Сергеев Дмитрий Вадимович. Управление деятельностью паевых инвестиционных фондов на российском финансовом рынке : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05, 08.00.10 Москва, 2006 152 с. РГБ ОД, 61:06-8/3547

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава I. Паевые инвестиционные фонды как объект управления 10

1.1. Генезис и формирование инвестиционных фондов в странах с развитой экономикой 10

1.2. Объективная обусловленность создания паевых инвестиционных фондов в России 24

1.3. Конкурентные преимущества паевых инвестиционных фондов 42

Глава II. Анализ управления деятельностью паевых инвестиционных фондов на финансовом рынке России 51

2.1. Особенности управления паевыми инвестиционными фондами в России 51

2.2. Основные тенденции и динамика развития паевых инвестиционных фондов в России 71

Глава III. Основные направления совершенствования управления деятельностью паевых инвестиционных фондов в современных условиях 88

3.1. Особенности потребностей клиентов паевых инвестиционных фондов 88

3.2. Повышение конкурентоспособности паевых инвестиционных фондов на российском финансовом рынке 93

3.3. Внедрение современных технологий биржевого обращения паев паевых инвестиционных фондов 102

Заключение 136

Библиографический список использованной литературы 142

**Введение к работе**

**Актуальность темы научного исследования**обусловлена переходом России к рыночной экономике, формированием в стране институтов коллективного инвестирования, в частности, паевых инвестиционных фондов. В процессе преобразования централизованной экономики в рыночную возникла одна из главных проблем этого периода - острая потребность в инвестиционных ресурсах.

В настоящее время в России растет количество паевых инвестиционных фондов (далее - ПИФ) различной организационной формы и назначения. Доходы от инвестирования в некоторые известные паевые фонды значительно превосходят ставки депозитов в банках. Российская практика, в частности, кризисные явления в 1998 г. и банковские события в 2004 г. показали, что некоторые банки, считающиеся очень надежными, не смогли выполнить свои обязательства или лишились лицензии. В тоже время, паевые фонды, несмотря на всю сложность ситуации, выстояли, продолжали работать и работают сейчас, принося инвесторам реальный доход.

Российские паевые инвестиционные фонды только начинают работать на финансовом рынке и привлекают пока что сравнительно небольшие средства. В странах с развитой рыночной экономикой инвестиционные фонды уже существуют на протяжении более семидесяти лет. Накоплен значительный опыт, который требует изучения и адаптации применительно к российским условиям.

На фоне объемов торгов рынка акций и облигаций деятельность паевых инвестиционных фондов выглядит пока весьма скромно, однако они представляют одно из наиболее перспективных направлений развития российского фондового рынка. Актуальность диссертационного исследования обусловлена необходимостью разработки теоретических

основ управления деятельностью паевых инвестиционных фондов, направленных на выявление и преодоление факторов, тормозящих развитие этого сектора коллективных инвестиций.

Степень изученности проблемы. С начала реформирования экономики России проблемам инвестиционного процесса и финансового рынка стало уделяться значительное внимание ученых и исследователей. Наибольший вклад в развитие теории и практики управления социально-экономическими процессами внесли такие отечественные ученые как: Абрамов А.Е., Гапоненко А.Л., Катаев К.С, Капитан М.Е., Килячков А.А., Миловидов В.Д., Новиков Ю.И., Панкрухин А.П., Перцев А.П., Пеньков Б.Е., Рубцов Б.Б., Савицкий К.Л., Чалдаева Л.А. и др.

Следует также отметить вклад таких зарубежных исследователей как: Д. Богла, Р. Дж. Нортона, К. Гилкриста, Ф. Фабоцци и др.

Некоторые из научных работ посвящены проблемам формирования и функционирования инвестиционных фондов. В них были рассмотрены отдельные проблемы инвестирования в условиях российского финансового рынка. Но до настоящего времени управление деятельностью ПИФ не получило системной научной разработки, не проводилось сопоставления первичного рынка обращения паев, когда процедура покупки и погашения паев происходит в управляющей компании или в ее филиалах, а также в условиях вторичного биржевого обращения, когда покупка и погашение паев происходит на бирже. Не раскрыты конкурентные преимущества биржевого обращения паев российских инвестиционных фондов перед внебиржевым обращением.

Недостаточная проработанность теоретических и практических вопросов, связанных с управлением деятельностью паевых инвестиционных фондов в России, предопределила цель диссертационного исследования.

**Объектом диссертационного исследования**является управление деятельностью паевых инвестиционных фондов, работающих в условиях российского финансового рынка.

**Предмет исследования**- управленческие отношения, возникающие в процессе управления деятельностью паевых инвестиционных фондов на российском финансовом рынке.

**Цель диссертационного исследования**- разработать  
теоретические основы управления деятельностью паевых

инвестиционных фондов, выработать предложения и рекомендации по повышению результативности деятельности паевых инвестиционных фондов в условиях развития рыночной экономики России.

В соответствии с поставленной целью основными задачами работы являются:

раскрыть теоретические основы управления деятельностью паевых инвестиционных фондов. Обосновать их роль в инвестиционном процессе и выделить причины привлекательности ПИФ для инвесторов;

выявить объективную обусловленность создания паевых фондов на российском финансовом рынке, оценить механизм работы фонда и его составляющих структур;

исследовать управление деятельностью ПИФ в России в настоящее время, определить основные тенденции развития этого сектора экономики;

проанализировать потребности клиентов управляющих компаний ПИФ;

рассмотреть мировой опыт обращения паев инвестиционных фондов на биржах;

проанализировать механизм биржевого обращения паевых инвестиционных фондов и сравнить его со стандартным внебиржевым механизмом покупки и продажи паев;

- выработать рекомендации по совершенствованию управления паевыми инвестиционными фондами в условиях российской экономики.

**Теоретической основой диссертационного исследования**являются научные труды, монографии и статьи отечественных и зарубежных экономистов, а также книги по теме диссертационного исследования, периодические издания, специализированные профессиональные журналы.

**Методологической базой исследования**являются принципы системного анализа. При проведении исследования применялись общенаучные приёмы анализа и синтеза, группировки и классификации, методы обследования, обобщения и сравнения, исторический и логический подход к изучаемым явлениям. Сочетание различных методов позволяет обеспечить необходимую степень глубины исследования, обоснованность его выводов.

**Информационной базой диссертационного исследования**стали законодательные и нормативные акты государственных органов власти и управления Российской Федерации, материалы научно-экономического характера, а также материалы Национальной Лиги Управляющих и некоторых ведущих информационных агентств, использован личный опыт автора, работающего на протяжении ряда лет в данной сфере

**Научная новизна исследования**состоит в следующем:

**Согласно требованиям специальности 08.00.05 - «Экономика и управление народным хозяйством»:**

1. Раскрыты генезис и формирование инвестиционных фондов в странах с рыночной экономикой, проведен сравнительный анализ управления деятельностью американских взаимных фондов и российских паевых инвестиционных фондов.
2. Выявлена объективная обусловленность и необходимость создания ПИФ как специализированных финансовых институтов,

ориентированных на инвестиции в ценные бумаги, защиту прав и интересов инвесторов.

1. Выделены конкурентные преимущества ПИФ для инвесторов: профессиональное управление инвестиционными средствами, диверсификация инвестиционного портфеля, низкие издержки по сравнению с прямым вложением средств на фондовом рынке, высокая ликвидность вложений, надежная защита средств и прав инвесторов.
2. Определены особенности управления паевыми инвестиционными фондами в России, состоящие в высокой степени государственного контроля над деятельностью управляющих компаний: лицензировании, ограничениях в проведении финансовых операций, гарантиях соблюдения интересов инвесторов.
3. Выявлены основные тенденции и динамика развития паевых инвестиционных фондов в российских условиях: низкая конкурентоспособность отечественных ПИФ в сравнении с зарубежными фондами коллективных инвестиций, усиление конкуренции на финансовом рынке, укрупнение субъектов финансового рынка, развитие его инфраструктуры, внедрение новых инструментов инвестирования.
4. Классифицированы специфические потребности и типология клиентов паевых инвестиционных фондов: стратегические инвесторы, биржевые игроки и спекулянты, малобюджетные инвесторы.
5. Выработаны рекомендации и предложения по совершенствованию управления деятельностью паевых инвестиционных фондов, обеспечивающие повышение их конкурентоспособности на российском фондовом рынке.

**Согласно требованиям специальности 08.20.10 - «Финансы, денежное обращение и кредит»:**

**1**. Определены факторы, сдерживающие развитие паевых инвестиционных фондов: низкая инвестиционная культура и недоверие к финансовым институтам населения страны, высокий уровень издержек,

недоступность инвестиционных паев для мелких инвесторов из-за недостаточного развития системы их распространения и продажи, сложный порядок ценообразования инвестиционных паев, непрозрачность действий посреднических финансовых институтов.

1. Раскрыты особенности биржевого и внебиржевого рынков паев паевых инвестиционных фондов, оценено их состояние на финансовом рынке России. Обосновано, что перспективным направлением развития паевых фондов может стать активное использование управляющими компаниями биржевых технологий по купле-продаже инвестиционных паев на вторичном биржевом рынке. Его внедрение позволит: снизить издержки инвесторов, связанные с деятельностью паевых фондов и приобретением их паев, обеспечить доступность паев инвестиционных фондов для широкого круга инвесторов, ускорить расчеты по сделкам с инвестиционными паями, повысить их надежность, упростить и повысить прозрачность порядка ценообразования инвестиционных паев, получить дополнительные возможности для институциональных инвесторов.
2. Разработан эффективный механизм покупки и погашения инвестиционных паев через биржу, предусматривающий возможность совершения расчетов на условиях «поставка против платежа», проведение рекламных компаний, использование электронных технологий.
3. Обобщен зарубежный опыт обращения паев инвестиционных фондов на биржах на примере рынка индексных фондов США, возможности его использования на российском финансовом рынке с учетом его специфических особенностей.

**Теоретическая и практическая значимость.**Результаты  
диссертационного исследования могут быть использованы в учебном  
процессе при изучении курсов «Рынок ценных бумаг», «Финансовый  
рынок», «Портфельные инвестиции», при проведении научных  
исследований, посвященных тематике финансов, инвестиций,

управления активами. Некоторые положения диссертации могут быть полезны соответствующим комитетам Федерального собрания РФ в процессе совершенствования финансового законодательства, Министерству финансов РФ и Министерству экономического развития РФ при прогнозировании развития рынка коллективных инвестиций, Федеральной Службе по Финансовым Рынкам РФ при разработке нормативных документов.

**Апробация результатов исследования.**Основные положения диссертационного исследования были обсуждены на ежегодной научной конференции в Университете Российской Академии Образования в 2004 году.

Результаты диссертационного исследования используются Управляющей компанией «Церих» для стратегии развития компании, увеличения объемов продаж и активов открытого паевого фонда «Церих Фонд Акций». Выводы работы также могут приниматься во внимание при разработке концепции развития финансового рынка и институтов финансового посредничества, таких как: инвестиционные банки, брокерские фирмы, управляющие компании - для проведения рекламных кампаний и привлечения новых клиентов.

Общие положения и результаты диссертационного исследования были опубликованы в научных работах общим объемом 1,5 печатных листа.

**Структура работы**отражает логику и последовательность научного исследования и состоит из введения, трёх глав, заключения и списка использованной литературы.

## Генезис и формирование инвестиционных фондов в странах с развитой экономикой

Инвестиционные фонды - это инвестиции, продающиеся в стандартизованной форме. Задача управляющего - создать стандартные пакеты, отвечающие потребностям инвесторов. Рассмотрим вопросы, связанные с развитием продуктов инвестиционных фондов, и проанализируем типы продуктов, которые уже имеются на рынках коллективных фондов в странах с развитой финансовой индустрией, чтобы затем сравнить с ситуацией, которая сложилось на российском рынке.

За последние сто двадцать пять лет во многих странах мира с разными правовыми и финансовыми системами образовались различные структуры коллективного инвестирования. В целом, инвестиционные фонды можно классифицировать по их правовым формам, операционным структурам, а также по целям инвестирования и видам активов, входящих в их портфель.

Существуют три принципиально разные правовые формы инвестиционных фондов: корпоративные фонды, трастовые фонды и контрактные фонды.

Корпоративные фонды наиболее распространены среди инвестиционных фондов. Корпоративный фонд образуется так же, как и обыкновенное акционерное общество. Проводится подписка на выпущенные обществом акции или же инвесторы приобретают акции на вторичном рынке. Корпоративные фонды принадлежат своим акционерам, а управляют ими от имени всех акционеров директора. Они вправе делегировать некоторые функции, связанные с управлением (как, например, управление инвестиционным портфелем и административное обеспечение), другим организациям. Фонд от имени своих акционеров инвестирует в акции, облигации или иные активы. Доходы, получаемые фондом от дивидендов и процентов по портфельным активам, как правило, распределяются между акционерами.

Первые корпоративные инвестиционные фонды, такие как инвестиционные трасты в Великобритании, появились в 1860-х годах и продолжают существовать в наши дни.

Наиболее новые формы корпоративных фондов - это взаимные фонды (mutual funds) в США, открытые инвестиционные компании (open-ended investment companies) в Великобритании и инвестиционные общества с переменным капиталом (Societes d lnvestissements a Capital Variable) во Франции.

Трастовые фонды функционируют преимущественно в тех странах, где существует юридическая концепция траста, например, в Великобритании и многих странах бывшей Британской империи. Траст формируется на основе договора траста, который представляет собой юридическое соглашение между трасти (trusty) и управляющим о создании паевого траста с определенными условиями деятельности. Трасти является юридическим собственником активов фонда и несет ответственность перед инвесторами фонда - бенефициарами. Внесение денег в оплату паев делает инвестора стороной договора траста и бенефициаром.

Управляющий несет ответственность за административное обеспечение и управление инвестициями, в то время как трасти отвечает за хранение активов и реализацию инвестиционных решений, принятых управляющим. Трасти, независимо от всего остального, отвечает перед инвестором в широком смысле за сохранность активов и защиту интересов инвесторов. Как правило, трасти может уволить управляющего, если последний не справляется с обязанностями по договору траста, который является основным учредительным документом фонда.

Контрактные фонды создаются в странах, где закон не позволяет создавать схемы коллективного инвестирования в форме трастов, появилась контрактная форма фондов. В этом случае владельцем активов фонда может быть управляющий (управляющие таких фондов обязательно лицензируются) или инвесторы фонда в совокупности (коллективно).

Номинальным владельцем активов является кастодиан, который осуществляет их хранение.

Сами инвесторы не являются ни акционерами, ни участниками договора траста, а являются просто участниками фонда. У них есть право на получение доходов от имущества фонда, но, как правило, нет права голоса. Такая стратегия основана на предположении, согласно которому инвесторы могут продать свои права участия, если они не согласны с изменениями в деятельности фонда, поскольку структура таких фондов открытая.

## Особенности управления паевыми инвестиционными фондами в России

Накопленный положительный и отрицательный опыт в области аккумулирования сбережений населения за непродолжительный период реформирования российской экономики, а также желание государства привлечь граждан к инвестиционному процессу в стране предопределили создание абсолютно новой коллективной инвестиционной концепции в виде паевых инвестиционных фондов, которые в 1996 году начали свою деятельность на фондовом рынке России.

Их создание стало возможным после приобретения определенного опыта деятельности финансовых институтов, ориентированных на привлечение денежных средств населения.

Государство осознало всю необходимость создания новой организационной формы коллективного инвестирования, способного удовлетворить интересы частного инвестора, эмитентов ценных бумаг на финансовом рынке и государства. Накопленный положительный и отрицательный опыт самых популярных институтов, аккумулирующих средства в России и США, стал той основой, которая помогла создать новую концепцию коллективных инвестиций.

Для возможности анализа значения ПИФ в преобразованиях переходной экономики в этой главе мы рассмотрим более подробно этот институт коллективного инвестирования, оценим состояние и динамику развития отрасли паевых фондов в России.

Паевой инвестиционный фонд представляет собой совокупность имущества, переданного гражданами и юридическими лицами (инвесторами) в доверительное управление управляющей компании, имеющей специальную лицензию от Федеральной службы по финансовым рынкам, в целях прироста имущества, составляющего фонд.

Организационная форма фонда, которая была прописана в Указе Президента РФ от 26.07.1995 №765 «О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации»1, впервые создала прецедент, когда инвестиционный фонд, обладающий законными возможностями аккумулировать значительные денежные средства, не является юридическим лицом. При этом термин - имущественный комплекс - не оговорен ни в одном нормативно-правовом акте до этого времени. ПИФ самостоятельно не может осуществлять какую-либо деятельность, так как не является юридическим лицом. Всей оперативной деятельностью с активами фонда должна заниматься управляющая компания. Активы фонда передаются инвесторами в доверительное управление юридическому лицу, а именно управляющей компании. Права собственности на имущество фонда в соответствии с п.4 статьи 209 Части 1 Гражданского кодекса РФ сохраняются за инвесторами. В соответствии с ГК РФ именно инвесторы ПИФ несут риск потери стоимости имущества при неудачном управлении активами фонда управляющей компанией, но и получают прирост стоимости вложенного имущества при благоприятных условиях. По существу, приобретая паи фонда, инвесторы заключают договор о доверительном управлении с управляющей компанией. В случае неэффективного доверительного управления активами ГК РФ предусматривает возможность обращения взысканий по требованиям кредиторов на личное имущество учредителя траста, то есть инвесторов ПИФ.

## Особенности потребностей клиентов паевых инвестиционных фондов

Чтобы выявить предпочтения клиентской аудитории управляющих компаний, автором проведено исследование, в ходе которого было опрошено четыреста семьдесят один человек, из них триста тридцать восемь через сеть Интернет и сто тридцать три с помощью простого анкетирования.

Средний возраст опрашиваемых составил двадцать девять лет. Среди прошедших исследование преобладали мужчины (60 %). Подавляющее большинство имеют высшее образование (70 %). Наибольшую долю среди респондентов составили сотрудники корпораций (33 %), следом шли учащиеся (25 %), затем сотрудники государственных или бюджетных организаций (17%), оставшаяся часть приходилась на индивидуальных предпринимателей, людей творческих профессий (по 7 % на обе группы), незначительное количество ответивших составили пенсионеры, домохозяйки и лица без постоянного места работы.

В ходе исследования выяснилось, что большая часть респондентов согласна с тем, что в России создается благоприятная инвестиционная ситуация. При этом явных отличий по ответам среди молодых - более зрелых либо среди мужчин по отношению к ответам женщин не наблюдалось. Молодые оказались большими оптимистами в оценке инвестиционной ситуации. Женщины, напротив, показали себя несколько большими пессимистами. При исследовании потребительских мотиваций были получены следующие ответы. Результаты приведены в таблице 1.

При исследовании потребительских мотиваций было выявлено, что при инвестировании своих средств респонденты в основном предпочитают получение регулярного дополнительного дохода (55 %), далее следует защита средств от инфляции (31 %) и, накопление капитала для своих детей (22 %).

Наиболее популярным ответом явилось: «Накопление средств без конкретной цели» (38,6%)), «На покупку жилья» (27,7%) и «Защита от инфляции» (22,9 %).

При исследовании горизонтов инвестирования были получены результаты, которые отражены в таблице 3.

Данная картина в целом позволяет говорить, что многие инвесторы рассматривают вложение в ПИФы, как долгосрочное инвестирование. Таблица З Горизонты инвестирования в ПИФ

При опросе были получены ответы, показывающие, что основной формой получения дохода респонденты предпочли бы видеть гарантированный фиксированный доход.

Поскольку, как известно, паевые фонды не дают гарантированного дохода, можно сделать вывод, что они явно уступают в глазах опрашиваемых банкам. Также можно сделать вывод, что ради повышенной доходности опрашиваемые готовы рискнуть, а каждый пятый предрасположен к торговым операциям с паями. Это относится к инвесторам, которые хотели бы продать свои паи на пике их стоимости или забрать, если рынок упадет. По нашему мнению, часть инвесторов воспринимает вложение в паи как некую альтернативу биржевой торговле.

Такие предпочтения населения совпадают с предпочтениями паевых фондов, инвестирующих в облигации, в качестве первого опыта работы с ПИФ. Хотя эти фонды также не гарантируют доход, но на практике демонстрируют именно небольшой, но устойчивый рост активов. Несмотря на это, среди отвечавших на вопросы количественно преобладали пайщики паевых фондов, инвестирующих в акции. Причем в соотношении 2 : 1 в пользу фондов акций.

Основными конкурентами паевых фондов, по мнению отвечавших на вопросы анкеты, являются операции по вложению средств в валюту (30 % ответивших инвестировали бы таким образом), банковские депозиты - 25 %, далее покупка акций - 15 % и облигаций - 6 %. Что же касается различных факторов при выборе именно паевых фондов, а не других способов инвестирования, то отвечающие отметили те из них, которые считают наиболее важными при вложении своих средств. Получилась следующая картина: ПИФы оказываются предпочтительнее из-за таких факторов своей работы, как профессиональное управление инвестициями (59,5 %), снижение инвестиционных рисков (33,3 %), публичное раскрытие информации о своей деятельности (31,4 %), жесткое государственное регулирование (19,2 %), снижение затрат на управление инвестициями (13,6 %). Именно эти факторы ответившие учитывали бы при вложении своих средств в паевые фонды.