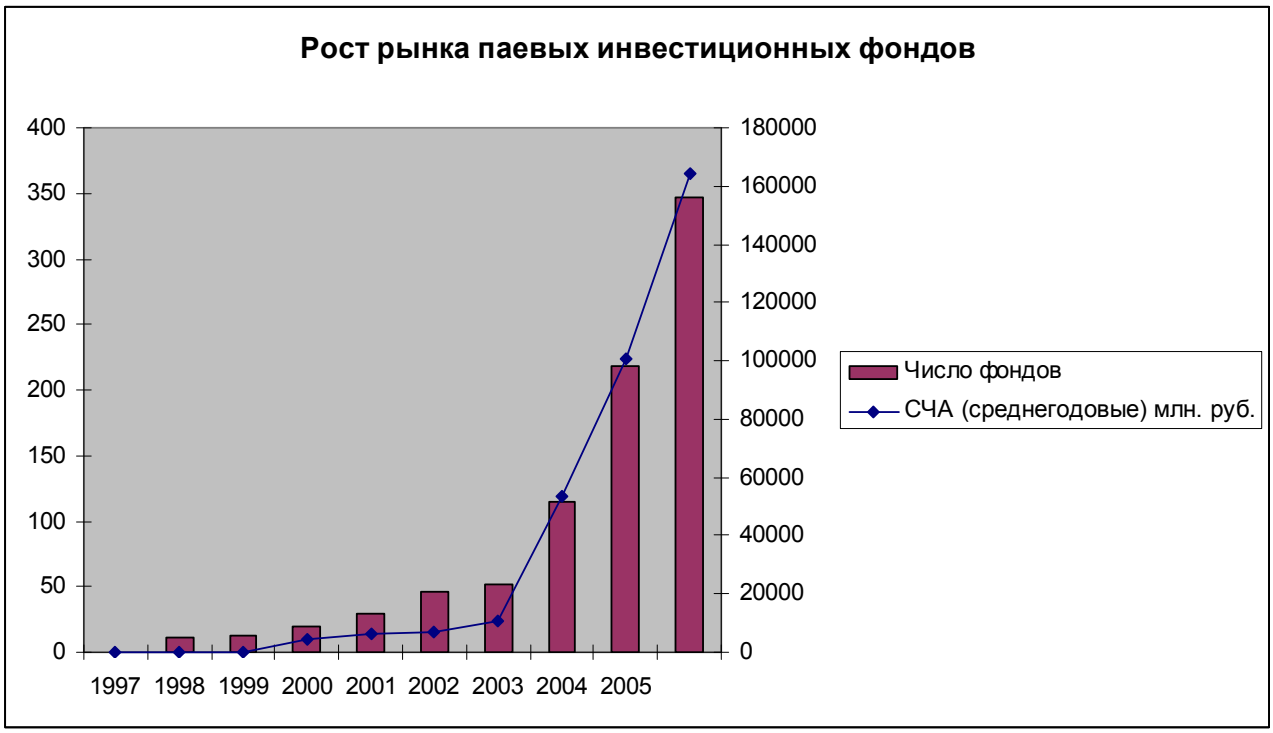
1.4. Развитие фондов в России.

На текущий момент в России нет полноценного исследования развития отрасли за период с 1996 по 2005 года, однако для данной работы такое исследование необходимо, с его помощью будет возможность оценить тенденции и динамику развития отрасли, а также потребности инвесторов и проследить динамику их развития.

---

[2] Налоговый Кодекс Российской Федерации

Паевые инвестиционные фонды впервые появились на российском рынке в ноябре 1996 г, как альтернатива чековым инвестиционным фондам, которые к тому времени показали свою нежизнеспособность. За свою недолгую историю существования в России паевые фонды доказали свою жизнеспособность и надежность и успели завоевать доверие как частных инвесторов, так и институциональных инвесторов, - управление ПИФами жестко контролируется ФСФР России, спецдепозитарием и аудитором фонда. За все это время не было ни одного случая обмана пайщиков или невыполнения перед ними обязательств управляющей компанией.

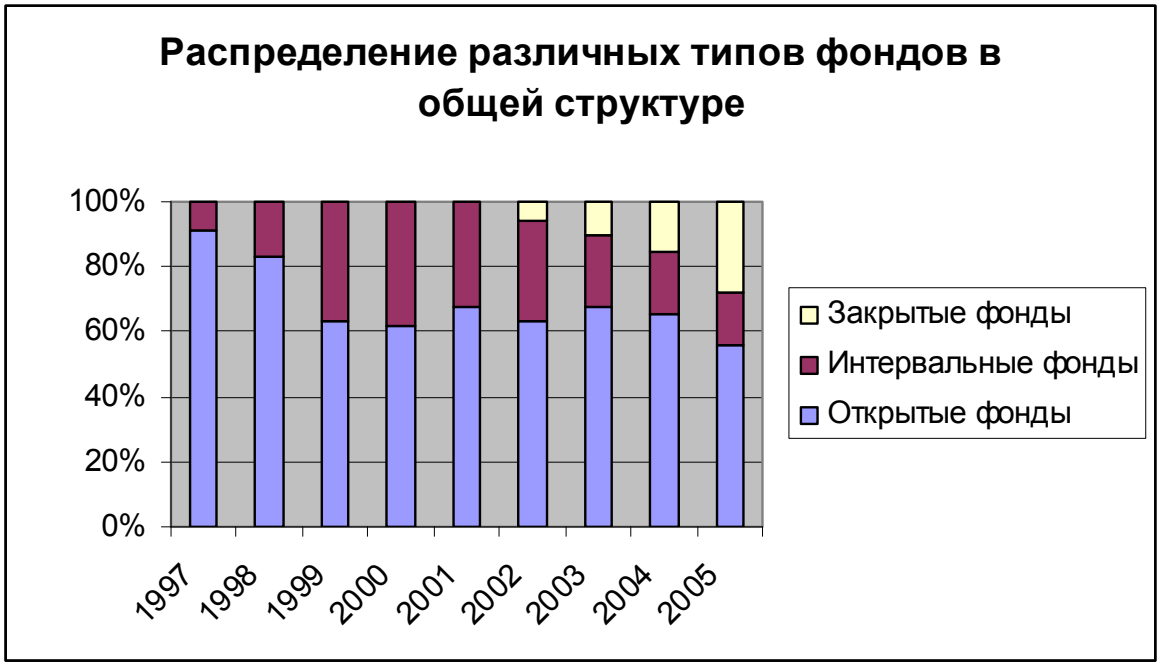


Российские ПИФы, созданные по образцу американских (в том числе - законодательному), в ходе внутрироссийского кризиса 1998 года и последовавшего дефолта, также показали удивительную жизнестойкость и способность к выживанию. Не один ПИФ тогда, не пополнил ряды компаний-банкротов. В 2001 году был принят Федеральный закон «Об инвестиционных фондах», обеспечив таким образом создание правовой базы для коллективного инвестирования в недвижимость путем создания закрытого паевого инвестиционного фонда. Так если в конце 2003 года на рынке работало четыре ЗПИФН с активами 2,09 млрд руб. (3,48 % от совокупной СЧА российских ПИФов), то на конец 2004 года их было уже 26, а стоимость их активов составляла 7,94 млрд руб. (свыше 7,1 % от общей СЧА). Мощный толчок развитию ПИФов был дан в 2005 году, когда беспрецедентный взлет курса

российских акций привел к повышению доходности вложений в них до 100 % годовых и более.

Результирующие показатели описанные выше важны для данной работы в меньшей степени нежели динамика и тенденции развития. Рассмотрим и проанализируем ключевые показатели данной отрасли в динамике. При проведении данного анализа, необходимо исходить из того, что Россия обладает рыночной экономикой, а следовательно производство товаров и услуг в первую очередь зависит от спроса на них.

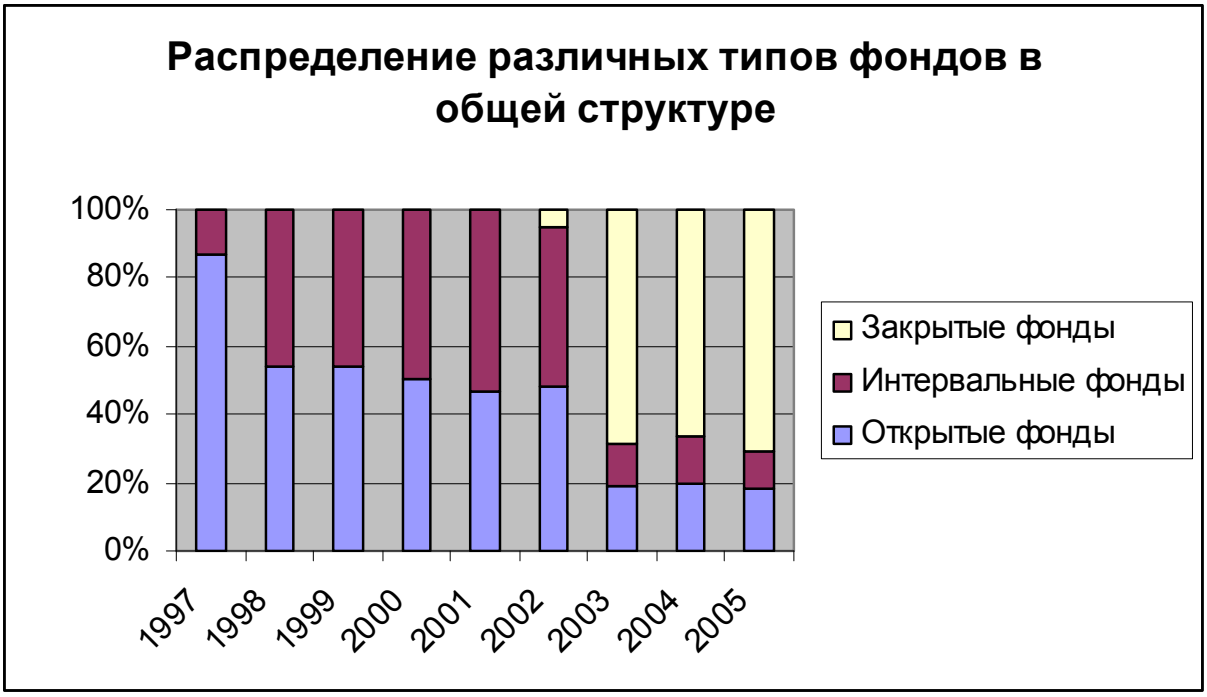
Рост отрасли нельзя назвать стабильным, однако при анализе динамики за период с 1997 – 2005 позволяет выделить определенную зависимость как в росте числа фондов, так и в росте совокупных чистых активов фондов. Как показано на графике 1 на протяжении существования отрасли наблюдается стабильная тенденция к росту отрасли, даже в в период кризиса 1998 года. Аналогичная ситуация



просматривается и при анализе роста совокупных чистых активов. Также в период с 1997 по 2004 года рост количества паевых инвестиционных фондов значительно опережал размер совокупных чистых активов, что достаточно сильно отражалось на среднем размере фондов, создавая тем самым огромное количество незначительных по размерам фондов.

Анализ структуры паевых инвестиционных фондов по типам (открытые, интервальные, закрытые) позволяет оценить уровень стремления инвесторов к

ликвидности приобретаемых инструментов. Большая потребность в ликвидных ресурсах в ущерб, получаемой доходности и рискованности инструмента, в первую очередь свидетельствует об ожиданиях инвесторов по отношению к общей ситуации в стране и общей оценке рисков, не поддающихся анализу. Как видно из графика 2. преобладающее положение занимают открытые паевые инвестиционные фонды, что



свидетельствует о высоком уровне заинтересованности инвесторов в максимальной ликвидности, а следовательно и сравнительно высоких рисках, ложащихся на инвесторов, однако за исследуемый период доля открытых паевых инвестиционных фондов постоянно сокращается, так если в 1997 году доля открытых фондов составляла 90,9%, то в 2005 году данный показатель уже составлял 56%. Стабилизация экономико-политической ситуации в стране и устойчивость, которую продемонстрировали паевые инвестиционные фонды в кризисе 98-года, позволили привлечь к себе значительное число инвесторов, причем как частных, так и инстуциональных. В начале развития отрасли для инвесторов заинтересованных в долгосрочном инвестировании первоначально были доступны только интервальные паевые инвестиционные фонды, популярность которых росла значительными темпами до 2002 года, в этом году, как было сказано выше, на рынок были выведены первые закрытые паевые инвестиционные фонды. Данные фонды при своем появлении в первую очередь смогли привлечь на свою сторону крупных частных и институциональных инвесторов. Этот тезис подтверждается 2 причинами:

1. Приобретение паев закрытых паевых инвестиционных фондов связано с значительными барьерами, как материальными - значительной стоимостью пая, так и организационными – закрытый паевый инвестиционный фонд строиться как «закрытый клуб», а следовательно допуск в такой фонд значительно ограничен и требует личного знакомства, с учредителями фонда или его пайщиками;

2. Если проследить динамику роста закрытых фондов, то можно выделить тенденцию стремительного роста как в относительном, так и в абсолютном выражении. Как видно из таблицы 1 рост совокупных чистых активов за 2002 – 2003 гг. составил более 6000% или в абсолютном выражении в 37 млрд.. Наличие такого объема денежных у частных инвесторов, а также способность управляющих компаний с аккумулировать данные средства за столь короткий период, также представляется невозможным.

Таблица 1. Динамика роста закрытых фондоы

	2002	2003	2004	2005	Среднее
Число фондов	3	12	34	98	
Рост числа к предыдущему	0%	300%	183%	188%	168%
СЧА (среднегодовые) млн. руб.	583.60	37,065.72	67,258.58	116,112.74	
Рост числа к предыдущему	0%	6251%	81%	73%	1601%

Таким образом анализ динамики роста и состав отрасли паевых инвестиционных фондов по типам фондов, дает возможность сделать вывод о том, что мелкие и средние частные инвесторы в большей степени заинтересованы в приобретении высоколиквидных инструментов и готовы «жертвовать» доходностью и риском по таким инструментам, ради возможности максимально быстро реализовать свои паи. Институциональные и крупные частные инвесторы в первую очередь заинтересованы в долгосрочном инвестировании, а следовательно уровень ликвидности инструментов для них имеет меньшее значение, о чем свидетельсвуют показатели роста отрасли закрытых паевых инвестиционных фондов.

Анализ спроса на паи различной ликвидности у различных групп инвесторов позволяет перейти к анализу инвестиционных целей различных групп инвесторов. Для этой целей предлагается сформировать 3 стратегии, которые будут включать в

себя различные виды паевых инвестиционных фондов с близкими показателями риска и доходности:

1. Рискованная стратегия: К данной стратегии предлагается относить паи фондов акций, денежного рынка, венчурных инвестиций и прямых инвестиций. При приобретении паев этих фондов основной целью инвестора является получение максимальной доходности при значительных показателях риска;

2. Сбалансированная стратегия: В состав этой стратегии включаются паи фондов фондов, смешанных фондов, индексных фондов, ипотечных фондов. Такой состав обусловлен в первую очередь в построении сбалансированного портфеля активов фонда, в результате чего удается снизить показатель риска, а следовательно и получить меньшую доходность. В таких фондах коэффициент доходность/риск наиболее высокий, что свидетельствует о получении максимально возможного роста доходности на рост риска;

3. Консервативная стратегия: В состав этой стратегии предлагается включить паи фондов облигаций и недвижимости. В структуре активов таких фондов преобладают активы с минимальными рисками, что приводит к значительному снижению доходности, получаемой инвестором.

Рассмотрим отрасли паевых инвестиционных фондов с этой точки зрения.

Таблица 2. Распределение отрасли по стратегиям

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Рисковая стратегия									
Число фондов	5	5	11	15	18	22	45	78	124
Рост	0%	0%	120%	36%	20%	22%	105%	73%	59%
СЧА (млн.руб)	73.4	54.2	4,345.1	5,096.4	4,810.3	7,749.0	47,095.9	82,922.1	124,868.4
Рост	0%	-26.16%	7915.97%	17.29%	-5.61%	61.09%	507.77%	76.07%	50.59%
Сбалансированная									
Число фондов	2	3	4	10	20	21	46	87	114
Рост	0%	50%	33%	150%	100%	5%	119%	89%	31%
СЧА (млн.руб)	83.4	210.4	1,068.1	1,727.7	2,258.0	1,961.6	4,294.0	7,456.9	15,254.7
Рост	0%	152%	408%	62%	31%	-13%	119%	74%	105%
Консервативная									
Число фондов	4	4	4	4	8	9	24	54	110
Рост	0%	0%	0%	0%	100%	13%	167%	125%	104%
СЧА (млн.руб)	25.8	21.4	38.4	109.0	270.1	519.3	2,832.3	8,815.2	23,948.0
Рост	0%	-17%	80%	184%	148%	92%	445%	211%	172%

Как видно из Таблицы 2. более популярной среди российских инвесторов является рисковая стратегия, причем эта популярность достаточно стабильна по росту как размера совокупных чистых активов, так и по числу фондов отвечающих данной стратегий, прочие же стратегии не могут похвасться аналогичными показателями. Причем очевидна тенденция к тому, что инвесторы обращаются к менее доходным

стратегиям в моменты спада по рискованным стратегиям, такая ситуация наблюдается 2 раза при кризисе 1998 года и при банковском кризисе 2001 года, однако несмотря на временный отток средств в моменты кризиса, инвесторы достаточно быстро возвращаются к более предпочитаемым стратегиям. Тот факт, что российские инвесторы предпочитают рисковые стратегии неоспорим, так как 76,1% совокупных чистых активов находятся именно в фондах, относящихся к рисковой стратегии. Такая ситуация дает достаточно четкое понимание отношения российских инвесторов к своим инвестиционным целям, в рамках значительного роста российского рынка инвестор предпочитает пренебречь рисками по своим активам в пользу получения большей доходности. Наиболее важным является то, что описанные выше тенденции и динамика роста рынка паевых инвестиционных фондов созраняются и на текущий момент, для подтверждения данного факта рассмотрим поведение рынка в 2006 году.

2006 г.

По состоянию на 29.12.06 суммарная СЧА российских ПИФов всех типов и категорий составила **418,33** млрд рублей. По курсу ЦБ, это соответствует $15,86 млрд или 12,08 млрд евро. Прирост за год составил, соответственно, 80%, 96% и 77%. Самым объемным сегментом рынка являются закрытые ПИФы: их совокупная СЧА составила 267,8 млрд рублей или 64%. Далее идут открытые фонды (90,9 млрд или 22%) и интервальные (59,6 млрд или 14%).

Динамика объема рынка ПИФов

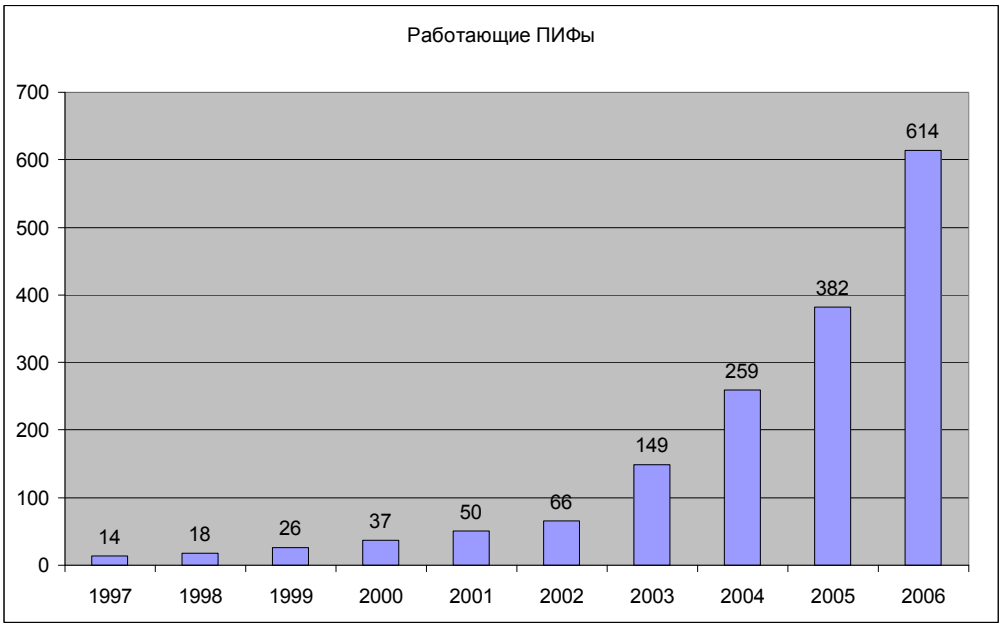
СЧА	**млн руб.**	**$ млн**	**млн евро**
2006	418334,04	15858,64	12081,88
2005	232984,88	8092,56	6817,67
Прирост	**руб.**	**$**	**евро**
млн	185349,16	7766,08	5264,21
%	79,55	95,97	77,21

В течение 2006 года на рынок вышло 252 новых фонда. Прекращено 14 фондов. Не смогли сформироваться 5 ПИФов.

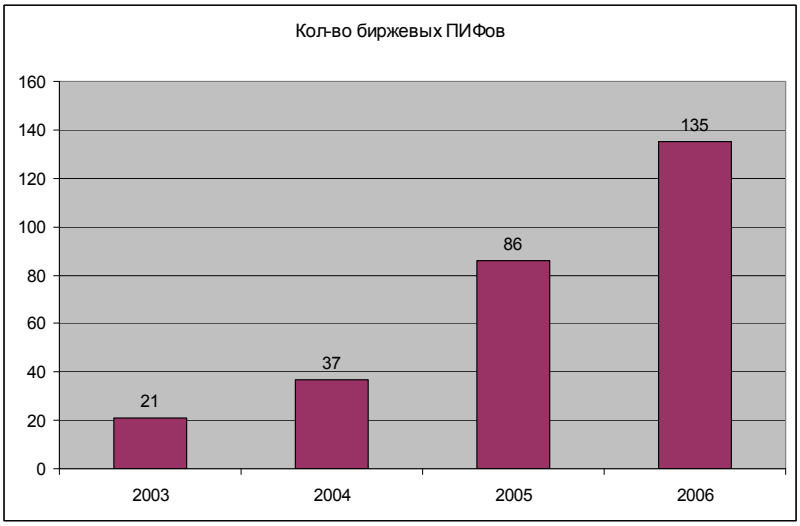
Активнее других увеличивались ПИФы недвижимости – в течение года было создано 85 новых фондов (с учетом прекращенных их количество в итоге увеличилось за год на 75 единиц – то есть, более чем удвоилось). Инвесторы рынка недвижимости уже распробовали закрытые фонды как подходящий и удобный инструмент управления «недвижимым» капиталом. Кроме того, в минувшем году средний московский жилой квадрат подорожал с $1,8 тыс. до $4,1 тыс. – более чем вдвое. Номинально он оказался гораздо интереснее рынка акций, который в 2006 году вырос лишь на 67,5%.

Также в прошлом году более чем удвоились темпы прироста количества открытых ПИФов акций – самого популярного публичного инструмента. Их стало больше на 42. Причин взрывного роста популярности фондов этой категории несколько. Во-первых, впечатляющий и широко освещавшийся в прессе рост российских фондовых индексов в 2005 году. Во-вторых, ставки по банковским депозитам уже начали раздражать своей низостью. В-третьих, беспрестанно крепнущий рубль окончательно вычеркнул доллар и евро из списка подходящих инструментов для размещения сбережений.

Результаты индексных ПИФов-пионеров в 2003-2005 годах показали, что эти фонды в среднем работают лучше ПИФов акций. В 2006 году их количество утроилось, появилось два ПИФа, инвестирующих в облигационные индексы. А в предпоследнюю неделю 2006 года индексные ПИФы акций превратились в сильного конкурента прочим рисковых фондам. Им удалось привлечь за пять рабочих дней почти 420 млн рублей, что является хорошим результатом даже для ПИФов акций.



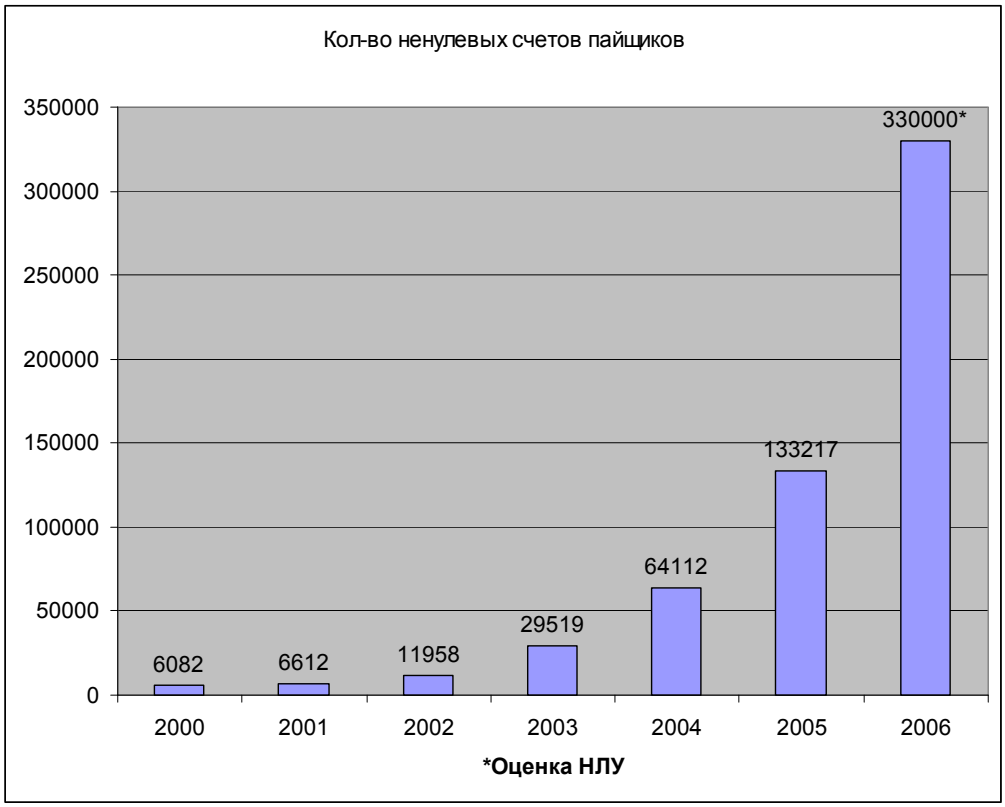
Второй год подряд количество фондов, чьи паи обращаются на ММВБ или в РТС, увеличивается на 49 штук. По состоянию на 29.12.06 их насчитывалось уже 135.



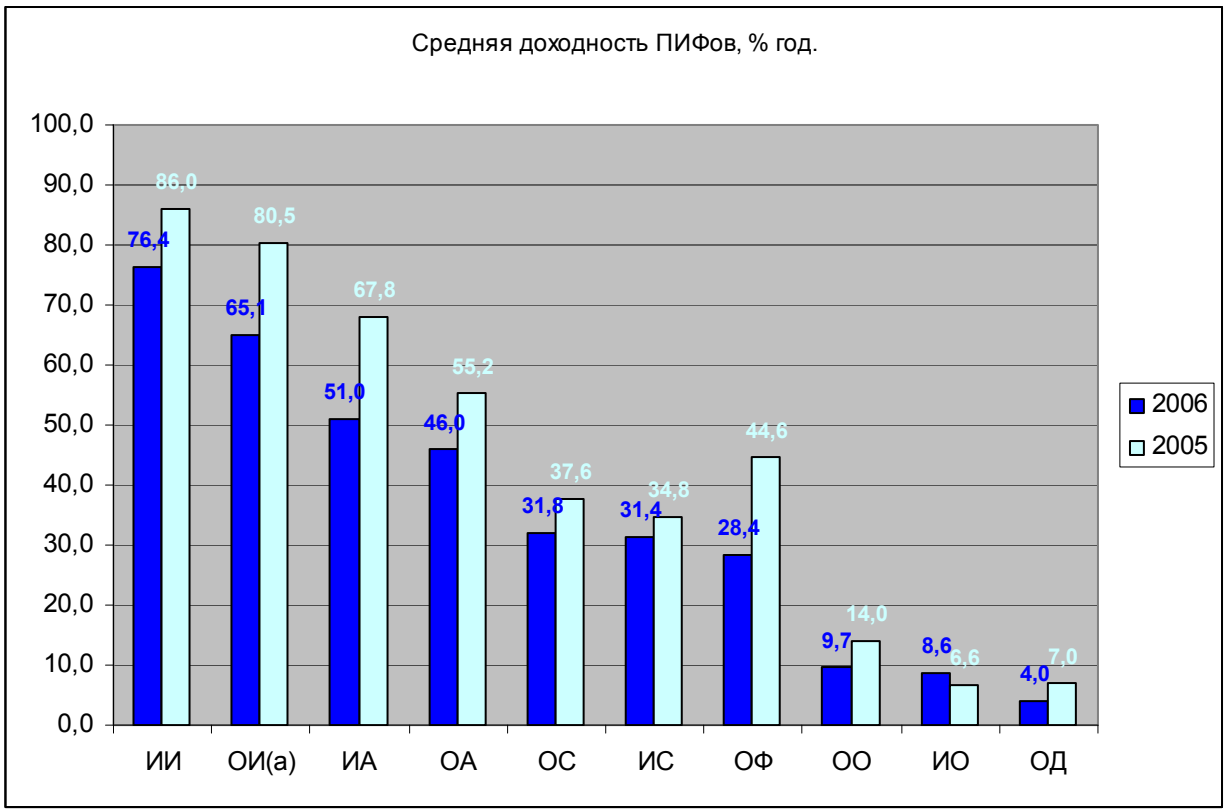
По состоянию на 29 декабря 2006 года работающими ПИФами в России управляли 178 компаний. 111 компаний имели под управлением закрытые ПИФы, 108 – открытые, 60 – интервальные. Относительно новые для рынка индексные ПИФы под управлением имели уже 22 компании, а 10 УК запустили еще более новые фонды фондов. Вне конкуренции – ПИФы недвижимости: ими в конце прошлого года управляло 84 компании. Кстати, что интересно: несмотря на ажиотажный спрос

населения на открытые ПИФы акций, в большем почете у УК оставались открытые смешанные фонды.

Эффектнее всего выглядит динамика рынка ПИФов по количеству ненулевых счетов рыночных пайщиков. За год этот показатель едва не утроился, увеличившись со 133 тыс. до 330 тыс. (предварительная оценка НЛУ). 200 тысяч новых клиентов – это рекордный прирост за всю
историю рынка.



2006-й год в среднем оказался менее доходным, чем 2005-й. Единственное исключение – интервальные ПИФы облигаций, средняя доходность которых увеличилась на 1,9 пункта. В целом же, фонды облигаций не сумели переиграть инфляцию, которая по итогам 2006 года составила 9%. ПИФы денежного рынка в среднем показали за год менее 4%. Фонды остальных типов/категорий были гораздо более успешными.



1.5. ETF – новые реалии развития рынка коллективных инвестиций на мировых финансовых площадках.

ETF – бессрочный инвестиционный фонд, акции которого могут свободно обращаться на биржевом рынке в течении торгового дня; обычно активы входящие в состав ETF повторяют какие либо биржевые индексы, сектора экономики, отрасли экономики, определенные товарные группы, акции предприятий определенных стран и т.д. Паи такого фонда представляют собой права на долю активов, входящих в фонд. ETF в настоящее время в международной практике организовывается в виде их основные различия представлены в таблице 1:

- Индексных фондов открытого типа (Open-End Index Fund).
- Единичных инвестиционных трастов (Unit Investment Trust).

Таблица 1. Формы ETF.[3]

Название формы ETF	*Выплата дивидендов*	*Ограничения по законодательной базе США*	*Примеры*
Индексный фонд открытого типа	Дивиденды по акциям, входящим в индекс, реинвестируются в день их получения, и далее фонд выплачивает их квартальными распределениями	Лот не должен превышать 50 000 паев	Отраслевые SPDR; Фонды iShares
Единичный инвестиционный траст	Дивиденды по акциям, входящим в индекс, не реинвестируются, а размещаются на специальном счету и выплачиваются по квартальному базису	Лот не должен превышать 50 000 паев	“Diamonds” (Dow Jones Index); QQQ (NASDAQ 100); SPDR (S&P 500)

Однако ETF имеют ряд значительных отличий от классических бессрочных индексных фондов или единичных инвестиционных трастов:

ETF не осуществляют реализацию своих акций напрямую частным инвесторам, так как первичная реализация акций осуществляется крупными пакетами (например, 50 000 штук в соответствии с требованиями Комиссии по ценным бумагам США[4]), которые называются «первичным пакетом» («creation unit»);

Инвесторы не имеют возможности приобретать «первичные пакеты» за счет денежных средств. «Первичные пакеты» приобретаются за счет пакетов ценных бумаг, которые зеркально отражают структуру активов фонда. Чаще всего приобретение осуществляют финансовые институты;

После приобретения финансовыми институтами «первичных пакетов», они разделяются и продаются частным инвесторам на вторичном рынке. Это позволяет частным инвесторам приобретать отдельные акции ETF, а не “первичные пакеты»;

[3] http://www.sec.gov/answers/etf.htm
[4] http://www.sec.gov/answers/etf.htm

Инвесторы, которые хотят погасить их акции ETF, имеют 2 варианта:

1) они имеют возможность реализовать акции ETF на вторичном рынке;

2) они могут погасить свои акции в управляющей компании. При погашении управляющая компания выдает инвесторам акции, в соответствии с их долей в фонде.

Все ETF, как и любая другая инвестиционная компания эмитирует правила доверительного управления, которые получают все инвесторы, приобретающие «первичные пакеты». Также в ряде случаев некоторые ETF предоставляют данные правила участникам вторичного рынка. Те ETF, которые не предоставляют инвесторам правила доверительного управления, обязаны предоставить документ с описанием продукта, в котором содержится ключевая информация о паях ETF, а также информация о том, как получить правила доверительного управления.

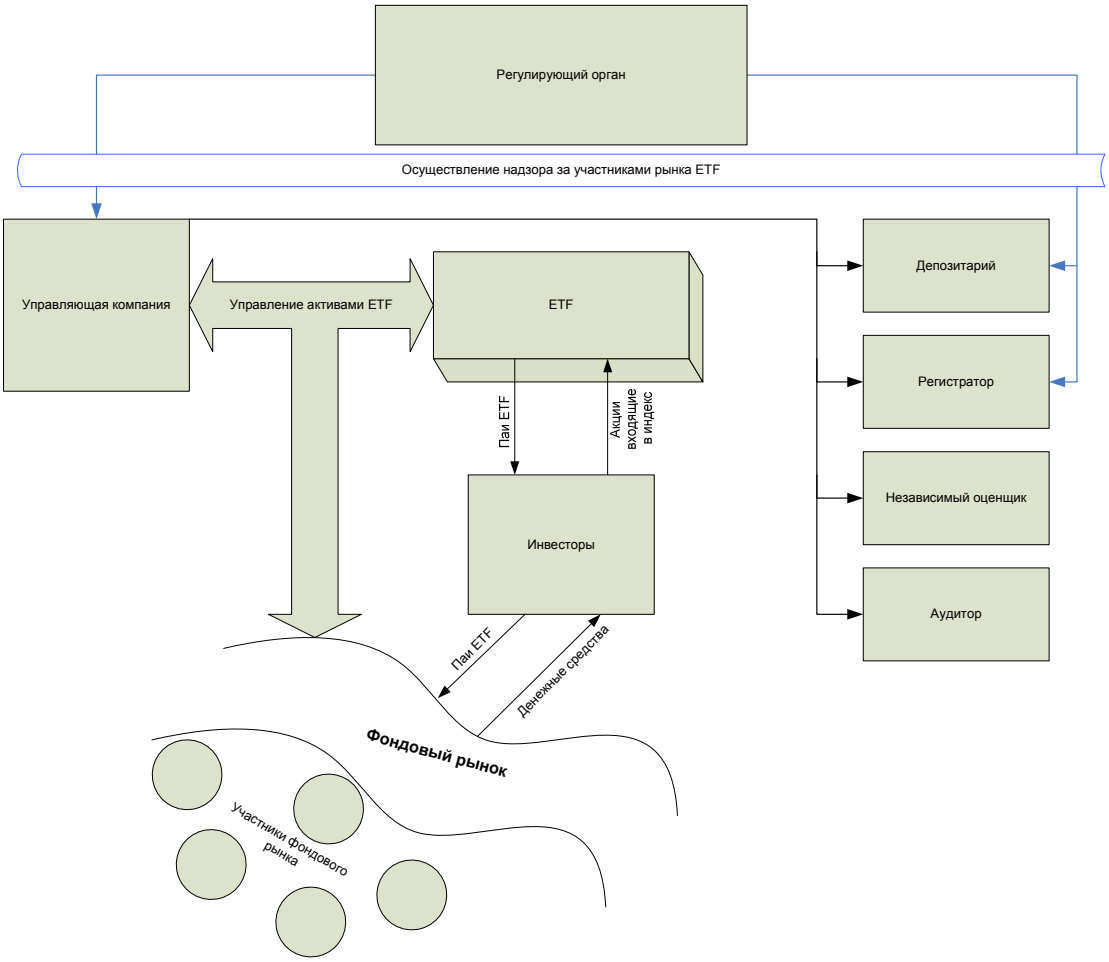
Также, несмотря на значительные отличия в различных странах и по различным направлениям деятельности фондов существуют черты общие для всех ETF, вне зависимости от формы образования:

Акции любого ETF имеют листинг на бирже

В своем большинстве структура активов ETF фиксирована, так как привязана к индексу или определенной группе активов, что приводит к малой активности по управлению;

Возможность осуществлять приобретение и погашение паев ETF за счет пакетов базисного актива (чаще всего крупных)

Рассмотрим схему построения ETF. Данная схема значительно отличается от схемы организации индексных паевых инвестиционных фондов или инвестиционных трастов, в первую очередь данное отличие вызвано разницей в схеме первичной реализации, обращении и погашении паев ETF:



В отличие от классических паевых инвестиционных фондов, которые создаются на основании взносов денежных средств пайщиков, фонды ETF создаются на основании взносов пакетов акций учредителями ETF в соответствии с набором акции на основании которого строиться индекс, так например, при покупке доли в ЕТФ, который основан на индексе S&P 500, учредителей обязан передать в управление инвестиционной компании, в данном случае – SPDR, акции соответствующих компаний – General Electric, Microsoft и других 498 компаний, определяющих данный индекс, находящиеся у него в собственности. Собственник паев ETF имеет возможность осуществлять операции по покупке/продаже паев ETF в течении торгового дня на вторичном рынке, что позволяет достичь максимально возможной ликвидности для инвестора.

Активы ETF также как и любого другого паевого инвестиционного фонда находятся под управлением управляющей (инвестиционной) компании, которая осуществляет непосредственное управление активами фонда путем совершения

любых юридических и фактических действий в отношении в отношении активов, входящих в фонд, а также осуществляет все права удостоверенные ценными бумагами, включая право голоса по голосующим ценным бумагам. Основными инвестиционными компаниями, оперирующими на данном сегменте фондового рынка, в настоящее время являются Barclays Global Investors Street, Global Advisors (SPY), Bank of New York и Vanguard.

Интересен процесс налогообложения для рассматриваемых фондов. Налогообложение ETF в целом схоже с налогообложением обычных паевых инвестиционных фондов. Исключением составляет операция погашения паев ETF, в рамках того что погашение паев происходит акциями, входящими в расчет индекса, в соответствии с долей инвестора в данном фонде, то инвестор при погашении получает своего рода отсрочку по уплате налога, так как может не реализовывать свои активы. Фонд также имеет возможность сократить свои издержки, так как нет необходимости осуществлять продажу акций для получения денежных средств, как это происходит при выходе пайщика из обыкновенного паевого фонда. В случае если инвестору срочно требуются денежные средства, то с паями ETF он может поступить 2 путями:

1 – погасить свои паи в фонде и продать полученные акции на рынке, уплатив соответствующий налог на прибыль на разницу между стоимостью приобретения и текущей рыночной стоимостью активов;

2- также инвестор может реализовать свои паи ETF на вторичном рынке, уплатив налог на прибыль с разницы между стоимостью пая в момент приобретения и стоимостью пая при продаже на вторичном рынке.

После определения ETF, изучения процесса функционирования указанного фонда рассмотрим историю развития данной отрасли коллективного инвестирования.

Первый ETF был основан в 1993 году, он назывался Standard & Poor’s Depositary Receipts (SPDRs). Запуск данного фонда на тот момент был прорывом в развитии финансовых инструментов, так как данный фонд обладал более низкими издержками для инвесторов и со значительной экономией на налогах, также он был

достаточно привлекательным для долгосрочного инвестирования, в том числе и для частных инвесторов (однако из-за брокерских комиссий он становился менее привлекательным, для частных инвесторов осуществляющих инвестиции с определенной периодичностью (например, ежемесячно) малыми суммами). Так из одного фонда, ETF выросли в значительную часть рынка фондов, основанных на индексах, по состоянию на конец 2006 года доля ETF в данной части рынка составляла 41%, для сравнения в 2000 году – 9%, в 1997 – 3%. Рост рынка ETF выражается не только в количестве фондов, но и по направлениям их деятельности. Так на начало 2007 года по отчету Morning Star Inc. на рынке присутствовало около 400 фондов, при этом только за 2006 год был образовано около 250 новых фондов. На конец Января 2007 года совокупные чистые активы составили 431 млрд. долл. США, для сравнения на февраль 2006 года этот показатель равнялся 300,8 млрд. долл. США.[5]. Однако столь существенный рост активов не был вызван ростом числа фондов, так как по состоянию на январь 2007 года совокупные чистые активы фондов, образованных в 2006 году составляли 18 млрд. долл. США, или в среднем по 74 млн. долл. США на каждый фонд. Рост отрасли ETF происходил не только за счет увеличения количества фондов на рынке, но и за счет большей диверсификации фондов. Так по состоянию на январь 2007 года на рынке присутствовало 14 фондов работающих по конкретному индексу (по всему миру), лидером в этой категории фондов по совокупной сумме активов под управлением остается SPDR, 80 фондов специализировались на различных инвестиционных стратегиях (консервативная, агрессивная и т.д.), 110 фонда специализировались на конкретных сегментах экономики (электроэнергетика, биотехнологии и т.д.), 68 фондов специализировались на конкретных странах (акции компаний Южной Кореи), 73 фонда работали с акциями компаний различной капитализации (акции компаний малой, средней, крупной капитализации), оставшаяся часть рынка ETF (около 15%) представлена валютными, товарными фондами и прочими фондами использующими высокорисковые стратегии.

Необходимо отметить, что, несмотря на значительную привлекательность ETF для частных инвесторов, данные фонды пользуются значительной популярностью у институциональных инвесторов. Очевидной тенденцией на рынке является то, что

[5] Investment Company Institute

доля собственности институциональных инвесторов выше в более крупных фондах, нежели в средних и мелких. В 10% крупнейших фондов доля собственности институциональных инвесторов в среднем составляет около 38%, для сравнения в среднем по всем фондам данный показатель составляет только 26%. К примеру в наиболее крупных ETF доля институциональных инвесторов составляет:

SPDR 500 (SPY) – 55%

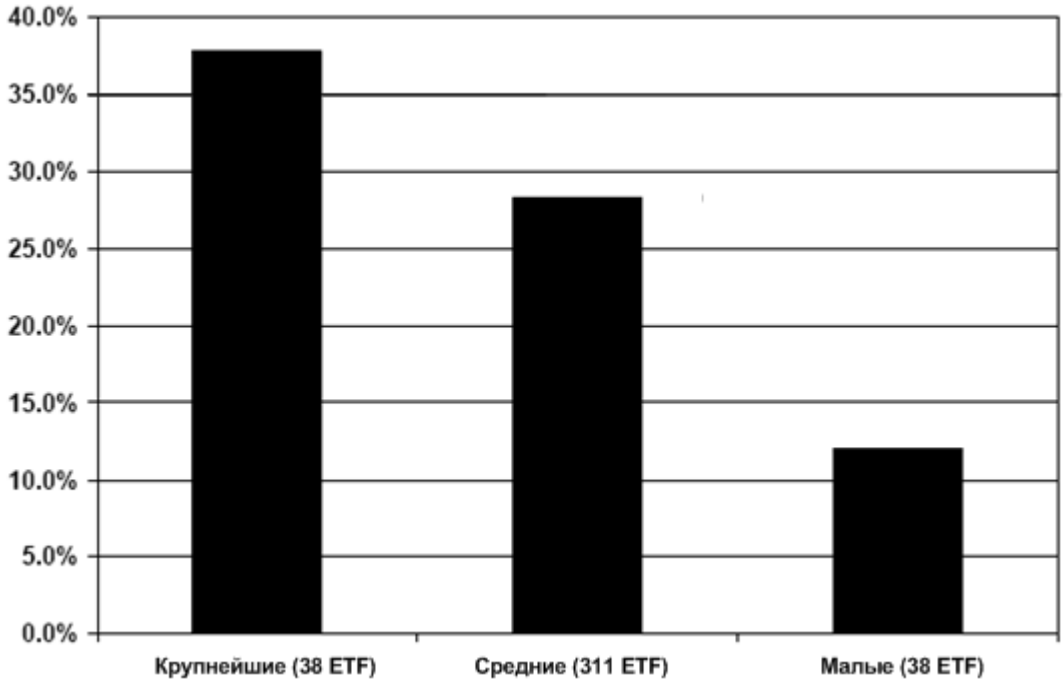
Nasdaq (QQQ) – 47%

Diamonds Trust I (DIA) – 33%

SPDR Mid Cap 400 (MDY) – 49%

iShares Rus 2000 (IWM) – 59%

Рисунок 3: Доля институциональных собственников в ETF, 2006 год.



На текущий момент на рынке предлагаются ETF, диверсифицированные не только по своим на правлениям деятельности, но и по получаемому инвесторам доходу. Так например в 2007 году компания Rydex Investment, которая уже осуществляет управление 96-ью фондами на рынке, планирует запустить 3 новых фонда, которые будут привязаны к индексу Nasdaq по компаниям отрасли

биотехнологий, причем в первом фонде, показатель деятельности индекса будет удваиваться, во втором – будет применена система обратного дохода, то есть при падении индекса на 1%, инвестор будет получать 1% дохода, в третьем – в аналогии со вторым при падении индекса 1%, инвестор будет получать 2% дохода. Популярности фондов с обратным доходом растет как среди инвесторов, так и среди управляющих компаний. На текущий момент на рынке присутствует 52 фонда с обратной доходностью, они поставляются только двумя управляющими компаниями – Rydex и Profunds, которые планируют за 2007 год вывести еще около 25 фондов[6].

Также очень популярной на текущий момент является отрасль фондов с фиксированным доходом. Монополистом в данном сегменте рынка является Barclays Global Investors, подразделение Barclays PLC[7], который осуществляет управление 5 фондами с фиксированными доходом, также в 2007 году планируется вывести на рынок ETF с фиксированным доходом, в активы которого будут входить инвестиционные ипотечные ценные бумаги (Фани Мей, Джини Май, Фредди Мак), а также ценные бумаги ипотечных государственных компаний.

[6] Rydex и Profunds
[7] Barclays

2. Конкурентные преимущества биржевых фондов перед другими формами коллективного инвестирования.

В процессе своего развития ETF приобрели значительную популярность среди инвесторов и профессиональных участников рынка ценных бумаг, о чем свидетельствуют показатели роста отрасли, описанные в первой главе. В первую очередь это обусловлено способностью ETF совмещать в себе сильные стороны паевых инвестиционных фондов и свои собственные отличительные черты, являющиеся в свою очередь существенными конкурентными преимуществами перед другими институтами коллективного инвестирования. По данным причинам ETF имеют целый ряд положительных характеристик. Рассмотрим их более подробно:

Профессиональное управление.

Средствами инвесторов в биржевых фондах управляют профессиональные менеджеры. Активы фондов диверсифицированы в различных направлениях, в зависимости от заявленной в правилах структуры активов фонда. Диверсификация уменьшает зависимость стоимости инвестиционного портфеля в целом от изменений стоимости того или иного вида инвестиций;

Многоуровневая система защиты инвесторов.

Защита прав инвесторов обеспечена организационной структурой фонда: в ней разделены функции управления, хранения и учета средств фонда между независимыми друг от друга структурами – Управляющей компанией и Специализированным депозитарием.

Удобные условия инвестирования.

Инвестирование в биржевые фонды может осуществляться инвесторами как посредством приобретения «первичных пакетов», которые являются значительными по своим размерам и в оплату которых принимаются ценные бумаги в структуре, соответствующей активам фонда. В первую очередь данное преимущество интересно для крупных институциональных инвесторов, частные инвесторы имеют возможность приобретения паев через вторичный рынок. Продажа и погашение паев может осуществляться инвестором, как через продажу паев на вторичном рынке, так и через погашение паев в управляющей компании. Инвестиционный пай может быть передан по наследству или использовать в качестве залога.

Льготное налогообложение.

Биржевые фонды совмещают в себе преимущества паевых инвестиционных фондов и дают возможность на еще большую оптимизацию налоговых платежей. Биржевой фонд не является юридическим лицом, а потому не платит налог на прибыль. Таким образом, прирост имущества паевого фонда, в том числе в виде дивидендов и процентов, налогом на прибыль не облагается до тех пор, пока инвестор не выведет свои средства из фонда. Особенностью биржевых фондов является тот факт, что инвесторы имеют возможность применить налоговую отсрочку при погашении паев. Как было описано выше, инвесторы имеют возможность погашать свои паи посредством продажи их на вторичном рынке. В таком случае налог на полученную за период владения прибыль будет уплачен в порядке, аналогичном обычному паевому инвестиционному фонду. Однако в случае погашения паев через управляющую компанию, инвестор получает активы в структуре, соответствующей структуре активов фонда. В данном случае инвестор не получает денежного дохода, а следовательно и налоговая база по налогу на прибыль равна нулю, до того момента пока активы полученные инвестором не будут реализованы

Инвестиции на фондовом рынке.

Биржевые фонды дают возможность своим вкладчикам выходить на рынки с более высоким потенциалом доходов, прежде доступным только достаточно крупным инвесторам.

Информационная прозрачность.

Управляющие компании обязаны регулярно опубликовывать инвестиционную декларацию, описывающую структуру активов и направление деятельности фондов. Для тех компаний, которые не осуществляют распространение данного документа инвесторам, инвестиционная декларация предоставляется инвесторам по требованию. В рамках того, что паи биржевых фондов участвуют в листинге биржи, то стоимость указанных ценных бумаг можно узнать на сайтах бирж, где осуществляется торговля.

2.1 Анализ конкурентных преимуществ биржевых фондов в сравнении с другими формами инвестирования.

При сравнении с различными инструментами инвестирования ETF имеют свои особенные преимущества. Проведем сравнительный анализ конкурентных преимуществ биржевых фондов и других форм инвестирования.

Преимущества ETF перед банками.

В первую очередь это высокая доходность, которую обеспечивает целый ряд факторов:

a) ETF – это фактически имущественный комплекс, принадлежащий пайщикам. Заработанные специалистами управляющей компании средства вновь инвестируются в доходные активы, начинают работать и обеспечивать дополнительный прирост имущества пайщиков.

b) ETF не является юридическим лицом, поэтому ни имущество, ни операции фонда не облагаются налогами. Сэкономленные на налогах средства также работают на пайщиков. Налогообложению подлежит лишь доход, полученный при реализации паев на вторичном рынке и/или при продаже полученных в счет погашения паев активов от курсовой разницы между покупкой и продажей пая в соответствии с налоговыми ставками, установленными законодательством.

c) В отличие от банка, на ETF не возложено бремя обязательного резервирования части привлеченных денежных ресурсов.

Банковские вклады следует рассматривать как инструменты, предусматривающие стабильные, но невысокие проценты. Однако, как показало время, и банковские проценты могут снижаться. На текущий момент у биржевых фондов появились дополнительные преимущества, связанные с развитием рынка биржевых фондов с фиксированным доходом, которые уже вызвали значительный интерес, как у инвесторов, так и у управляющих компаний. По данным ЦБР, средняя ставка по банковским депозитам для частных вкладчиков в целом по России без учета вкладов до востребования на конец января 2007 года по сравнению с январем 2006 года снизилась на 0.8%, с 8,3% до 7,5% соответственно.

Преимущество биржевых фондов перед вложениями в валюту.

Вложения в валюту в наибольшей степени ликвидны. Но в то же время они подвержены инфляции и колебаниям курсовой стоимости также как и биржевые фонды. Как показывает практика, сегодня ни одна из основных мировых валют не отличается устойчивым ростом курса, вопреки биржевым фондам. В отличие от ПИФов они могут торговаться по цене как выше, так и ниже стоимости активов, входящих в расчет совокупных чистых активов. Однако, несмотря на колебания курсовой стоимости паев биржевых фондов тенденция роста стоимости паев таких фондов прослеживается на протяжении всего существования таких фондов. В качестве яркого примера можно привести данные по стоимости пая фонда SPDR (см. Таблица 5).

Таблица 5. Анализ динамики роста стоимости пая SPDR

Год	Стоимость пая	Изменение	Дивиденды	Изменение	Кол-во выплат в год	Среднее кол-во обращающихся паев за год	Изменение	Объем выплат (млн. долл. США)	Изменение выплат
2007	143.75	12.75%	0.55	6.17%	4.00	138,477,200.00	125.29%	305.20	139.18%
2006	127.50	7.90%	0.52	11.13%	4.00	61,465,300.00	-3.07%	127.60	7.72%
2005	118.16	4.12%	0.47	18.23%	4.00	63,414,700.00	24.29%	118.46	46.94%
2004	113.48	31.86%	0.40	11.58%	4.00	51,022,600.00	-12.03%	80.62	-1.84%
2003	86.06	-23.96%	0.35	6.95%	4.00	57,999,500.00	187.76%	82.13	207.76%
2002	113.18	-17.40%	0.33	4.75%	4.00	20,155,500.00	35.45%	26.69	41.88%
2001	137.02	-1.82%	0.32	-14.82%	4.00	14,880,400.00	33.25%	18.81	13.50%
2000	139.56	9.32%	0.37	4.51%	4.00	11,167,100.00	65.06%	16.57	72.50%
1999	127.66	29.85%	0.36	2.01%	4.00	6,765,400.00	59.63%	9.61	62.84%
1998	98.31	25.38%	0.35	2.35%	4.00	4,238,300.00	102.87%	5.90	107.64%
1997	78.41	23.15%	0.34	5.59%	4.00	2,089,200.00	125.23%	2.84	137.82%
1996	63.67	35.21%	0.32	4.55%	4.00	927,600.00	320.11%	1.19	339.20%
1995	47.09	-2.34%	0.31	9.22%	4.00	220,800.00	-67.22%	0.27	-71.36%
1994	48.22	9.74%	0.28	-16.32%	5.00	673,600.00	394.93%	0.95	417.69%
1995	43.94	-	0.34		4.00	136,100.00		0.18	
Среднее значение	**9.58%**		**3.99%**			**99.40%**		**108.68%**	

С момента основания, в 1993 году, стоимость пая выросла на 327%, а ежегодный прирост в среднем составил 9,58%. Аналогичные тенденции наблюдаются и в приросте суммы дивидендов к выплате. Средний ежегодный прирост составил 3,99%. За 14 лет размер дивидендов к выплате вырос на 163%. Несмотря на значительные колебания стоимости пая за 14 лет тенденция к росту сохранялась постоянно. Так как доходность паев биржевых фондов в первую очередь зависят от доходности финансовых инструментов – акций, облигаций и других ценных бумаг, входящих в инвестиционный портфель пайщиков, а не от спекулятивных колебаний. Однако при долгосрочном инвестировании среднегодовая доходность значительно превышает инфляционные ожидания и доходность по банковским депозитам.

Также преимущества Биржевых фондов различаются в зависимости от групп пользователей ETF. По моему мнению, целесообразно рассмотреть преимущества, которые получают различные группы инвесторов (частные и институциональные) и профессиональные участники по сравнению с альтернативными вариантами инвестирования.

2.2 Преимущества для частных инвесторов.

В процессе своей инвестиционной деятельности частные инвесторы зачастую сталкиваются с проблемой баланса между желаемой доходностью и возможным размером рисков, которые они готовы принять на себя. Фактически на текущий момент рынок финансовых услуг предлагает достаточно широкий набор инструментов для инвестирования, однако при определенной группировке можно выделить закрытый список:

1. Банковские продукты.

К данной группе относятся депозиты и депозитные продукты с применением финансового инжиниринга (например, equity linked note). Указанная группа инструментов может быть охарактеризована малой доходностью, с практически полным отсутствием риска. Также в зачастую данные инструменты не предназначены для долгосрочного инвестирования. Анализ рынка депозитов показывает, что максимальный срок по срочным депозитам составляет 760 дней, что немногим больше 2 лет.

2. Вложения в валюту.

Данная группа вложений предполагает инвестирование денежных средств в различные зарубежные валюты. В сравнении с банковскими продуктами доходность у данного инструмента значительно выше как соответственно выше и риски по данному инструменту. При использовании указанного инструмента инвестирования предполагается активное управление портфелем, в связи со значительной волатильностью и отсутствием постоянной тенденции к росту курса валют. Однако, в связи с недостаточным профессиональным навыком управления средствами среднего инвестора данное управление является не практичным. Также в связи с отсутствием

постоянных тенденций долгосрочное инвестирование в данные инструменты не представляется возможным.

3. Прямое инвестирование на рынок ценных бумаг за исключением инструментов коллективного инвестирования.

Прямой выход на рынок ценных бумаг инвестором имеет ряд значительных преимуществ сопряженных со значительным количеством недостатков. Рынок ценных бумаг предлагает весь спектр инструментов, которые могут удовлетворить пожелания по риску и доходности практически любого инвестора. Так, например, для получения значительного дохода при высоких показателях риска инвестор может использовать вложения в акции венчурных компаний, для умеренной стратегии – акции «голубых фишек», для консервативной стратегии – корпоративные и государственные облигации. Однако для участия на рынке существует ряд ограничений, которые в первую очередь связаны с размером первоначального капитала, требуемого для выхода на рынок. Вторым существенным ограничением, является необходимость построения стратегии и активное управление портфелем. Пассивное управление тоже допустимо, однако в данном случае нет возможности реализовать все преимущества рассматриваемого вида инвестирования. Профессиональное построение стратегии и активное управление портфелем требует значительных знаний и опыта в области управления ценных бумаг или же возможности оплачивать услуги брокер-дилерских компаний по управлению денежными средствами инвестора. Также при таком варианте инвестирования значительные расходы возникают при уплате биржевых комиссий за операции с ценными бумагами и налоговые выплаты по уплате налога на прибыль.

4. Инвестирование в инструменты коллективного инвестирования.

В данную группу инструментов входят паи и акции инвестиционных фондов, ОФБУ, а также паи биржевых фондов (exchange traded funds), которые, как было описано в первой главе, фактически базируются на паевых инвестиционных фондах. Институты коллективного инвестирования успешно совмещают в себе преимущества продуктов вышеуказанных групп. Столь сильная востребованность продуктов институтов коллективного инвестирования обусловлена рядом причин:

При работе с паевыми инвестиционными фондами у инвесторов есть возможность подобрать фонды, которые в наибольшей степени соответствуют их требованиям к доходности и риску.

Подсчитано, что 1$, вложенный в 1999 г. в ценные бумаги, принес бы на данный момент 3517$, в то время как другие вложения, следуя темпам инфляции, едва обеспечили 9$[8] .

Возможности самого рынка ценных бумаг. Когда крепнет бизнес и экономика страны, то процветают и владельцы ценных бумаг. В периоды же нестабильности на выручку приходит профессионализм трейдеров - они умело используют большие ценовые колебания (так называемую волатильность рынка), позволяющие неоднократно совершать прибыльные сделки в течение дня.

Создавая паевой инвестиционный фонд, Управляющая компания не только открывает гражданам и другим, мелким и средним инвесторам, доступ на фондовый рынок, но и обеспечивает качественно новый уровень защищенности вложений. ETF как форма развития паевых инвестиционных фондов еще сильнее усовершенствовал данную систему защиты, предлагая своим инвесторам более ликвидные и защищенные инструменты, таким образом инвесторы в течение дня торгового дня имеют возможность:

- Получать информацию о стоимости пая каждые 15 секунд;
- Возможность приобретать и покупать паи на вторичном рынке, в том числе участвовать в первичном размещении паев и погашать их в управляющей компании.
- Возможность получать достоверную и полную информацию о деятельности фонда, так как уполномоченное государством учреждение производит его ежедневный и независимый учет.
- Возможность получать значительно большую прибыль по сравнению с другими инструментами инвестирования на рынке по следующим причинам:
    1. В изначальной форме паевой инвестиционный фонд – это имущественный комплекс, принадлежащий пайщикам, поэтому заработанные средства реинвестируются в доходные активы, что позволяет обеспечивать инвесторам дополнительный прирост стоимости

[8] (“Триумф оптимистов”. Лондонская школа экономики Элрой Димсон, Пол Марш и Майкл Стонтон, 2002.

вложений. Однако с развитием отрасли коллективного инвестирования по ряду инструментов Управляющие компании начали выплачивать дивиденды, получаемые по акциям, входящим в состав активов. В большей степени данный факт относится к биржевым инвестиционным фондам, которые производят ежеквартальные выплаты своим акционерам, с целью повышения заинтересованности инвесторов.

2. В рамках того, что паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом, фонд не осуществляет уплату налога на прибыль по своим операциям, не уплачивает налог на имущество входящих в состав активов фонда, что позволяет реинвестировать средства от экономии на налогах в доходные активы. Также налоговые экономии имеют возможность получить и инвесторы паевых инвестиционных фондов. Так как налоговые органы информированы о сроках инвестирования клиентом, что также осуществляет Управляющая компания.
3. Паевой инвестиционный фонд не является акционерным обществом, поэтому не тратит денег пайщиков на проведение собраний или других мероприятий.
4. В отличие от банка, на паевой инвестиционный фонд не возложено Центральным банком бремени обязательного резервирования части привлеченных денежных ресурсов, заставляющего банк снижать проценты, выплачиваемые за ресурсы.
5. Паевой инвестиционный фонд обладает значительным преимуществом по сравнению с прочими формами инвестирования на рынке ценных бумаг - бремя комиссионного вознаграждения биржи и других вмененных затрат распределяется равномерно на десятки и сотни владельцев паев и становится для них гораздо менее ощутимым, чем для одинокого инвестора при выборе любых других форм инвестирования. Данное преимущество, однако, свойственно не для всех фондов, так например при операциях с паями биржевого инвестиционного фонда, которые проводит инвестор на вторичном рынке бремя уплаты биржевых комиссий ложится на инвестора, однако при долгосрочном

инвестировании и при отсутствии активных операций на вторичном рынке биржевые комиссии распределяются среди всех инвесторов.

6. Также при работе с биржевыми инвестиционными фондами, инвесторы получают возможность осуществлять инвестиции в индексы, которые покрыты только биржевыми фондами. Как видно из рисунка построенного на основании данных Morningstar[9], биржевые фонды дают доступ инвесторам к значительно большему количеству мировых индексов, нежели предлагают обычные индексные паевые инвестиционные фонды.

Однако наряду с преимуществами паевых инвестиционных фондов биржевые фонды имеют ряд особенностей, свойственных только им. Наиболее ярким сравнением, по моему мнению, будет проведение параллели фондов, паи которых торгуются на биржах с индексными паевыми инвестиционными фондами. К особенностям биржевых фондов следует отнести:

[9] Morning star 2006 **ДОПИСАТЬ**

1. Меньшие затраты.

В процессе своей деятельности биржевые фонды могут достигать значительно более низкого коэффициента затрат по сравнению с самыми низкозатратными индексными фондами. Так, например коэффициент затрат биржевого фонда Barclays I-shares S&P 500 составляет 0.09% в год, в то время как затраты индексного фонда Vanguard 500, построенного также на S&P 500, достиг 0.151%.

Годовые затраты по диверсифицированному портфелю индексного паевого инвестиционного фонда с общим распределением активов на 18% ниже при использовании биржевых инвестиционных фондов, нежели в индексных фондах. Ключевым преимуществом биржевых инвестиционных фондов заключается в том, что, паи фонда приобретаются аналогично акциям через брокерские счета инвестора, а, следовательно, можно выбрать наиболее дешевый биржевой фонд из всех фондов, доступных на рынке, в то время как при работе с индексными фондами инвестор привязан к конкретной группе продуктов. Vanguard, к примеру, не распространяет свои продукты через финансовый супермаркеты, и в случае, если инвестор хочет избежать транзакционных издержек при приобретении паев, то ему будет выгоднее открыть счет в Vanguard, что в большинстве случаев приводит к привязке инвестора к одной управляющей компании.

2. Большая экономия на налогах

В процессе своей деятельности биржевые инвестиционные фонды достигают большей экономии на налогах по сравнению с индексными фондами, которые сами по себе достигают большей экономии на налогах по сравнению с активно управляемыми фондами. Однако все же индексные фонды осуществляют распределение добавочного капитала, что означает необходимость инвесторов уплачивать налоги. В сравнении с этим биржевые фонды осуществляют распределение заработанного капитала в очень малых объемах, а в большинстве случаев вообще не осуществляют такое распределение.

3. Возможность эффективного управления налоговыми платежами.

При использовании биржевых фондов инвесторам доступны более эффективные и простые механизмы управления налоговыми платежами по сравнению с индексными паевыми инвестиционными фондами. Данное преимущество может выражаться в значительных финансовых выгодах, в особенности для крупных инвестиций. Данное преимущество доступно только для западных инвесторов, в рамках особенностей налогового законодательства. Инвесторы, держащие паи биржевых фондов на брокерских счетах, получают возможность продавать паи биржевых фондов с максимальным базисной стоимостью, таким образом, минимизируя налогооблагаемую базу. Для сравнения: при работе с индексными паевыми инвестиционными фондами отчет по активам инвестора, а также их продажа в целях налогового учета, осуществляется по средней цене покупки, снижая тем самым возможность реализовывать налоговые убытки инвестора.

4. Простота и удобство размещения и управления активами частными инвесторами.

При работе с биржевыми фондами частным инвесторам доступен сравнительно более простой механизм управления своими активами, нежели при работе с индексными паевыми инвестиционными фондами. Инвестор приобретает паи биржевых фондов, которые хранятся и управляются с единого брокерского счета инвестора, при этом инвестору доступны всевозможные операции по размещению и перегруппировке активов. В случае с индексными паевыми фондами у инвестора нет возможности централизации управления своими активами при их размещении в разных управляющих компаниях. Теоретически на текущий момент в западных странах развивается механизм такого управления через «Финансовые супермаркеты», предлагаемые различными компаниями, например Schwab[10]. Однако в данном случае такой механизм является крайне неэффективным, так как затраты управляющих компаний составляют около 0.35% активов в год за участие в «финансовых супермаркетах» [11]. Альтернативой является инвестирование средств в продукты одной управляющей компании, что в свою очередь может быть не столь эффективным для инвестора. Так как в случае если инвестор захочет все же разместить свои активы в различных управляющих компаниях, то вероятнее всего

[10] Schwab **ПОСМОТРЕТЬ**
[11] Там же

ему потребуется содержание нескольких счетов, что приводит к росту транзакционных издержек и сложностям при управлении и контроле состояния счетов.

5. Простота в перегруппировке активов, входящих в портфель инвестора.

Перегруппировка активов, входящих в портфель легко реализуется с использованием биржевых фондов, так как данные активы проще управляются в виду описанного выше и у инвестора существует возможность выставлять лимитные ордера на покупку и продажу паев фонда по текущим ценам. При сравнении с индексными паевыми инвестиционными фондами, инвесторы которых вынуждены «покупать и держать» без возможности перегруппировки активов, в связи с дополнительным налогообложением.

6. Дополнительная защита

Биржевые инвестиционные фонды являются крайне прозрачной структурой и они не подвержены манипулированию. Биржевые инвестиционные фонды представляют собой корзину ценных бумаг, свободно торгуемую на биржах, где спрэд между ценами спроса и предложения свободно доступен и отражает текущие рыночные ожидания. Для сравнения паи паевых инвестиционных фондов покупаются и продаются по фиксированным ценам после закрытия рынка, создавая тем самым возможности для проведения разрешенного и запрещенного арбитража. Необходимо отметить и тот факт, что цена пая индексного инвестиционного фонда при приобретении не фиксируется датой подачи заявления на приобретении. Только рослее перечисления денежных средств паи будут зачислены в фонд по предыдущей стоимости закрытия. При выходе стоимость пая определяется только после обработки заявления на погашения регистратором в течение 3 дней. Данная проблема особенно остра для международных фондов паевых инвестиционных фондов.

7. Возможность осуществления коротких продаж паев биржевых фондов.

Как известно, осуществление коротких продаж акций не рекомендуется для большинства частных инвесторов, в связи со значительными рисками, сложностью и незначительным позитивным эффектом для большинства портфелей. Однако в тоже время осуществление коротких продаж паев биржевых фондов может иметь значительный эффект для опытных инвесторов.

Однако одновременно с преимуществами, которыми обладают биржевые фонды, у них есть определенные недостатки. Основным из них является то, что инвесторы должны оплачивать биржевые комиссии и сборы при покупке и продаже паев, аналогично операциям с обыкновенными акциями. В сравнении - паи паевых инвестиционных фондов продаются и покупаются после закрытия рынка без каких либо комиссий и сборов за исключением скидки при погашении и комиссии за управление вложенными средствами, которые перечисляются Управляющей компании, а также Специальному депозитарию и Регистратору. Обычно указанная комиссия не достигает 3% от среднегодовой стоимости чистых активов.

Затраты на покупку или продажу паев биржевых фондов состоят из:

1) Стоимость приобретения (торговые комиссии) – данные затраты находятся полностью под контролем инвестора, так как они напрямую зависят от брокерской компании. Таким образом, размер взимаемой комиссии оказывает значительное влияние на инвестора. При оплате комиссии в 7-20$ за операцию - приобретение паев биржевых фондов. Однако при комиссии в 200$ данная операция неэффективна, так как транзакционные издержки значительно превысят более низкие расходы и удобство в использовании.
2) Спрэд между ценой продажи и покупки в данный момент. Данный спрэд в первую очередь зависит от ликвидности биржевого фонда и объемов торгов. Исходя из исследования, проведенного Smith Barney,[12] построенного на данных по объемам торгов за 2005 год, спрэд по биржевым фондам в США составлял в среднем 0.33% (взвешенные по рыночной капитализации – 0.087%) и по международным биржевым фондам – 0.87% (взвешенные по рыночной капитализации – 0.59%). Таким образом, очевидно, что спрэд, возникающий при приобретении паев биржевых фондов, превышает экономию на затратах (0.05%), которая возникает у биржевых фондов по сравнению с аналогичными индексными паевыми инвестиционными фондами Vanguard;

Несмотря на указанные в работе недостатки биржевые инвестиционные фонды пользуются все большей популярностью у частных инвесторов. Обобщая приведенные мною факторы можно сделать следующие выводы.

[12] **СДЕЛАТЬ**

Инвестиции в паи биржевых фондов наиболее целесообразны для частных инвесторов на долгосрочную перспективу.

В первую очередь это связано с тем что размер спрэда, возникающего при приобретении паев будет покрыт меньшими годовыми затратами биржевых инвестиционных фондов, нежели у индексных инвестиционных фондов.

Во-вторых, отдача от индексных фондов будет значительно ниже по сравнению с биржевыми инвестиционными фондами, в связи со значительно меньшими распределениями капитала. Так, например доходность держателей паев Vanguard 500 в 2005 году после налогообложения была ниже на 0.72%, а держатели биржевого фонда S&P 500 не уплатили по своим паям никаких налогов, так как фонд не производил распределение заработанного капитала.

В-третьих, возможность осуществлять инвестором продажу с налоговым убытком может с легкостью превысить торговые комиссии и спрэд даже для незначительных по размерам счетов. Исходя из практики США, инвестор может получить вычеты до 3000$ в год без влияния на структуру портфеля. Простота осуществления продаж с налоговыми убытками позволяет производить перегруппировку активов портфеля с более низкими рисками и повысить долгосрочные доходы инвесторов.

В-четвертых, в рамках развития рынка биржевых инвестиционных фондов и растущей конкуренции на этом рынке, биржевые фонды начинают активно снижать свои годовые издержки

2.3 Привлекательность для институциональных инвесторов и профессиональных участников.

Биржевые инвестиционные фонды востребованы не только индивидуальными клиентами, но и институциональными инвесторами. Привлекательность данных инструментов для них очевидна - об этом говорят размеры денежных средств, вложенных в биржевые инвестиционные фонды, как в США, так и в прочих развитых странах мира. Преимущества, которые дают биржевые инвестиционные фонды институциональным инвесторам, происходят от тех, которые были описаны ранее.

Большинство институциональных инвесторов, основная деятельность которых не является инвестиционной, используют биржевые инвестиционные фонды для размещения временно свободных денежных средств. В процессе производственной деятельности у любого коммерческого предприятия возникают временно свободные остатки денежных средств. В таких случаях у правления компании занимает продолжительное время для определения долгосрочной стратегии использования временно свободных денежных средств с целью получения прибыли, и на этот период требуется высоколиквидный инструмент инвестирования с достаточно высокой доходностью и умеренными рисками. В рамках низких затрат на приобретение, высокой ликвидности инструмента, а также высокой диверсификации портфеля активов биржевого фонда, что обеспечивает приемлемые риски для инвестора – биржевые фонды являются эффективным инструментом инвестирования для выполнения поставленной задачи. В указанных целях биржевые фонды успешно используются во всем мире, что позволяет привлекать дополнительные средства и обеспечивает стабильный рост отрасли.

Достаточно широко биржевые инвестиционные фонды применяются институциональными инвесторами для управления различными рисками, возникающими в процессе деятельности организации. За счет высокого уровня диверсификации активов, входящих в состав фонда по отраслям, срокам, стоимости, а также крайне высокой ликвидности данных инструментов институциональные инвесторы имеют возможность эффективно управлять процентными рисками по своим активам и обязательствам. Биржевые инвестиционные фонды как инструмент для управления данным видом риска особенно активно используются институциональными инвесторами в развитых странах Европы. Также на текущий момент времени на этом рынке начали использоваться производные финансовые инструменты, базисным активом в которых

выступают паи биржевых фондов[13].

Важным преимуществом биржевых фондов по сравнению с другими формами инвестирования является тот факт, что данный инструмент позволяет институциональным инвесторам строить практически любые портфели, которые по своим характеристикам соответствуют требованиям инвесторов по целям и направлениям инвестирования, а также по таким ключевым параметрам как доходность и риск. Особенно биржевые фонды продемонстрировали свою высокую эффективность при построении традиционных инвестиционных стратегий. В отчете, опубликованном Morgan Stanley – Биржевые инвестиционные фонды по состоянию на конец 2005 года, инвесторы чаще всего использовали 3 стратегии с применением биржевых фондов:

1. Стратегия построения законченного портфеля (Portfolio Completion Strategy) – полное покрытие определенного сектора, рынка и т.д.;
2. Стратегия Ядра/Спутников (Core/Satellite Strategy) – построения ядра инвестиций на основе диверсифицированных, стабильных биржевых фондов;
3. Стратегия фиксированного дохода (Fixed Income Strategy) – Набор биржевых фондов, которые наиболее соответствуют ориентированным показателям (benchmark) по фиксированной доходности.

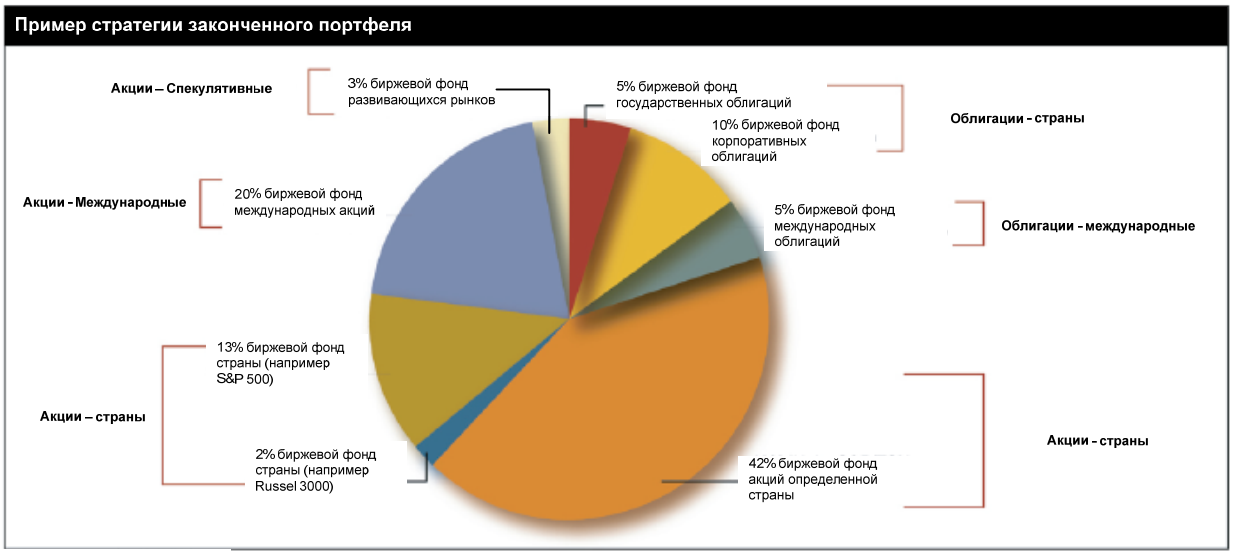
Рассмотрим более подробно данные стратегии:

1.Стратегия построения законченного портфеля (Portfolio Completion Strategy)

Основной целью данной стратегии является обеспечение хорошей диверсификации портфеля, и в случае если тот или иной сектор остается непокрытым, с легкостью заполнить его. Однако применение указанной стратегии с использованием классических инструментов фондового рынка (акций, облигаций) или инструментов коллективных инвестиций связано либо со значительными затратами в первом случае, либо со сложностями при построении данной стратегии. Использование же биржевых инвестиционных фондов, затраты на которые значительно ниже, нежели для акций, и ликвидность которых значительно выше аналогичного показателя инструментов коллективного инвестирования, позволяет достигнуть требуемой диверсификации портфеля за одну сделку.

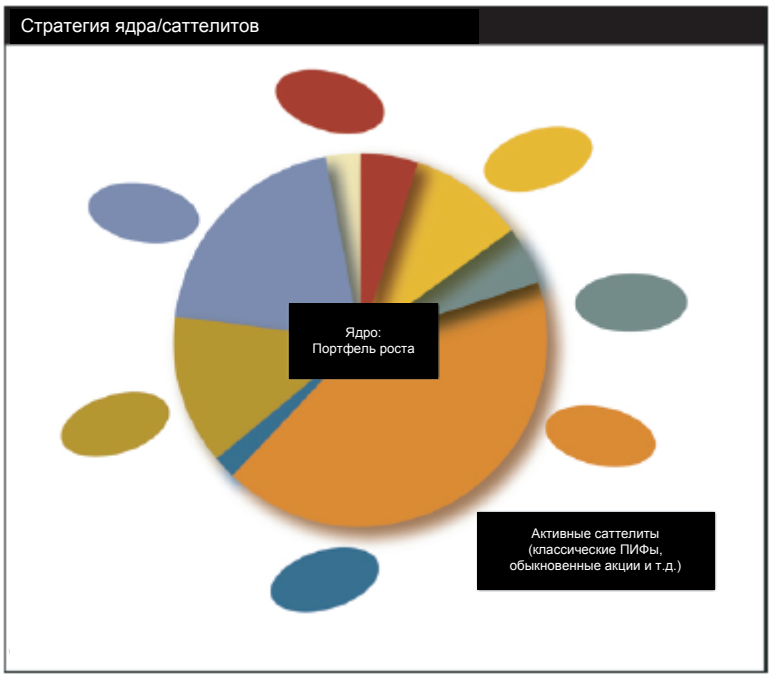
---

[13] **DEUTSCHE BORSE AG ПОСМОТРЕТЬ САЙТ**



2. Стратегия Ядра/Спутников (Core/Satellite Strategy)

Данная стратегия на текущий момент является одним из наиболее популярных инструментов для институциональных инвесторов. Такой подход к построению стратегии позволяет в одном портфеле применить как индексный подход (следование какому либо индексу) так и активное управление портфелем. В рассматриваемой стратегии биржевые инвестиционные фонды, которые являются основой инвестиций - ядром, совмещаются с прочими инструментами, классическими фондами, акциями и т.д. – сателитами. В то время как ядро стратегии преследует бенчмарки, минимизируя таким образом риски инвестора, а с сателитами осуществляется активное управление, целью которого является получение максимальной доходности. Соотношение ядра и сателитов зависит от уровня риска, который инвестор готов принять на себя. Использование именно паев биржевых



инвестиционных фондов в качестве ядра данной стратегии обуславливается рядом причин:

Очевидность размера рисков.

В сравнении с портфелями активно управляемых фондов и акций, данная стратегия позволяет получить инвестором более низкий размер рисков, диверсифицируя ядро между активами различных классов.

Очевидность размера затрат.

В рамках того, что биржевые инвестиционные фонды обладают значительно меньшими затратами на управление по сравнению с паевыми инвестиционными фондами, использование биржевых фондов позволяет максимизировать доходы за счет значительно меньших затрат.

Прозрачность биржевых инвестиционных фондов.

Активы биржевых инвестиционных фондов значительно прозрачнее активов паевых инвестиционных фондов за счет следования определенному индексу, что позволяет инвестору в любой момент времени оценить структуру и состав активов.

3. Стратегия фиксированного дохода (Fixed Income Strategy)

Данная стратегия схожа по своей структуре со стратегией построения полного портфеля, так как в данном случае покрывается только та часть рынка, которая относится к инструментам с фиксированной доходностью. Использование в данном случае биржевых инвестиционных фондов обосновывается рядом причин:

Диверсификация.

Приобретая пай биржевого инвестиционного фонда, у инвестора появляется возможность диверсифицировать свои риски, так как фактически осуществляется приобретения пакета облигаций.

Удобство.

Инвестор приобретает пакет облигаций в одну транзакцию. Также инвестор не обременен заменой облигаций в портфеле по истечению их срока.

Низкие затраты и прозрачность.

Диапазон потенциальных доходностей по фондам облигаций незначителен по сравнению с прочими фондами. В рамках меньшего размера затрат, которые возникают у биржевых фондах, у управляющих компаний возникает больше

свободного капитала, который также используется в интересах инвесторов. В отличие от котировок акций, которые легко можно узнать, котировки по ряду облигаций не участвуют в централизованном листинге и использование биржевых инвестиционных фондов позволяет легко получать внутридневные цены по группам облигаций с одинаковыми датами погашения и/или качеством.

Механизмы функционирования, заложенные в биржевые инвестиционные фонды, позволяют им быть наиболее привлекательными не только для частных и институциональных инвесторов, но и для профессиональных участников рынка. Биржевой инвестиционный фонд, построенный на индексе NASDAQ 100 (“QQQQ”), на текущий момент является одним из крупнейших биржевых фондов, СЧА которого достигает более 20 млрд. долл. США, а средний дневной объем торгов составляет порядка 2.2 млрд. долл. США. Данный фонд является наиболее торгуемым фондом в мире. Причиной такого значительного успеха QQQQ является то, что, по более, чем 1/3 эмитированных паев фонда инвесторы осуществили короткие продажи. Долгосрочные инвесторы получают доходы от снижения размеров управленческих расходов фонда, отдавая в долг свои паи, в то же время заемщики получают доход от построенных ими стратегий. Возможность инвесторов осуществлять короткие продажи паев биржевых фондов считается одним из ключевых преимущества данного инструмента. Так как, имея такую возможность, паи биржевых фондов, становятся инструментом способным покрыть практически все потребности фондового рынка. Короткие продажи позволяют профессиональным участникам рынка ценных бумаг применять нейтральные к рынку стратегии или короткие/длинные стратегии, спекулировать на падающих рынках, так же как и арбитражные стратегии, на первичном и вторичном рынке и хеджирование длинных позиций. При этом указанные операции осуществляются достаточно быстро и с минимальными издержками.

2.4. Эффективное управление портфелем как оценка инвестиционной привлекательности биржевых инвестиционных фондов

Спрос рождает предложение: с каждым годом в мире становится все больше биржевых фондов, и уже сегодня инвесторы развитых стран могут выбирать форму инвестирования – посредством биржевых фондов или же паевых инвестиционных фондов. Массовый инвестор проблему выбора решает просто - ориентируется на рекламу, описывающую высокую доходность. Более продвинутые инвесторы изучают рейтинги привлекательности фондов, которые публикуют специализированные агентства.

Чаще всего рейтинги рассчитываются на основе сравнительного анализа доходностей разных фондов одной категории и анализа рискованности их инвестиций. При таком подходе базой, эталоном для сравнения фактически являются лучшие за определенные периоды и по отдельным показателям фонды. При оценке эффективности деятельности того или иного инвестиционного фонда необходимо учитывать следующие параметры:

- минимальную эффективность управления, т. е. минимальную в долгосрочном периоде доходность инвестиций, которую обязан обеспечить управляющий;
- достижимую эффективность управления - среднюю доходность инвестиций по всем фондам данной категории, разнообразно управляемым и с разным, но допустимым для фонда данной категории уровнем риска.

Часто в качестве показателя минимальной доходности менеджеры фондов и аналитики используют темпы инфляции или процентные ставки по вкладам в надежном банке. С одной стороны, это действительно показатель качества управления. Если управляющий долгое время не может обогнать темп инфляции, трудно такое управление назвать эффективным. Однако, с другой стороны, - использование перечисленных выше индикаторов некорректно. Инфляция вообще не имеет отношения к рынку ценных бумаг, а любой банк - это компания со своим уровнем риска, и далеко не минимальным.

В качестве показателя достижимой доходности часто используют фондовые индексы: индекс акций как эталон для инвестиционных фондов акций; индекс облигаций как эталон для фондов облигаций; специализированные индексы для

отраслевых фондов и т. п. В России фонды акций сравнивают с индексом РТС. В США, несмотря на распространенный индекс Доу-Джонса, чаще используют индекс S&P 500 и другие, менее известные специализированные индексы. В России такой подход еще не укоренился, и можно встретить обзоры, в которых даже фонды облигаций сравнивают с индексом РТС. Отчасти это объясняется тем фактом, что на российском рынке ограниченное количество общепризнанных фондовых индексов. К тому же отрасль коллективных инвестиций только развивается, история их деятельности короткая, а инвестиционные декларации фондов столь широки, что он может легко переходить из одной категории в другую, почти ничего не меняя в своих правилах.

Тем не менее, быстрое развитие отрасли и появление в России узкоспециализированных фондов делает расчет эталонных показателей для фондов разных категорий весьма актуальным. Логическим развитием такого подхода будет построение эталонов даже для отдельных конкретных фондов на основе их инвестиционной декларации. С такими эталонами можно сопоставлять динамику стоимости пая и делать выводы относительно эффективности управления фондом в разные моменты времени и в разных рыночных ситуациях.

2.4.1. Доходность, взвешенная по времени

Расчет доходности, взвешенной по времени (Time Weighted Return, TWR), определяет доход на одну денежную единицу, вложенную в портфель в начале периода измерения:

$$TWR = \frac{Vi - (Ii - Wi)}{Vi - 1} - 1$$

где

$\mathbf{V_i\text{-}1}$ - рыночная стоимость портфеля на начало дня;

$\mathbf{V_i}$ - рыночная стоимость портфеля на конец дня;

$\mathbf{I_i}$ - вложения средств (инвестиции) в портфель за день;

$\mathbf{W_i}$ - отзыв средств из портфеля за день.

Фактически это индекс портфеля. Если у менеджера есть рубль, то он умножает его на коэффициент (TWR) и определяет доход на этот рубль в конце периода.

Особенности данного метода:

✓ Зависимость метода от того, как инвестор вносил и изымал деньги из портфеля в течение периода. (Если определять TWR ежедневно, то влияние поступлений и изъятия средств будет минимизировано.)

✓ Метод не учитывает динамичность движения денежных средств по позициям портфеля, поэтому его лучше использовать для анализа портфеля в целом, а не его отдельных позиций.

✓ Метод предполагает наличие рыночной стоимости актива, а для некоторых финансовых инструментов это не всегда возможно.

Этих ограничений можно избежать при расчете доходности, взвешенной по деньгам (Money Weighted Return, MWR).

2.4.2. Доходность, взвешенная по деньгам

В отличие от стандартного расчета доходности портфеля за период (dollar return), предлагается вести более гибкий расчет доходности. Эта доходность рассчитывается как отношение доходов/убытков к среднеинвестируемому капиталу за период (СИК):

$$MWR = \frac{Доходы / убытки}{СИК}$$

Расчет СИК можно осуществлять на основе:

- балансовой стоимости (БС);
- балансовой стоимости и платежей по транзакциям;
- рыночной стоимости и платежей по транзакциям.

Расчет числителя «доходы/убытки» можно проводить с помощью:

- рыночной оценки за период по разнице рыночной цены ценной бумаги в конце и начале рассматриваемого периода;
- учета доходов/убытков от транзакций и разницы рыночной и балансовой стоимости ценной бумаги на конец периода.

При определении общих доходов/убытков независимо от выбранного способа расчета также можно учитывать:

- выплаты дивидендов/купонов;
- доходы/убытки от операций закрытия;
- затраты на управление портфелем;
- налоги;
- премии от опционов.

Рекомендуется в числителе использовать следующий набор показателей:

Итоговые доходы/убытки = Реализованные доходы/убытки + Нереализованные доходы/убытки + + Дивиденды/купоны

Особенность данного метода:

Расчет нереализованных доходов/убытков базируется на балансовой стоимости, которая на больших периодах может сильно измениться относительно рыночной стоимости.

Как способ избежать разночтений результатов управления, можно использовать другой вариант расчета доходов/убытков - использование только рыночной стоимости
актива:

Итоговые доходы/убытки рынка = Рыночная стоимость актива на конец периода - Рыночная стоимость актива на начало периода + Платежи за период

Итак, в зависимости от составляющих, включенных в расчет MWR, можно получить различные результаты. Что включить в расчет - определять менеджеру. Если сравнивать практичность использования TWR и MWR, то необходимо отметить, что:

⇒ **TWR** рекомендуется как стандартный, хорошо известный метод оценки портфеля. Технология расчета этой доходности похожа на расчет индекса, поэтому TWR наиболее подходит для сравнения с другими рыночными индексами. В связи с этим он наиболее пригоден для отчетов клиентам.

⇒ **MWR** имеет больше «степеней свободы» в расчетах и дает портфельному менеджеру большие возможностей при анализе отдельных позиций и портфеля в целом. Поэтому данный метод рекомендуется для аналитической работы портфельного менеджера.

2.4.3. Коэффициент «доходность/риск»[14]

Очевидно, что доходность тесно связана с риском, поэтому имеет смысл сравнивать фонды и другие инструменты для вложения денег, и по критерию «доходность/риск», который говорит о том, сколько единиц риска приходится на единицу доходности.

Общепризнанной мерой риска является стандартное отклонение средней доходности, часто именуемое также волатильностью.

Стандартное отклонение рассчитывается по следующей формуле:

$$\sigma_r = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{T}\left(r_i - \overline{r}\right)^2}{T-1}}$$

где

$\overline{r}$ - среднее значение доходности фонда,

r_i - доходность фонда за период i,

T - количество периодов.

Формула для расчета коэффициента "доходность/риск":

$$K = \frac{r_p}{\sigma_p},$$

где

r_p - средняя доходность портфеля,

σ_p - стандартное отклонение средней доходности.

Из формулы понятно, чем выше коэффициент "доходность/риск", тем больший доход был получен при меньшем риске.

---

[14] Бочаров П. П., Касимов Ю. Ф. Финансовая математика

2.4.4. Альфа-бета модель[15]

В рамках альфа-бета - модели изменение стоимости финансового инструмента (P) выражается в виде изменения стоимости фактора риска (индекса) (I) согласно следующей формуле линейной регрессии:

$$\Delta P = \alpha + \beta \Delta I + \varepsilon$$

где:

α - превышение среднего роста пая фонда над предполагаемым ростом пая в соответствии с расчетной «бетой». «альфа» должна быть близка к нулю. Отрицательная «альфа» - доходность портфеля ниже рыночной. Положительная «альфа» означает, что управляющий не смог или не захотел сформировать портфель близкий к рыночному. На коротком отрезке он переиграл рынок, вложив значительную часть средств в какой-либо перспективный актив, но, скорее всего, в будущем его ожидает тоже большая по абсолютной величине «альфа», но с отрицательным знаком;

β - коэффициент, отражающий степень линейной зависимости цены инструмента от индекса, если коэффициент больше 1, то это означает, что инструмент весьма чувствителен к изменению индекса (изменение индекса вызывает изменение инструмента в большей степени); если коэффициент меньше 1, но больше 0, то изменения индекса оказывают на инструмент более слабое воздействие; если же коэффициент меньше 0, то инструмент склонен менять стоимость в сторону противоположную изменению стоимости индекса, и позволяет хеджировать риски, связанные с индексом;

ε - случайная величина с нулевым математическим ожиданием, отражающая несистематические риски (ошибку модели или «шум»).

Наибольший интерес представляет «бета»-коэффициент, он показывает насколько инструмент более (или менее) рискован чем индекс, для портфеля инструментов средний «бета»-коэффициент портфеля позволяет рассчитать

[15] Бочаров П. П., Касимов Ю. Ф. Финансовая математика

количественные оценки риска портфеля, зная количественные характеристики оценки риска индекса:

$$RP = \beta RI$$

(6)

где

RP - оценка риска портфеля,

RI - оценка риска индекса.

Расчет параметров модели производится на основе исторических данных (выборка длиной N) по следующим формулам:

$$\beta_p = \frac{\left(T\sum_{t=1}^{T} er_M er_p\right) - \left(\sum_{t=1}^{T} er_p \sum_{t=1}^{T} er_M\right)}{\left(T\sum_{t=1}^{T} er_M^2\right) - \left(\sum_{t=1}^{T} er_{Mt}\right)^2}$$

$er_{pt} = r_{pt} - r_{ft}$, - избыточная доходность фонда (r_{ft} - доходность безрискового актива за период t, r_{pt} - доходность фонда за период t);

$er_{Mt} = r_{Mt} - r_{ft}$ - избыточная доходность рыночного портфеля (r_{Mt} - доходность рыночного портфеля за период t);

T - количество временных отрезков.

$$\alpha_p = ar_p - \beta_p * ar_M$$

где

ar_M - средняя доходность рыночного портфеля.

Одной из мер эффективности портфеля, построенного на принципе учета риска, является разность между его средней доходностью (ar_p) и доходностью соответствующего эталонного портфеля, обозначенной ar_{bp}. Эта разность носит название апостериорная "альфа" (ex post alpha) портфеля (или дифференциальная доходность) и обозначается α_p

$$\alpha_p = ar_p - ar_{bp}$$

Положительное значение величины α_p портфеля означает, что его средняя доходность превосходила доходность эталонного портфеля, откуда можно сделать вывод, что управление было высокоэффективным.

Отрицательное значение показывает, что средняя доходность портфеля была ниже, чем доходность эталонного портфеля, и позволяет сделать вывод о низкоэффективном управлении.

После преобразования получается следующая формула для расчета «альфы»:

$$\alpha_p = ar_p - [ar_f + (ar_M - ar_f)\beta_p]$$

(10)

ar_p - средняя доходность портфеля,

ar_f - средняя доходность безрискового актива,

ar_M - средняя доходность рынка (индекса),

β_p - коэффициент «бета».

Однако необходимо отметить, что некоторые управляющие выражают серьезные сомнения в том, что возможна положительная «альфа» на периоде работы фонда в несколько лет, а не месяцев.

Управляющие, убирая нерыночные риски, должны диверсифицировать портфель, который должен иметь достаточно высокую корреляцию с рынком, в том числе и по доходности. При этом «альфа» должна быть близка к нулю.

Фактически получается, что управление фондом должно быть индексным. Это делает его более предсказуемым по отношению к рынку, но непонятно, устроит ли такой подход инвесторов или нет.

Сравним две формулы для подсчета коэффициента «альфа»:

$$\alpha = ar_p - ar_m$$

$$\alpha = ar_p - [ar_f + (ar_m - ar_f)\beta_p]$$

Первая формула совпадает со второй в том случае, если β_p равна 1.

Разница хорошо видна на примере

Для фонда, у которого средняя доходность 3,75%, а «бета» 0,98 по первой формуле получаем:

α = 3,75 - 4,61 = -0,86

по второй:

α = 3,75 - (0,75 + 0,98 (4,61 - 0,75)) = -0,79

Для фонда, у которого средняя доходность 5,09%, «бета» 1,00 по первой формуле получаем:

α = 5,09 - 4,61 = 0,48

по второй:

α = 5,09 - (0,75 + 1,00 (4,61 - 0,75)) = 0,48.

Как мы видим, «бета» фонда оказывает значительное влияние на полученный результат и позволяет точнее оценить успешность управления фондом.

2.4.5. Коэффициент Шарпа[16]

Одним из наиболее признанных способов оценки эффективности управления портфелем и, соответственно, сравнения результатов работы инвестиционных фондов, является коэффициент «доходность-разброс» (reward-to-variability ratio) иначе называемый коэффициентом Шарпа, который представляет собой отношение превышения доходности фонда над доходностью безрискового актива к стандартному отклонению (риску портфеля фонда).

$$RVAR_P = \frac{ar_p - ar_f}{\sigma_p}$$

где

$\mathbf{ar_p}$ — средняя доходность фонда за данный промежуток времени;

$\mathbf{ar_f}$ — средняя доходность безрискового актива;

σ_p — стандартное отклонение (риск портфеля фонда).

2.4.6. Коэффициент Сортино[17]

Еще один показатель, позволяющий оценить доходность и риск инвестиционного инструмента. Математически он рассчитывается аналогично коэффициенту Шарпа, однако, вместо волатильности портфеля используется, так называемая «волатильность вниз». Что это такое? Дело в том, что при оценке риска

[16] Касимова О. Ю. Введение в финансовую математику (анализ кредитных и инвестиционных операций)
[17] Касимова О. Ю. Введение в финансовую математику (анализ кредитных и инвестиционных операций)

могут использоваться разные показатели. Один из них – волатильность, которая учитывает как «положительные», так и «отрицательные» отклонения от среднего значения доходности инструмента. В то же время риск можно оценивать только как «отрицательные» отклонения, потому что любые «положительные» отклонения – это, своего рода, дополнительный доход (который никакой опасности не несет). В то же время «отрицательные» отклонения – это потенциальное недополучение дохода, и именно его необходимо учитывать. Волатильность, рассчитанная только по «отрицательным» отклонениям, называется «волатильность вниз» или downside deviation. При расчете коэффициента Сортино в знаменателе используется как раз «волатильность вниз». Интерпретация этого показателя следующая – чем выше значение коэффициента, тем лучше, тем больший доход приходится на единицу капитала, подверженного риску.

$$K = \frac{ar_p - ar_f}{dd}$$

ar_p — средняя доходность фонда за данный промежуток времени;

ar_f — средняя доходность безрискового актива;

dd — «волатильность вниз».

Следующие методы используются довольно редко, поэтому считаю необходимым лишь назвать их:

<u>1.Средняя еженедельная доходность</u>

$$r_p = \frac{\sum_{i=1}^{N} r_p^i}{N}$$

r_p^i - i-я еженедельная доходность. Приросты стоимости пая и значений рыночных индексов берутся за периоды в 7 календарных дней, начиная с даты формирования фонда. Если на нужную дату приходится выходной, берутся значения за последний торговый день.

<u>2. Коэффициент детерминации</u>

$$R^2 = 1 - \frac{D(\varepsilon_i)}{D(r_p^i)}$$

$D(r_p^i) = \sigma_p^2$ - дисперсия доходности фонда,

$D(\varepsilon_i)$ - дисперсия остаточной компоненты (случайной величины ε_i в уравнении линейной регрессии $r_p^i - r_f^i = \alpha_p + \beta_p \cdot (r_I^i - r_f^i) + \varepsilon_i$). Коэффициент детерминации R^2 принимает значения от 0 до 1 и показывает, какая часть дисперсии доходности фонда обусловлена вариацией рыночного индекса. В свою очередь, показатель $1-R^2$ (коэффициент неопределенности) характеризует долю дисперсии доходности Фонда, которая не обусловлена вариацией рыночного индекса, а вызвана влиянием остальных, не учтенных в модели факторов.

3. Коэффициент Трейнора

$$RVOL_p = \frac{r_p - r_f}{\beta_p}$$

r_f - средняя доходность безрискового актива. Измеряет доходность относительно рыночного риска портфеля. Большее значение коэффициента соответствует лучшим результатам фонда.

3. Оценка эффективности применения биржевого инвестиционного фонда в России.

В предыдущих 2 главах данной работы был проведен анализ биржевых инвестиционных фондов: была рассмотрена их сущность, произведена оценка динамики развития данных фондов в мире, основных преимуществ данного фонда. Однако для завершения описания свойств и возможностей биржевых фондов необходимо осуществить построение теоретическая модели фонда и применение её к российской действительности.

Но для начала необходимо упомянуть об участии паев ряда паевых инвестиционных фондов в торгах на ММВБ в специальной секции биржи. Данная секция биржи существует с 2004 года, когда на ней появились паи первых фондов, на текущий момент на бирже участвует 109 фондов, за этот период было осуществлено 8,803 сделки общей суммой в 6,9 млрд. руб.. Существование данной секции само по себе является значительным шагом к становлению рынка биржевых инвестиционных фондов, однако пока существуют значительные различия:

1. Состав активов данных фондов в большинстве случае не совпадает с каким либо индексом, что позволяет управляющим компаниям осуществлять активное управление портфелем и также повышает риски данного портфеля;
2. Приобретение паев данных фондов осуществляется инвесторами за счет денежных средств, однако у них есть дополнительная возможность осуществлять реализацию паев и на вторичном рынке. При этом у инвестора не повышается ликвидность, так как обороты паев крайне малы, а во вторых он не может получить налоговые преимущества, так как погашение паев в Управляющей компании осуществляется денежными средствами;
3. Размер затрат на управление фондом остаются крайне высокими по сравнению с зарубежными аналогами;
4. У данных фондов отсутствует какая либо инвестиционная декларация эмитируемая фондом, присутствует только правила доверительного управления, в соответствии с российским законодательством.

Используя всю вышеизложенную информацию, оценим эффективность вложения денежных средств в биржевые инвестиционные фонды в сравнении с классическими индексными фондами.

Для осуществления данной оценки стратегии необходимо последовательно решить следующие задачи:

в связи с отсутствием на российском рынке действующего биржевого фонда необходимо построить модель биржевого инвестиционного фонда;

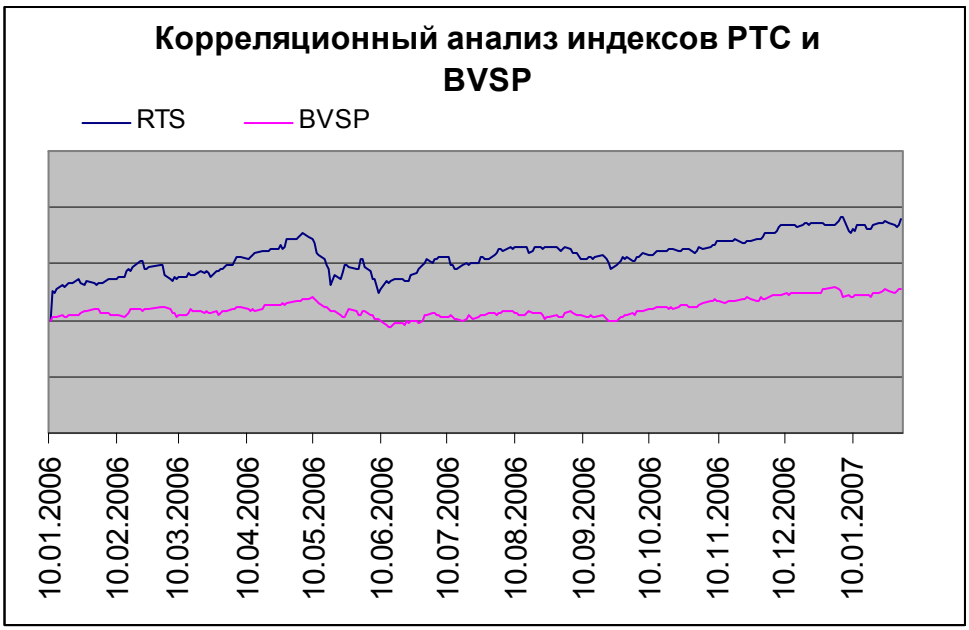
провести полноценный анализ эффективности смоделированного биржевого фонда в сравнении с классическим индексный паевым инвестиционным фондом;

проанализировать полученные результаты с целью обоснования целесообразности применения биржевых фондов в России.

3.1 Постреоние модели биржевого инвестиционного фонда.

В связи с отстутствием биржевых инвестиционных фондов на российском рынке, для осуществления полноценного сравнения требуется построение модели данного фонда. Для получения результатов анализа максимально близких к реальность целесообразно использовать данные о стране, основной индекс которой максимально коррелирует с российским, в качестве бенчмарка для России предлагается выбрать индекс РТС, и по которому уже существует активный биржевой инвестиционный фонд. В экономических кругах активно обсуждается поразительное сходство тенденций и динамики развития фондового рынка России и Бразилии. Для проверки соответствия выставленным критериям проведем корреляционный анализ индекса РТС и BVSP. Корреляционный анализ будет построен на основании ежедневных данных о индексе по цене закрытия за период с 10.01.2006 по 01.02.2007 года (исходные данные представлены в Приложении). На основании проведенного анализа коэффициент корреляции за указанный период между индексами составляет 0.9058736[18], также очевидное сходство в поведении индексов наблюдается на графике.

[18] Коэффициент корреляция между акциями компаний ЛУКОЙЛ и РОСНЕФТЬ составляет 0.501, Расчеты автора на основании данных РТС, www.rts.ru



Исходя из полученных результатов можно сделать вывод, что данный показатель полностью удовлетворяет поставленному критерию о сходстве тенденций и динамики развития фондовых рынков России и Бразилии. На основании данного индекса управляющей компанией Barclays Global Investors был сформирован биржевой инвестиционный фонд iShares MSCI Brazil Fund, с размером совокупных чистых активов в 2.95 млрд. долл. США и 7.7 млн. эмитированных паев. Анализируя котировки паев и расчетную стоимость пая, построенную за счет деления совокупных чистых активов фонда на количество эмитированных паев, можно сказать, что котировки паев практически не отличается от расчетной стоимости, различия в среднем составляют 0.27%. Данный фонд будет использоваться мною как основа для построения модели биржевого инвестиционного фонда на российском рынке, коэффициент корреляции паев фонда и индекса BVSC равен 0.9441.

Данная модель будет построена на основании ряда допущений:

- Модель фонда будет построена на период с 14.02.2006 по 01.02.2007 года;
- Ежедневная стоимость пая будет рассчитываться на основании коэффициента отношения величины индекса и стоимости пая на момент закрытия торгов для данного дня;
- Коэффициент рассчитанный для BVSC и стоимости пая iShares MSCI Brazil Fund будет применен к индексу РТС без каких либо

корректировок, с целью избежания каких либо нежелательных искажений модели;

- В рамках достаточно высокой корреляции между индексами РТС и BVSC допускается что данная корреляция равна 1 и не будет оказывать влияния на коэффициент отношения размера индекса к стоимости пая;
- Количество паев в модели фонда будет меньше количества паев в iShares MSCI Brazil Fund в связи с более слабым развитием отрасли коллективного инвестирования;
- Структура активов фонда полностью повторяет индекс РТС;
- Все паи фонда обращаются на вторичном рынке и обладают абсолютной ликвидностью, инвестор имеет право реализовать свои паи в этот же день.

Исходные данные построения и расчеты представлены в Приложении. В результате проведенных операций были получены следующие данные по фонду:

- Стоимость совокупных чистых активов фонда по состоянию на 01.02.2007 равна – 16.386 млн. долл. США
- Количество паев – 500,000
- Котировки паев за период 14.02.2006 – 01.02.2007 представлены в Приложении.
- Коэффициент корреляции паев фонда и индекса РТС составляет 0.9597

3.2 Сравнение эффективности индексного паевого инвестиционного фонда и модели биржевого инвестиционного фонда.

В качестве индексного паевого инвестиционного фонда будет выбран ОПИФ «ОЛМА - Индекс РТС» организованный управляющей компанией «ОЛМА – Финанс». Выбор индексного фонда для сравнения с Моделью ETF осуществлялся из фондов представленных в Таблице 6:

Таблица 6. Индексные паевые инвестиционные фонды, построенные на индексе РТС

Название фонда	УК	Тип	Объект инвестирования	СЧА руб.	Дата формирования
Астерком РТС	Астерком	открытый	Индексный	5,133,270	26.12.2006

КИТ - Индекс РТС	КИТ Финанс	открытый	Индексный	213,354,830	25.01.2006
ОЛМА - Индекс РТС	ОЛМА Финанс	открытый	Индексный	16,268,383	07.02.2006
Ренессанс - Индекс РТС	Ренессанс Капитал	открытый	Индексный	98,009,770	20.10.2006

При отборе фонды были выставлены следующие критерии:

1. Фонд должен следовать индексу РТС, так как корреляция между индексом РТС и индексом BVSP достигает максимального значения;
2. Фонд должен быть открытым, с целью большей схожести реально функционирующего индексного фонда и Модели ETF по уровню ликвидности;
3. Для данного исследования требовался фонд присутствующий на рынке более 1 года, с целью достижения большей точности;
4. Стоимость чистых активов данного фонда должна быть близка к модели ETF.

Первым 3 критериям из отобранных соответствовали только фонд КИТ – Индекс РТС и ОЛМА – Индекс РТС, однако стоимость чистых активов фонда КИТ – Индекс РТС в превышает стоимость СЧА Модели ETF почти в 10 раз, что является неприемлимым в соответствии с выставленными критериями отбора.

Рассмотрим более подробно ОПИФ «ОЛМА - Индекс РТС»

Для инвесторов, которые хотят иметь возможность вкладывать свои средства в акции российских компаний, входящих в состав индекса РТС. Фонд ориентирован в первую очередь на тех, кто готов нести определенный риск и в результате получить более высокую доходность от своих инвестиций.

Целью инвестиционной политики управляющей компании является долгосрочное инвестирование денежных средств в ценные бумаги для получения максимально возможного дохода.

Структура активов фонда должна одновременно соответствовать следующим требованиям:

- не менее двух третей рабочих дней в течение одного календарного месяца оценочная стоимость ценных бумаг, по которым рассчитывается

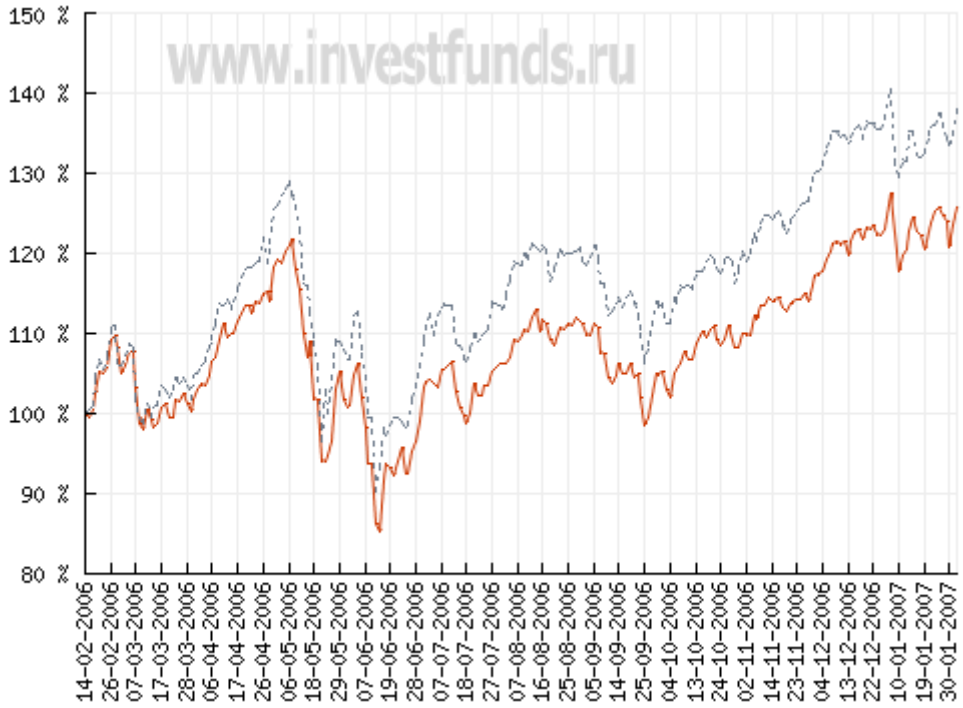
индекс, должна составлять не менее 85 (Восьмидесяти пяти) процентов стоимости активов;

- разница между выраженными в процентах долей ценных бумаг одного эмитента в суммарной капитализации ценных бумаг, по которым рассчитывается индекс, и долей оценочной стоимости этих ценных бумаг в стоимости активов фонда не может превышать 3 (Три) процента;
- оценочная стоимость ценных бумаг одного эмитента может составлять не более 30 (Тридцати) процентов стоимости активов;
- оценочная стоимость ценных бумаг, не имеющих признаваемых котировок, за исключением инвестиционных паев открытых паевых инвестиционных фондов, может составлять не более 10 (Десяти) процентов стоимости активов.

Инвестиционный портфель фонда по своей структуре состоит из ценных бумаг российских эмитентов, входящих в состав индекса РТС, позволяющий с точки зрения специалистов Управляющей компании получать максимально возможную доходность от вложений при умеренных рисках. Портфель составляется на принципах диверсификации вложений в различные финансовые инструменты на основе анализа проводимого специалистами управляющей компании и с учетом прогноза развития рынка в долгосрочной перспективе.

- Надбавка при приобретении паев: — 0.5%.
- Скидка при погашении паев: — 0.5%

За исследуемый период фонд практически полностьб повторял поведение индекса РТС, как это показано на графике (**Источник:** www.investfunds.ru). Данные выводы подтверждаются при расчете коэффициента корреляции между данными по фонду и индексом РТС за исследуемый период он равен 0.905873658.



Теперь оценим рассматриваемые фонды исходя из расчета показателей эффективности.

Учитывая тот факт, что мы можем пользоваться только то информацией, которая находится в открытом доступе, возможным представляется расчет только некоторых показателей: коэффициента «доходность/риск», коэффициент Шарпа и коэффициенты «альфа» и «бета».

1. Рассчитаем коэффициент «доходность/риск» по каждому из фондов.

Проанализировав показатели прироста стоимости чистых активов каждого из рассматриваемых фондов за период с февраля 2006 года по февраль 2007 года, путем простых арифметических действий, получили следующие показатели (Таблица 6).

Таблица 7

Расчет среднеквадратического отклонения для паевого инвестиционного фонда «ОЛМА Финанс Индекс РТС» и Модели Биржевого инвестиционного фонда

	Модель ETF		"Индекс РТС"	
	Доходность за период	$(r_i - \bar{r})^2$	Доходность за период	$(r_i - \bar{r})^2$
Январь 2007	-0.01630312	0.002968	-0.0143596	0.000776
Декабрь 2006	0.065681683	0.000756	0.07378411	0.003634
Ноябрь 2006	0.015180155	0.000529	0.07169269	0.003386
Октябрь 2006	-0.00853554	0.002182	0.03128421	0.000316
Сентябрь 2006	0.049647677	0.000132	-0.08345902	0.009402
Август 2006	0.06749982	0.00086	0.05809983	0.001989
Июль 2006	0.086192469	0.002305	0.09160345	0.006099
Июнь 2006	0.03592526	0.000005	-0.09322058	0.01139
Май 2006	-0.0699686	0.011696	-0.10511087	0.01407
Апрель 2006	0.166055585	0.016352	0.13402999	0.014526
Март 2006	0.11647976	0.006131	-0.07298054	0.00748
Февраль 2006	-0.0496998	0.007723	0.07068663	0.00327

Далее, используя статистические методы и формулу стандартного отклонения (3), приходим к следующим результатам:

Стандартное отклонение для Модели биржевого инвестиционного фонда = 0.0974372

Стандартное отклонение для ОПИФ «ОЛМА Финанс Индекс РТС» = 0.083305482

Расчитаем коэффициент «доходность/риск»:

- для Модели биржевого инвестиционного фонда данный коэффициент равен - 0.55723289,
- для индексного фонда - 0.162104474.

В результате проведенных расчетов видно, что в модели ETF на 1% прироста риска по данному инструменту премия за риск растет на 0.55, что значительно больше нежели у исследуемого индексного фонда и свидетельствует о лучше балансе доходности и риска в Модели ETF.

2. Анализ качества управления портфелями рассматриваемых фондов с помощью коэффициентов Шарпа и Сортино.

Для расчета данных показателей мною будет использоваться ставка безрисковой доходности равная средней ставке по рублевым депозитам, данная

ставка равна 8,5%[19]. Исходя из имеющихся данных осуществляем расчет коэффициентов Шарпа и Сортино.

Коэффициент Шарпа:

- RVARp Модель ETF = 0.45;
- RVARp Индекс РТС = 0.08;

Исходя из полученных результатов с достаточной долей достоверности можно сказать, что эффективность управления капиталом в Модели ETF значительно выше (на 489%), а следовательно Модель ETF более благоприятна для инвестора.

Коэффициент Сортино:

- $К_{Сортино}$ ETF = 1.08
- $К_{Сортино}$ Индекс РТС = 0.18

Коэффициент аналогичный коэффициенту Шарпа. С его помощью проводится оценка эффективности управления капиталом, однако для оценки береться не вся волатильность по портфелю, а только отрицательные колебания, что позволяет оценить эффективность управления при отрицательных колебаниях. Расчет этого коэффицента опять демонстрирует качественное и количественное превосходство Модели ETF над индексным паевым инвестиционным фондом.

3. Далее, используя формулы 7 и 8 рассчитаем коэффициенты «альфа» и «бета» .

Все необходимые для последующих расчетов данные приведены в Приложении 1 и Приложении 2.

Итак,

Для Модели биржевого инвестиционного фонда:

- коэффициент «бета» = 0.322318133
- коэффициент «альфа» = 0.03023513

Т.к. положительное значение коэффициента «бета» свидетельствует о движении портфеля фонда в одном направлении с рынком, однако малое значение данного показателя говорит о невысокой чувствиетльности данного показателя.

[19] Данные ЦБ РФ

Положительное значение коэффициента «альфа» означает, что средняя доходность портфеля фонда превосходила доходность эталонного портфеля, откуда можно сделать вывод, что управление было высокоэффективным.

Для индексного паевого инвестиционного фонда:

- коэффициент «бета» = 0.757489897
- коэффициент «альфа» = -0.005166386

Т.к. большое значение коэффициента «бета» нежели в модели биржевого фонда свидетельсвует о высокой чувствительности изменений портфель фонда к рынку.

Отрицательное значение коэффициента «альфа» свидетельствует о низкоэффективном управлении портфелем фонда, что привело к получении доходности ниже эталонного.

Анализ показателей эффективности управления портфелями фонда дал возможность сделать вывод о качестве и возможностях управления биржевым инвестиционным и индексным паевым инвестиционным фондами.

Как было замечено выше, чем выше коэффициент "доходность/риск", тем больший доход был получен при меньшем риске, и, следовательно, у Модели ETF на единицу доходности приходится меньше единиц риска, нежели у индексного фонда, причем эта разница составляет почти 250%.

Взяв за значение безрискового актива среднюю ставку по депозитам, было рассчитано отношение превышения доходности фонда над доходностью безрискового актива к стандартному отклонению (риску портфеля фонда) для коэффициента Шарпа и над «волатильностью вниз» (стандартное отклонение по отрицательным показателям доходности) для коэффициента Сортино. Результаты расчета данного коэффициенты показали лидерство Модели биржевого фонда над «ОЛМА финанс Индекс РТС» как для коэффициента Шарпа, так и для коэффициента Сортино, на 489% и 494% соответственно.

Сравнивая эффективность управления фондами на основе значений коэффициентов «альфа» и «бета», можно увидеть, определенную разницу. Коэффициент «бета» для модели биржевого фонда практически в 2 раза меньше данного коэффициента для индексного паевого инвестиционного фонда, что показывает большую чувствительность к волатильности рынка индексного паевого

инвестиционного фонда, а следовательно подверженность большим колебаниям. Коэффициент «альфа» для фонда «ОЛМА финанс Индекс РТС» показал отрицательное значение, говорит о неэффективном управлением портфелем фонда.

Обобщая вышеуказанные показатели для модель биржевого инвестиционного фонда и индексного паевого инвестиционного фонда можно сделать вывод о том что четкое следование индекса используемое в модели биржевого фонда приносит лучшие результаты нежели аналогичный по составу и структуре активов индексный паевый инвестиционный фонд. Однако если сравнивать затраты на управление фондом то существует существенная разница, так если затраты по биржевому инвестиционному фонду аналогичному модели фонда составляют 0.08%, а для индексного фонда ОЛМА Финанс Индекс РТС затраты на управление составляют 1,5%[20].

3.3 Инвестиционная привлекательность для частного инвестора

Рассмотрим инвестиционную привлекательность использования Модели биржевого фонда и индексного паевого инвестиционного фондов для частного инвестора. Для начала определим входные данные:

- Сумма для инвестирования – 100 000 руб.
- Срок инвестирования – с 14.02.2006 по 01.02.2007 (347 дней)
- Операции по счету ДУ – за период инвестирования операции по счету инвестором не проводятся;
- Погашение осуществляется 1.02.2007, для индексного паевого инвестиционного фонда (в соответствии с Правилами доверительного управления фонда)[21].
- За исследуемый период взимаются затраты на управление:
    - Модель биржевого инвестиционного фонда – 0,08% (от среднегодовой стоимости чистых активов)
    - ОЛМА финанс Индекс РТС – 1,25% (от среднегодовой стоимости чистых активов)
- За исследуемый период взимаются затраты на выплаты вознаграждений специализированному депозитарию, лицу, осуществляющему ведение

[20] Правила ДУ
[21] Там же

реестра владельцев инвестиционных паев, и аудитору с Модели биржевого инвестиционного фонда и индексного паевого инвестиционного фонда – 1% (от среднегодовой стоимости чистых активов);

- При приобретении паев Модели биржевого инвестиционного фонда с инвестора взимаются биржевая комиссия – 0.0035% и комиссия за брокерское обслуживание – 0.1% от суммы операции
- При приобретении и погашении паев индексного инвестиционного паевого фонда с инвестора взимается набавка – 0.5% и скидка – 0.5% соотвественно.

После проведения необходимых расчетов мною были получены следующие результаты:

	Модель биржевого инвестиционного фонда	ОЛМА финанс Индекс РТС
Стоимость пая на дату приобретения	37.19	998.35
Количество паев	2,688.90	100.67
Стоимость пая на дату погашения	54.24	1,269.15
Среднегодовая стоимость активов	23,680,117.07	16,268,382.51
Размер затрат на 1 пай	0.51	24.74
Налоговая база по НДФЛ	44,471.77	24,130.60
Сумма налога по НДФЛ к уплате	5,781.33	3,136.98
Прочие расходы	254.45	-
Размер денежной компенсации	139,811.33	123,984.60
Итоговая доходность	39.81%	23.98%

В момент приобретения паев инвестор приобрел 2,688.9 паев Модели биржевого инвестиционного фонда, при этом биржевая комиссия и комиссия за брокерское обслуживание оплачиваются инвестором отдельно от первоначальной суммы инвестиций – 103.5 руб., при приобретении паев индексного фонда инвестор приобрел 998.35 паев с учетом скидки в размере 0.5%. Изменение стоимости паев представлено в Приложении. К концу срока инвестирования размер пая Модели биржевого инвестиционного фонда составил 54.24 руб., что на 45,85% больше

стоимости в момент размещения средств, для индексного фонда данный показатель составил 27,12% (1269,15 руб.). В соответствии с допущениями указанными при моделировании биржевого инвестиционного фонда рынок паев биржевых инвестиционных фондов обладает абсолютной ликвидностью, что позволяет реализовать инвестору паи 01.02.2007 (с уплатой биржевой комиссии и вознаграждению брокеру – 150.95 руб.), для данной работы предполагается, что при инвестициях в паи индексного фонда инвестор получит средства также 01.02.2007. На практике в соответствии с правилами доверительного управления Управляющая компания обязана осуществить погашение паев не позднее чем через 3 дня[22]. Доход полученный управляющей компании будет уменьшен на сумму расходов на управление и вознаграждения специальному депозитарию, реестродержателю и аудитору:

Модель биржевого инвестиционного фонда – 1375.35, Индексный фонд – 2490.98, столь существенная разница в данном примере в первую очередь обусловлена значительно большим количеством эмитированных паев, на которые разносятся расходы. После уплаты всех необходимых комиссий и расходов прирост капитала инвестора составил 44,471.77 руб., который облагается налогом на доходы физических лиц, в соответствии с Налоговым Кодексом Российской Федерации данный показатель составляет 13% с суммы, полученной выгоды, размер НДФЛ составит в данном случае 5,781.33 руб. Для индексного фонда размер прироста капитала составил 24,130.60 руб., налог – 3,136.98. После осуществления всех необходимых выплат итоговая доходность инвестор составит в первом случае 39.81% для Модели биржевого фонда и 23,98% для индексного фонда. Такие показатели кроме больших затрат, ложащихся на инвестора также обусловлены и более низким качеством управления выявленных в начале данной главы (например отрицательный коэффициент «альфа»), что привело к росту рискованности портфеля индексного фонда, а следовательно снижению доходности инвестора.

В данной работе рассматривается пример биржевого инвестиционного фонда, по которому дивиденды не выплачиваются, а реинвестируются в фонд, что также может привести к росту доходности инвестора. Также необходимо иметь в виду, что при работе с биржевым инвестиционным фондом у инвестора остается возможность

[22] ПДУ

не осуществлять продажу своих паев на вторичном рынке, а осуществить погашение их в Управляющей компании, что позволит избежать налоговых платежей и получить налоговую отсрочку, однако рассматривать данную возможность в данной работе я считаю нецелесообразным, так как крайне тяжело оценить выгоды полученные инвестором от инвестиций в биржевой инвестиционный фонд.

Итак, по результатам проведенного мною сравнения можно утверждать, что несмотря на все преимущества данного института, уровень развития его на в мире, на положительные результаты анализа показателей, полученных при построении модели биржевого инвестиционного фонда и сравнении их с аналогичными показателями для индексного паевого инвестиционного фонда, на текущий момент российский рынок не готов к становлению и развитию данного института. Данный вывод, с моей точки зрения, обусловлен рядом причин. Во-первых, на текущий момент структура российского рынка отличается значительной концентрацией капитала, что ограничивает «free float» акций, а следовательно у крупных институциональных инвестор не будет достаточного количества акций, соответствующих структуре индекса, для участия в первичном распределении паев биржевого фонда, а также по паям биржевого инвестиционного фонда не будет достигнута абсолютная ликвидность, в связи с осложнением при реализации акций, полученных в результате погашения. Во-вторых, на российском рынке у частных инвесторов все еще сохраняются остатки последствий кризиса недоверия, вызванного рядом кризисов на рынке, к тому же частные инвесторы только недавно привыкли к паевым инвестиционным фондам, о чем свидетельствуют темпы роста отрасли. В-третьих, в российском законодательстве существуют многичесленные бреши, решение которых необходимо для становления и развития данного рынка. Совокупность этих факторов приводят к необходимости дальнейшего развития фондового рынка России, исправлению и совершенствованию российского законодательства, стабильному развитию рынка, чтобы была возможность преодолеть кризис недоверия частных инвесторов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Актуальность работы, описанная во введении, на мой взгляд, доказана, так как появление на рынке коллективных инвестиций такого нового института, как биржевой фонд, представляет дополнительные возможности для инвесторов. До 1993 года вложения в фонды прямых инвестиций могли позволить себе узкий круг индивидуальных инвесторов, или институциональные вкладчики. Период инвестирования при этом составлял годы. Теперь при возможности использования биржевых фондов и обычные индивидуальные инвесторы имеют доступ к рынку ценных бумаг. На мой взгляд, появление и широкое распространение биржевых фондов на развитых площадках мира это только начало бума рынка коллективных инвестиций. Российский рынок за последние несколько лет развития показал впечатляющие темпы роста отрасли коллективных инвестиций, в связи, с чем использование американского опыта на нашем рынке представляется востребованным.

Все поставленные перед написанием работы задачи были решены и каждой было уделено достаточное количество внимания:

1. Сущность и основные понятия нашли свое достойное место в работе. Описаны все существующие на данный момент в России типы инвестиционных фондов, представлено понятие и описание функционирования биржевого фонда.
2. На мой взгляд, анализ текущего состояния рынка паевых инвестиционных фондов наглядно иллюстрирует его возможность и востребованность инвесторами к дальнейшему более совершенному развитию. К тому рассмотрение развития рынка биржевых фондов, безусловно, свидетельствует положительном влияние на рынок ценных бумаг в целом, и предоставлении дополнительных преимуществ инвесторам в частности.
3. Сильной стороной биржевых инвестиционных фондов является их возможность совмещать в себе все положительные черты паевых инвестиционных фондов, а также сохранять индивидуальные значимые характеристики и преимущества для инвесторов, а именно: низкие

издержки, простота покупки и продажи акций, ликвидность и возможность диверсификации.

4. Решена поставленная задача описать показатели доходности и оценки эффективности работы портфелей инвестиционных фондов, наиболее часто используемые на практике самими управляющими компаниями для сравнения собственных достижений с показателями фондов-конкурентов.
5. В рамках отсутствия биржевого фонда на российском рынке, в классическом понимании, мною был смоделирован указанный тип коллективных инвестиций с целью дальнейшего его сравнения с показателями управления индексного паевого инвестиционного фонда ОПИФ «Олма- Финанс Индекс РТС» и оценки эффективности для инвестора.
6. Произведена оценка возможностей становления рынка биржевых инвестиционных фондов в российских условиях.

Список использованной литературы

1. Законы, указы, постановления

1. Гражданский Кодекс Российской Федерации
2. Налоговый Кодекс Российской Федерации Часть певрая и вторая
3. Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» № 156-ФЗ от 29 ноября 2001 года
4. Закон Российской Федерации от 09.12.91 N 2003-1 «О налогах на имущество физических лиц»
5. Указ Президента Российской Федерации «О дальнейшем развитии деятельности инвестиционных фондов» № 193 от 23 февраля 1998 г. Указ Президента Российской Федерации «Об утверждении Комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров» № 408 от 21 марта 1996 г.
6. Указ Президента Российской Федерации «О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации» № 765 от 26 июля 1995 г.
7. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг «О регулировании деятельности управляющих компаний акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов» N 04-5/пс от 18 февраля 2004 г.
8. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг «Об утверждении положения об аттестации специалистов специализированных депозитариев инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов» N 13 от 8 июня 2001 г.
9. Письмо Госналогслужбы РФ № НП-2-01/80н от 15 декабря 1995 г. «О некоторых вопросах налогообложения, возникающих в связи с образованием и функционированием паевых инвестиционных фондов»

2. Книги, изданные под фамилией автора

10. Алан Рот, Александр Захаров, Белла Златкис, Яков Миркин, Бруксли Борн, Ричард Бернард, Петр Баренбойм, Артур Хит. Основы государственного

регулирования финансового рынка. 2-е изд., перераб. И доп. – М.: «Юридический Дом «Юстицинформ», 2003. – 624с.

11. Бочаров П. П., Касимов Ю. Ф. Финансовая математика: Учебник. – М.: Гардарики, 2002. – 624 с.: ил.
12. «Инвестиции» Уильям Ф. Шарп, Гордон Дж. Александер, Джеффри В. Бейли, Инфра-М, 2003 г., 1028 стр.

3. Статьи в журналах

13. Ладыгин Дмитрий. ПИФы не выдерживают инфляции // Коммерсантъ-Деньги (Москва).- 18.04.2005
14. Невыездные фонды, www.nlu.ru, Финанс, 2007.
15. Шохина Екатерина. Ненужные ПИФы// Журнал «Эксперт», 2005 г.
16. Almost All Global ETFs Currently Overbought, 2007, http://www.seekingalpha.com
17. Bernstein, R. S. (2004). “A comparison of tax efficiencies of ETFs, Vipers, and open and closed-end funds.” Corporate Taxation, 31, pp34-38.
18. Brands, S. and D. R. Gallagher (2005). “Portfolio selection, diversification and fund-of-funds: a note.” Accounting & Finance, 45, p185-197.
19. Brazil ETF Reflects Both Strengths and Weaknesses Of Nation's Economy, 2007, http://www.seekingalpha.com
20. Brown, S. J., Goetzmann, W. N., and B. Liang (2004). “Fees on Fees in Funds of Funds.” Journal of Investment Management, 2, p39-56.
21. Cao, J. (2005). “International Diversification through iShares And Their Rivals.” Working paper, University of Texas at Austin, U.S.A.
22. Casarin, R., Lazzarin, M., Pelizzon, L., and D. Sartore (2005). “Relative benchmark rating and persistence analysis: Evidence from Italian equity funds.” European Journal of Finance, 11, pp297-308.
23. Emerging Market, Basic Materials ETFs Gain Momentum, 2007, http://www.seekingalpha.com
24. Engle R. “Pricing Exchange traded funds”, NYU Stern School of Business, 2002
25. Exchange traded funds, Brochure, Deutsche Borse Group, 2007

26. Gallagher, D. R. and R. Segara (2004). “The Performance and Trading Characteristics of Exchange-Traded Funds: Australian Evidence.” Working paper, The University of New South Wales, Sydney
27. Gardner, R. and J. Welch (2005). “Increasing After-Tax Return with Exchange-Traded Funds.” Journal of Financial Planning, 18, p30-35.
28. Harper, J. T., Madura, J., and O. Schnusenberg (2006). “Performance comparison between exchange-traded funds and closed-end country funds.” Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 16, p104-122.
29. Jares, T. E. and A. M. Lavin (2004). “Japan and Hong Kong Exchange-Traded Funds (ETFs): Discounts, Returns, and Trading Strategies.” Journal of Financial Services Research, 25:1, p57-69.
30. Manton B. “Derivatives in the fund management industry”, Trends and opportunities for Institutional investors, 2007
31. Miffre, J. (2006). “Country-specific ETFs: An efficient approach to global asset allocation.” Working paper, Cass Business School, City University London.
32. Opportunities for Institutional investors, Deutsche Borse Group, 2006
33. Rompotis, G. G. (2005). “An Empirical Comparing Investigation on Exchange Traded Funds and Index Funds Performance.” Working paper, University of Athens, Athens, Greece.
34. Thind S. “Innovating for growth”, Trends and opportunities for Institutional investors, 2007

4. Интернет ресурсы.

35. www.nlu.ru – Официальный сайт Национальной Лиги Управляющих
36. www.aea.ru – Публикации Абрамова А. Е.
37. www.quote.ru – РосБизнес Консалтинг
38. www.olma-f.ru - сайт УК «ОЛМА Финанс»
39. www.finance.yahoo.com/etf – Консолидированная информация о котировках биржевых инвестиционных фондов
40. http://www.bovespa.com.br/indexi.asp - Официальный сайт Бразильской фондовой биржи

41. http://www.seekingalpha.com – Сайт исследовательского агентства.

Приложения

Приложение 1. Анализ корреляции индексов РТС и BVSP и корреляции данных индексов со стоимостью пая Модели биржевого фонда и iShares MSCI Brazil Fund соответственно

Дата	Индекс РТС	Котировки паев модели биржевого фонда (руб.)	Индекс BVSP	Котировки паев iShares MSCI Brazil Fund (долл. США)
01.02.2007	1859.7	54.24	52078	58.42
31.01.2007	1843.24	53.60	51631	57.75
30.01.2007	1856.57	53.93	51738	57.8
29.01.2007	1826.39	52.66	50518	56.02
26.01.2007	1851.22	52.61	50511	55.21
24.01.2007	1845.44	52.49	50902	55.68
23.01.2007	1892.15	53.38	50235	54.51
22.01.2007	1913.57	54.39	51300	56.08
19.01.2007	1927.58	54.65	50278	54.83
18.01.2007	1930.05	54.59	50282	54.7
17.01.2007	1923.19	54.23	50598	54.88
16.01.2007	1911.69	53.94	50218	54.5
15.01.2007	1935.51	54.51	49472	53.59
12.01.2007	1915.27	53.40	48956	52.5
11.01.2007	1960.4	54.42	49230	52.56
10.01.2007	1973.48	55.93	49068	53.49
09.01.2007	1966.59	55.14	49676	53.57
08.01.2007	1973.67	56.68	49071	54.2
05.01.2007	1971.66	55.55	49162	53.27
04.01.2007	1926.38	54.08	49408	53.35
03.01.2007	1965.09	56.61	48762	54.03
02.01.2007	1990.57	56.33	48710	53.02
28.12.2006	2008.42	56.85	48755	53.08
27.12.2006	2001.59	56.65	48921	53.25
26.12.2006	1967.02	57.11	47926	53.52
22.12.2006	1984.44	57.54	47347	52.8
21.12.2006	1977.33	56.53	46939	51.61
20.12.2006	1964.07	55.35	47174	51.13
19.12.2006	1946.47	55.88	46855	51.74
18.12.2006	1942.75	55.77	46647	51.5
15.12.2006	1929.94	55.24	46554	51.25
14.12.2006	1920.8	54.93	46288	50.91
13.12.2006	1927.73	55.69	45597	50.66
12.12.2006	1935.72	54.48	45805	49.58
11.12.2006	1940.47	54.75	45355	49.22
08.12.2006	1925.64	55.51	44484	49.32
07.12.2006	1911.06	52.45	45207	47.72
06.12.2006	1924.79	53.19	45645	48.51
05.12.2006	1914.47	53.82	45533	49.23
04.12.2006	1889.62	52.94	45424	48.95
01.12.2006	1847.26	51.27	45631	48.71
30.11.2006	1831.22	52.62	44351	49.02

29.11.2006	1846.38	51.88	43713	47.24
28.11.2006	1821.34	51.34	42730	46.33
27.11.2006	1809.16	49.30	43278	45.36
24.11.2006	1779.1	49.04	43288	45.89
23.11.2006	1817.15	50.65	42749	45.83
22.11.2006	1811.91	47.92	44249	45.01
21.11.2006	1808.65	49.89	44133	46.82
17.11.2006	1767.1	49.30	43466	46.64
16.11.2006	1763.66	49.28	42667	45.85
14.11.2006	1737.71	47.00	43218	44.96
13.11.2006	1795.89	51.51	41179	45.43
10.11.2006	1797.1	47.09	42370	42.7
09.11.2006	1858.14	48.67	43517	43.84
08.11.2006	1906.08	51.29	43892	45.43
07.11.2006	1970.77	54.42	43145	45.82
06.11.2006	1934.26	48.99	46207	45.01
03.11.2006	1905.46	53.01	46016	49.24
01.11.2006	1893.64	51.96	46452	49.02
31.10.2006	1904.84	52.99	46090	49.31
30.10.2006	1897.07	52.83	45849	49.11
27.10.2006	1894.92	52.55	45955	49.02
26.10.2006	1889.96	52.36	45996	49.01
25.10.2006	1866.98	52.55	45197	48.93
24.10.2006	1838.62	52.85	43935	48.57
23.10.2006	1885.93	53.35	44284	48.18
20.10.2006	1879.37	50.84	44892	46.71
19.10.2006	1917.82	52.94	44588	47.34
18.10.2006	1923.27	53.00	45352	48.07
17.10.2006	1905.44	52.38	45286	47.88
16.10.2006	1896.62	53.34	44998	48.67
13.10.2006	1894.25	53.36	44815	48.55
11.10.2006	1842.93	51.56	44642	48.04
10.10.2006	1824.77	51.69	44044	47.99
09.10.2006	1836.77	51.79	43573	47.25
06.10.2006	1863.28	50.74	44412	46.52
05.10.2006	1880.45	50.27	44687	45.95
04.10.2006	1861.46	51.49	44177	47
03.10.2006	1856.4	51.63	43553	46.59
02.10.2006	1841.97	52.40	43428	47.52
29.09.2006	1812.93	52.32	42478	47.15
28.09.2006	1807.28	50.50	42735	45.93
27.09.2006	1810.63	50.55	42624	45.77
26.09.2006	1851.63	50.13	42919	44.69
25.09.2006	1850.21	50.21	43095	44.98
22.09.2006	1797.59	49.23	42670	44.95
21.09.2006	1800.61	50.31	42336	45.5
20.09.2006	1770.67	48.96	42007	44.67
19.09.2006	1798.63	48.34	42830	44.27
18.09.2006	1921.92	51.99	42245	43.95
15.09.2006	1910.28	50.89	44020	45.1
14.09.2006	1871.18	48.68	44445	44.47
13.09.2006	1852.39	48.92	45383	46.1
12.09.2006	1851.96	50.56	44474	46.7
11.09.2006	1862.4	50.95	44526	46.85

08.09.2006	1864.46	51.99	43603	46.76
06.09.2006	1866.33	52.21	43356	46.65
05.09.2006	1837.87	50.41	43385	45.77
04.09.2006	1861.91	50.57	43502	45.44
01.09.2006	1853.24	50.12	43590	45.34
31.08.2006	1840.13	49.85	43509	45.33
30.08.2006	1829.61	50.41	43596	46.2
29.08.2006	1841.94	50.45	43755	46.09
28.08.2006	1838.61	51.45	43285	46.59
25.08.2006	1850.69	51.80	43018	46.31
24.08.2006	1848.76	51.06	43297	45.99
23.08.2006	1836.87	50.72	42978	45.64
22.08.2006	1821.33	50.98	42909	46.19
21.08.2006	1791.36	49.82	43096	46.1
18.08.2006	1780.51	48.98	43157	45.66
17.08.2006	1776.68	49.62	42654	45.82
16.08.2006	1765.2	51.15	41327	46.06
15.08.2006	1728.98	48.42	41932	45.17
14.08.2006	1727.33	47.00	41970	43.92
11.08.2006	1722.73	48.41	41043	44.36
10.08.2006	1712.95	48.55	40915	44.6
09.08.2006	1703.13	45.91	41758	43.29
08.08.2006	1699.31	44.58	42070	42.45
07.08.2006	1677	45.98	41913	44.2
04.08.2006	1688.97	46.67	41570	44.18
03.08.2006	1713.46	47.94	41029	44.15
02.08.2006	1705.84	46.58	41162	43.23
01.08.2006	1699.66	46.21	41291	43.18
31.07.2006	1704.47	47.22	40606	43.27
28.07.2006	1706.7	48.24	40720	44.27
27.07.2006	1693.41	47.17	40815	43.73
26.07.2006	1663.19	44.83	41334	42.85
25.07.2006	1674.95	45.80	41048	43.17
24.07.2006	1641.48	45.01	41247	43.5
21.07.2006	1629.34	46.05	40435	43.95
20.07.2006	1644.86	46.41	39930	43.33
19.07.2006	1613.57	46.89	39263	43.88
18.07.2006	1590.33	45.60	38900	42.9
17.07.2006	1627.24	45.40	39328	42.2
14.07.2006	1636.03	45.28	39645	42.2
13.07.2006	1630.46	44.98	39563	41.98
12.07.2006	1608.84	43.57	39499	41.14
11.07.2006	1618.26	44.89	39227	41.85
10.07.2006	1630.47	46.43	38643	42.32
07.07.2006	1638.7	46.44	38920	42.42
06.07.2006	1626.4	45.69	38686	41.8
05.07.2006	1609.47	44.76	38898	41.61
04.07.2006	1612.01	44.05	39229	41.23
03.07.2006	1610.44	44.63	38850	41.41
30.06.2006	1581.63	44.41	38322	41.39
29.06.2006	1585.55	44.19	38655	41.44
28.06.2006	1584.25	44.99	38406	41.95
27.06.2006	1587.59	45.22	37940	41.56
26.06.2006	1554.99	44.01	37977	41.34

23.06.2006	1566	43.67	37749	40.49
22.06.2006	1520.96	44.31	36438	40.83
21.06.2006	1522.75	43.00	37058	40.25
20.06.2006	1557.23	44.18	36449	39.77
19.06.2006	1549.99	43.96	36486	39.8
16.06.2006	1558.85	44.28	36106	39.45
14.06.2006	1519.06	42.00	35819	38.09
13.06.2006	1484.13	43.22	34973	39.17
12.06.2006	1452.54	41.75	34799	38.47
09.06.2006	1504.9	43.39	34830	38.62
08.06.2006	1534.75	42.95	35197	37.88
07.06.2006	1554.31	42.14	35886	37.42
06.06.2006	1577.85	40.60	36483	36.11
05.06.2006	1567.15	40.73	36170	36.16
02.06.2006	1550.68	40.47	36154	36.29
01.06.2006	1566.39	41.46	36550	37.21
31.05.2006	1556.32	42.66	36147	38.11
30.05.2006	1542.7	43.58	35772	38.87
29.05.2006	1534.68	41.75	36558	38.25
26.05.2006	1591.12	43.26	36710	38.39
25.05.2006	1588.62	42.79	37368	38.71
24.05.2006	1630.27	42.83	37693	38.09
23.05.2006	1655.04	43.16	37329	37.44
22.05.2006	1634.11	45.50	36232	38.8
19.05.2006	1620	45.00	36313	38.8
18.05.2006	1626.69	45.62	36304	39.16
17.05.2006	1651.45	47.81	36375	40.5
16.05.2006	1643.93	47.67	35958	40.1
15.05.2006	1643.17	46.75	35797	39.17
12.05.2006	1643.18	47.18	35512	39.22
11.05.2006	1637.88	45.62	36678	39.29
10.05.2006	1647.71	45.20	37161	39.21
09.05.2006	1641.11	43.75	37552	38.5
08.05.2006	1618.59	42.99	37559	38.37
05.05.2006	1595.22	42.23	37678	38.36
04.05.2006	1647.54	45.73	37296	39.82
03.05.2006	1654.9	47.30	36557	40.19
02.05.2006	1644.16	46.86	36944	40.5
28.04.2006	1651.62	46.34	37354	40.31
27.04.2006	1657.2	47.28	37255	40.88
26.04.2006	1631.15	45.00	37600	39.9
25.04.2006	1642.91	44.17	37698	38.98
24.04.2006	1619.98	43.96	37848	39.5
20.04.2006	1623.59	45.11	37451	40.02
19.04.2006	1629.23	45.04	37288	39.65
18.04.2006	1596.08	45.06	36839	40
17.04.2006	1569.9	44.15	37077	40.1
13.04.2006	1544.88	43.36	37381	40.35
12.04.2006	1551.09	43.41	36888	39.71
11.04.2006	1555.58	43.66	36594	39.5
10.04.2006	1560.17	43.06	36681	38.94
07.04.2006	1511.4	42.82	36224	39.47
06.04.2006	1506.38	43.77	35510	39.68
05.04.2006	1499.68	42.60	35847	39.16

04.04.2006	1490.09	40.74	36785	38.68
03.04.2006	1503.64	43.08	35130	38.71
31.03.2006	1481.89	42.36	34866	38.33
30.03.2006	1455.62	39.74	35350	37.12
29.03.2006	1459.55	40.25	35354	37.5
28.03.2006	1484.58	40.97	36230	38.46
27.03.2006	1487.51	38.94	36554	36.8
24.03.2006	1552.4	40.50	36141	36.26
23.03.2006	1551.83	41.52	36102	37.15
22.03.2006	1555.69	40.70	36533	36.76
21.03.2006	1549.66	42.29	36378	38.18
20.03.2006	1535.86	41.73	37367	39.05
17.03.2006	1501.28	40.37	37357	38.64
16.03.2006	1539.52	42.17	36631	38.59
15.03.2006	1512.04	42.21	36487	39.18
14.03.2006	1494.63	42.92	34835	38.47
13.03.2006	1447.92	43.64	34376	39.85
10.03.2006	1414.01	41.53	34631	39.12
09.03.2006	1396.94	40.45	34661	38.6
08.03.2006	1348.62	36.83	34317	36.05
07.03.2006	1344.9	35.61	34547	35.18
06.03.2006	1354.12	37.42	33632	35.75
03.03.2006	1361.58	37.21	33897	35.63
02.03.2006	1361	36.63	34399	35.61
01.03.2006	1347.47	37.96	32941	35.69
24.02.2006	1329.87	36.05	32848	34.25
23.02.2006	1344.27	35.34	33555	33.93
22.02.2006	1274.39	33.20	35075	35.15
21.02.2006	1234.82	32.03	35438	35.35
20.02.2006	1362.51	32.80	35264	32.65
17.02.2006	1361.12	30.90	36558	31.92
16.02.2006	1431.4	33.58	36740	33.15
15.02.2006	1469.95	35.41	37942	35.15
14.02.2006	1542.95	37.86	37748	35.62

	За период 14.02.2006 - 01.02.2007	За период 10.01.2006 - 18.05.2007
Корредяция РТС и BVSP	0.931567301	0.885546692
Корреляция РТС и пая для Модели биржевого фонда	0.963234232	-
Корреляция BVSP и пая iShares MSCI Brazil Fund	0.963103621	-

Приложение 2. Расчет коэффициента перехода от паев iShares MSCI Brazil Fund к паям Модели биржевого инвестиционного фонда.

Дата	Индекс BVSP	Котировки паев iShares MSCI Brazil Fund (долл. США)	Коэффициент перехода	Индекс РТС	Котировки паев модели биржевого фонда (руб.)
01.02.2007	52078	58.42	891.4412872	1859.7	54.24
31.01.2007	51631	57.75	894.04329	1843.24	53.60
30.01.2007	51738	57.8	895.1211073	1856.57	53.93
29.01.2007	50518	56.02	901.7850768	1826.39	52.66
26.01.2007	50511	55.21	914.8886071	1851.22	52.61
24.01.2007	50902	55.68	914.1882184	1845.44	52.49
23.01.2007	50235	54.51	921.5740231	1892.15	53.38
22.01.2007	51300	56.08	914.764622	1913.57	54.39
19.01.2007	50278	54.83	916.9797556	1927.58	54.65
18.01.2007	50282	54.7	919.2321755	1930.05	54.59
17.01.2007	50598	54.88	921.9752187	1923.19	54.23
16.01.2007	50218	54.5	921.4311927	1911.69	53.94
15.01.2007	49472	53.59	923.1573055	1935.51	54.51
12.01.2007	48956	52.5	932.4952381	1915.27	53.40
11.01.2007	49230	52.56	936.6438356	1960.4	54.42
10.01.2007	49068	53.49	917.3303421	1973.48	55.93
09.01.2007	49676	53.57	927.3100616	1966.59	55.14
08.01.2007	49071	54.2	905.3690037	1973.67	56.68
05.01.2007	49162	53.27	922.8834241	1971.66	55.55
04.01.2007	49408	53.35	926.1105904	1926.38	54.08
03.01.2007	48762	54.03	902.4986119	1965.09	56.61
02.01.2007	48710	53.02	918.7099208	1990.57	56.33
28.12.2006	48755	53.08	918.5192163	2008.42	56.85
27.12.2006	48921	53.25	918.7042254	2001.59	56.65
26.12.2006	47926	53.52	895.4783259	1967.02	57.11
22.12.2006	47347	52.8	896.7234848	1984.44	57.54
21.12.2006	46939	51.61	909.4942841	1977.33	56.53
20.12.2006	47174	51.13	922.6285938	1964.07	55.35
19.12.2006	46855	51.74	905.5856204	1946.47	55.88
18.12.2006	46647	51.5	905.7669903	1942.75	55.77
15.12.2006	46554	51.25	908.3707317	1929.94	55.24
14.12.2006	46288	50.91	909.2123355	1920.8	54.93
13.12.2006	45597	50.66	900.0592183	1927.73	55.69
12.12.2006	45805	49.58	923.8604276	1935.72	54.48
11.12.2006	45355	49.22	921.4750102	1940.47	54.75
08.12.2006	44484	49.32	901.946472	1925.64	55.51
07.12.2006	45207	47.72	947.3386421	1911.06	52.45
06.12.2006	45645	48.51	940.9400124	1924.79	53.19
05.12.2006	45533	49.23	924.9035141	1914.47	53.82
04.12.2006	45424	48.95	927.9673136	1889.62	52.94
01.12.2006	45631	48.71	936.7891603	1847.26	51.27

30.11.2006	44351	49.02	904.753162	1831.22	52.62
29.11.2006	43713	47.24	925.338696	1846.38	51.88
28.11.2006	42730	46.33	922.2965681	1821.34	51.34
27.11.2006	43278	45.36	954.1005291	1809.16	49.30
24.11.2006	43288	45.89	943.2991937	1779.1	49.04
23.11.2006	42749	45.83	932.7732926	1817.15	50.65
22.11.2006	44249	45.01	983.0926461	1811.91	47.92
21.11.2006	44133	46.82	942.6099957	1808.65	49.89
17.11.2006	43466	46.64	931.9468268	1767.1	49.30
16.11.2006	42667	45.85	930.5779716	1763.66	49.28
14.11.2006	43218	44.96	961.2544484	1737.71	47.00
13.11.2006	41179	45.43	906.4274708	1795.89	51.51
10.11.2006	42370	42.7	992.2716628	1797.1	47.09
09.11.2006	43517	43.84	992.6322993	1858.14	48.67
08.11.2006	43892	45.43	966.1457187	1906.08	51.29
07.11.2006	43145	45.82	941.6193802	1970.77	54.42
06.11.2006	46207	45.01	1026.59409	1934.26	48.99
03.11.2006	46016	49.24	934.5247766	1905.46	53.01
01.11.2006	46452	49.02	947.6132191	1893.64	51.96
31.10.2006	46090	49.31	934.698844	1904.84	52.99
30.10.2006	45849	49.11	933.5980452	1897.07	52.83
27.10.2006	45955	49.02	937.4745002	1894.92	52.55
26.10.2006	45996	49.01	938.5023465	1889.96	52.36
25.10.2006	45197	48.93	923.707337	1866.98	52.55
24.10.2006	43935	48.57	904.5707227	1838.62	52.85
23.10.2006	44284	48.18	919.1365712	1885.93	53.35
20.10.2006	44892	46.71	961.0789981	1879.37	50.84
19.10.2006	44588	47.34	941.8673426	1917.82	52.94
18.10.2006	45352	48.07	943.4574579	1923.27	53.00
17.10.2006	45286	47.88	945.8228906	1905.44	52.38
16.10.2006	44998	48.67	924.5531128	1896.62	53.34
13.10.2006	44815	48.55	923.069001	1894.25	53.36
11.10.2006	44642	48.04	929.2672773	1842.93	51.56
10.10.2006	44044	47.99	917.7745364	1824.77	51.69
09.10.2006	43573	47.25	922.1798942	1836.77	51.79
06.10.2006	44412	46.52	954.6861565	1863.28	50.74
05.10.2006	44687	45.95	972.5136017	1880.45	50.27
04.10.2006	44177	47	939.9361702	1861.46	51.49
03.10.2006	43553	46.59	934.8143378	1856.4	51.63
02.10.2006	43428	47.52	913.8888889	1841.97	52.40
29.09.2006	42478	47.15	900.911983	1812.93	52.32
28.09.2006	42735	45.93	930.4376225	1807.28	50.50
27.09.2006	42624	45.77	931.2650208	1810.63	50.55
26.09.2006	42919	44.69	960.3714478	1851.63	50.13
25.09.2006	43095	44.98	958.0924855	1850.21	50.21
22.09.2006	42670	44.95	949.2769744	1797.59	49.23
21.09.2006	42336	45.5	930.4615385	1800.61	50.31
20.09.2006	42007	44.67	940.3850459	1770.67	48.96
19.09.2006	42830	44.27	967.4723289	1798.63	48.34
18.09.2006	42245	43.95	961.2059158	1921.92	51.99
15.09.2006	44020	45.1	976.0532151	1910.28	50.89
14.09.2006	44445	44.47	999.4378233	1871.18	48.68
13.09.2006	45383	46.1	984.4468547	1852.39	48.92
12.09.2006	44474	46.7	952.3340471	1851.96	50.56

11.09.2006	44526	46.85	950.3948773	1862.4	50.95
08.09.2006	43603	46.76	932.4850299	1864.46	51.99
06.09.2006	43356	46.65	929.3890675	1866.33	52.21
05.09.2006	43385	45.77	947.8916321	1837.87	50.41
04.09.2006	43502	45.44	957.3503521	1861.91	50.57
01.09.2006	43590	45.34	961.4027349	1853.24	50.12
31.08.2006	43509	45.33	959.8279285	1840.13	49.85
30.08.2006	43596	46.2	943.6363636	1829.61	50.41
29.08.2006	43755	46.09	949.3382512	1841.94	50.45
28.08.2006	43285	46.59	929.0620305	1838.61	51.45
25.08.2006	43018	46.31	928.9138415	1850.69	51.80
24.08.2006	43297	45.99	941.4437921	1848.76	51.06
23.08.2006	42978	45.64	941.6739702	1836.87	50.72
22.08.2006	42909	46.19	928.9673089	1821.33	50.98
21.08.2006	43096	46.1	934.8373102	1791.36	49.82
18.08.2006	43157	45.66	945.1817784	1780.51	48.98
17.08.2006	42654	45.82	930.9035356	1776.68	49.62
16.08.2006	41327	46.06	897.2427269	1765.2	51.15
15.08.2006	41932	45.17	928.3152535	1728.98	48.42
14.08.2006	41970	43.92	955.6010929	1727.33	47.00
11.08.2006	41043	44.36	925.2254283	1722.73	48.41
10.08.2006	40915	44.6	917.3766816	1712.95	48.55
09.08.2006	41758	43.29	964.6107646	1703.13	45.91
08.08.2006	42070	42.45	991.0482921	1699.31	44.58
07.08.2006	41913	44.2	948.2579186	1677	45.98
04.08.2006	41570	44.18	940.9234948	1688.97	46.67
03.08.2006	41029	44.15	929.3091733	1713.46	47.94
02.08.2006	41162	43.23	952.1628499	1705.84	46.58
01.08.2006	41291	43.18	956.2528949	1699.66	46.21
31.07.2006	40606	43.27	938.4330945	1704.47	47.22
28.07.2006	40720	44.27	919.8102553	1706.7	48.24
27.07.2006	40815	43.73	933.3409559	1693.41	47.17
26.07.2006	41334	42.85	964.6207701	1663.19	44.83
25.07.2006	41048	43.17	950.8454946	1674.95	45.80
24.07.2006	41247	43.5	948.2068966	1641.48	45.01
21.07.2006	40435	43.95	920.0227531	1629.34	46.05
20.07.2006	39930	43.33	921.5324256	1644.86	46.41
19.07.2006	39263	43.88	894.7812215	1613.57	46.89
18.07.2006	38900	42.9	906.7599068	1590.33	45.60
17.07.2006	39328	42.2	931.943128	1627.24	45.40
14.07.2006	39645	42.2	939.4549763	1636.03	45.28
13.07.2006	39563	41.98	942.4249643	1630.46	44.98
12.07.2006	39499	41.14	960.1118133	1608.84	43.57
11.07.2006	39227	41.85	937.3237754	1618.26	44.89
10.07.2006	38643	42.32	913.1143667	1630.47	46.43
07.07.2006	38920	42.42	917.4917492	1638.7	46.44
06.07.2006	38686	41.8	925.5023923	1626.4	45.69
05.07.2006	38898	41.61	934.8233598	1609.47	44.76
04.07.2006	39229	41.23	951.4673781	1612.01	44.05
03.07.2006	38850	41.41	938.1791838	1610.44	44.63
30.06.2006	38322	41.39	925.8758154	1581.63	44.41
29.06.2006	38655	41.44	932.7944015	1585.55	44.19
28.06.2006	38406	41.95	915.5184744	1584.25	44.99
27.06.2006	37940	41.56	912.8970164	1587.59	45.22

26.06.2006	37977	41.34	918.6502177	1554.99	44.01
23.06.2006	37749	40.49	932.3042727	1566	43.67
22.06.2006	36438	40.83	892.4320353	1520.96	44.31
21.06.2006	37058	40.25	920.6956522	1522.75	43.00
20.06.2006	36449	39.77	916.4948454	1557.23	44.18
19.06.2006	36486	39.8	916.7336683	1549.99	43.96
16.06.2006	36106	39.45	915.234474	1558.85	44.28
14.06.2006	35819	38.09	940.378052	1519.06	42.00
13.06.2006	34973	39.17	892.8516722	1484.13	43.22
12.06.2006	34799	38.47	904.5749935	1452.54	41.75
09.06.2006	34830	38.62	901.864319	1504.9	43.39
08.06.2006	35197	37.88	929.1710665	1534.75	42.95
07.06.2006	35886	37.42	959.0058792	1554.31	42.14
06.06.2006	36483	36.11	1010.329549	1577.85	40.60
05.06.2006	36170	36.16	1000.276549	1567.15	40.73
02.06.2006	36154	36.29	996.2524111	1550.68	40.47
01.06.2006	36550	37.21	982.2628326	1566.39	41.46
31.05.2006	36147	38.11	948.4912097	1556.32	42.66
30.05.2006	35772	38.87	920.2984307	1542.7	43.58
29.05.2006	36558	38.25	955.7647059	1534.68	41.75
26.05.2006	36710	38.39	956.2386038	1591.12	43.26
25.05.2006	37368	38.71	965.3319556	1588.62	42.79
24.05.2006	37693	38.09	989.5773169	1630.27	42.83
23.05.2006	37329	37.44	997.0352564	1655.04	43.16
22.05.2006	36232	38.8	933.814433	1634.11	45.50
19.05.2006	36313	38.8	935.9020619	1620	45.00
18.05.2006	36304	39.16	927.0684372	1626.69	45.62
17.05.2006	36375	40.5	898.1481481	1651.45	47.81
16.05.2006	35958	40.1	896.7082294	1643.93	47.67
15.05.2006	35797	39.17	913.8881797	1643.17	46.75
12.05.2006	35512	39.22	905.4563998	1643.18	47.18
11.05.2006	36678	39.29	933.5199796	1637.88	45.62
10.05.2006	37161	39.21	947.7429227	1647.71	45.20
09.05.2006	37552	38.5	975.3766234	1641.11	43.75
08.05.2006	37559	38.37	978.8636956	1618.59	42.99
05.05.2006	37678	38.36	982.2210636	1595.22	42.23
04.05.2006	37296	39.82	936.6147664	1647.54	45.73
03.05.2006	36557	40.19	909.6043792	1654.9	47.30
02.05.2006	36944	40.5	912.1975309	1644.16	46.86
28.04.2006	37354	40.31	926.6683205	1651.62	46.34
27.04.2006	37255	40.88	911.3258317	1657.2	47.28
26.04.2006	37600	39.9	942.3558897	1631.15	45.00
25.04.2006	37698	38.98	967.1113391	1642.91	44.17
24.04.2006	37848	39.5	958.1772152	1619.98	43.96
20.04.2006	37451	40.02	935.8070965	1623.59	45.11
19.04.2006	37288	39.65	940.4287516	1629.23	45.04
18.04.2006	36839	40	920.975	1596.08	45.06
17.04.2006	37077	40.1	924.6134663	1569.9	44.15
13.04.2006	37381	40.35	926.4188352	1544.88	43.36
12.04.2006	36888	39.71	928.9347771	1551.09	43.41
11.04.2006	36594	39.5	926.4303797	1555.58	43.66
10.04.2006	36681	38.94	941.9876733	1560.17	43.06
07.04.2006	36224	39.47	917.7603243	1511.4	42.82
06.04.2006	35510	39.68	894.9092742	1506.38	43.77

05.04.2006	35847	39.16	915.3983657	1499.68	42.60
04.04.2006	36785	38.68	951.008273	1490.09	40.74
03.04.2006	35130	38.71	907.5174374	1503.64	43.08
31.03.2006	34866	38.33	909.6269241	1481.89	42.36
30.03.2006	35350	37.12	952.3168103	1455.62	39.74
29.03.2006	35354	37.5	942.7733333	1459.55	40.25
28.03.2006	36230	38.46	942.0176807	1484.58	40.97
27.03.2006	36554	36.8	993.3152174	1487.51	38.94
24.03.2006	36141	36.26	996.7181467	1552.4	40.50
23.03.2006	36102	37.15	971.7900404	1551.83	41.52
22.03.2006	36533	36.76	993.8248096	1555.69	40.70
21.03.2006	36378	38.18	952.8025144	1549.66	42.29
20.03.2006	37367	39.05	956.9014085	1535.86	41.73
17.03.2006	37357	38.64	966.7960663	1501.28	40.37
16.03.2006	36631	38.59	949.2355533	1539.52	42.17
15.03.2006	36487	39.18	931.265952	1512.04	42.21
14.03.2006	34835	38.47	905.5107876	1494.63	42.92
13.03.2006	34376	39.85	862.6348808	1447.92	43.64
10.03.2006	34631	39.12	885.2505112	1414.01	41.53
09.03.2006	34661	38.6	897.9533679	1396.94	40.45
08.03.2006	34317	36.05	951.9278779	1348.62	36.83
07.03.2006	34547	35.18	982.0068221	1344.9	35.61
06.03.2006	33632	35.75	940.7552448	1354.12	37.42
03.03.2006	33897	35.63	951.3612125	1361.58	37.21
02.03.2006	34399	35.61	965.9926987	1361	36.63
01.03.2006	32941	35.69	922.9756234	1347.47	37.96
24.02.2006	32848	34.25	959.0656934	1329.87	36.05
23.02.2006	33555	33.93	988.9478338	1344.27	35.34
22.02.2006	35075	35.15	997.8662873	1274.39	33.20
21.02.2006	35438	35.35	1002.489392	1234.82	32.03
20.02.2006	35264	32.65	1080.061256	1362.51	32.80
17.02.2006	36558	31.92	1145.300752	1361.12	30.90
16.02.2006	36740	33.15	1108.295626	1431.4	33.58
15.02.2006	37942	35.15	1079.43101	1469.95	35.41
14.02.2006	37748	35.62	1059.741718	1542.95	37.86

Приложение 3. Расчет показателей качества управления фондами.

	Модель ETF		"Индекс РТС"	
	Доходность за период	$(r_i - \bar{r})^2$	Доходность за период	$(r_i - \bar{r})^2$
Январь 2007	-0.01630312	0.002968369	-0.0143596	0.000776391
Декабрь 2006	0.065681683	0.000756364	0.07378411	0.003633669
Ноябрь 2006	0.015180155	0.000528975	0.07169269	0.003385901
Октябрь 2006	-0.00853554	0.002182305	0.03128421	0.000316129
Сентябрь 2006	0.049647677	0.000131517	-0.08345902	0.009401864
Август 2006	0.06749982	0.000859675	0.05809983	0.001988771
Июль 2006	0.086192469	0.002305234	0.09160345	0.006099493
Июнь 2006	0.03592526	0.000005	-0.09322058	0.011390176
Май 2006	-0.0699686	0.011696036	-0.10511087	0.014069533
Апрель 2006	0.166055585	0.016352264	0.13402999	0.014526467
Март 2006	0.11647976	0.006130913	-0.07298054	0.007479608
Февраль 2006	-0.0496998	0.007722791	0.07068663	0.003269832

Коэффициент эффективности управления				
Коэффициент	Значение	Коэффициент	Значение	Δ
Среднее значение	0.038179613	Среднее значение	0.01350419	183%
СКО	0.068516438	СКО	0.08330548	18%
Дисперсия	0.004695	Дисперсия	0.006940	32%
Коэффициент доходность/риск	0.55723289	Коэффициент доходность/риск	0.16210447	244%
"Волатильность вниз"	0.028773539	"Волатильность вниз"	0.03530104	18%
Месячная ставка по б/р активу	0.71%	Месячная ставка по б/р активу	0.71%	0%
Коэффициент Шарпа	0.45	Коэффициент Шарпа	0.08	489%
Коэффициент Сортино	1.08	Коэффициент Сортино	0.18	494%