Гузикова Людмила Александровна. Повышение эффективности форм и методов инвестирования на рынке ценных бумаг РФ : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 1999 160 c. РГБ ОД, 61:00-8/524-1

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Становление и развитие рынка ценных бумаг в РФ 9

1.1. Рынок ценных бумаг в РФ и его особенности 9

1.2. Формы коллективного инвестирования на рынке ценных бумаг РФ 28

1.3. Практика формирования портфелей ценных бумаг профессиональными управляющими 39

Выводы по главе 1 50

Глава 2. Направления совершенствования технологий и методов инвестирования 53

2.1. Принятие решений по портфельному инвестированию 53

2.2. Основные принципы формирования и управления портфелем ценных бумаг 64

2.3. Модели формирования и управления портфелем ценных бумаг 80

Выводы по главе 2 О 120

Глава 3. Повышение эффективности коллективного инвестирования на основе унификации методов управления портфелем ценных бумаг 123

3.1. Оценка и сопоставление результатов управления портфелем ценных бумаг 123

3.2. Система критериев для формирования сопоставимых портфелей 129

Выводы по главе 3 146

Заключение 147

Литература 153

**Введение к работе**

Радикальное преобразование управления российской экономикой, формирование и становление системы кредитно-финансовых институтов, изменение условий хозяйствования промышленных предприятий и организаций, развитие новых форм предпринимательства и частной инициативы привели к необходимости воссоздания рьшка ценных бумаг как эффективного канала для привлечения предприятиями инвестиций в целях развития производства и мощного механизма перераспределения денежных ресурсов.

Как всякий рынок, рынок ценных бумаг определяется следующими составляющими:

•номенклатурой товаров, относящихся к этому рынку;

•составом участников, в том числе производителей товаров, субъектов, формирующих спрос и предложение - покупателей и продавцов, посредников, организаторов хранения, торговли и т.д.;

•"правилами игры", т.е. законодательной и нормативной базой, определяющей взаимодействие участников, системами регулирования, контроля, саморегулирования, традициями и этикой;

•технологией совершения операций, т.е. процедурами и техническими средствами выполнения операций, оборудованием торговых площадок, регламентами торговли и т.д.

Несмотря на то, что цели, стоящие перед субъектами экономической деятельности, зависят от большого числа факторов различной природы и не всегда поддаются четкой формализации, практически любая задача, связанная с трансформацией сроков и объемов денежных средств и рисков, сопутствующих финансово-экономическим операциям, может быть решена с помощью механизмов и инструментов рынка ценных бумаг. Конкретные стратегические и тактические решения определяются составом инструментов рьшка ценных бумаг, наличием профессиональных участников рьшка, способных оказывать инвестиционно-финансовые услуги инвесторам, наличием четкой и полной законодательно-нормативной базы, регламентирующей взаимоотношения на рынке, торговых и информационных технологий, моделей и методов, используемых для обработки информации и принятия решений. Уровень развития отдельных составляющих инвестиционного процесса обусловливает возможность и степень достижения поставленных целей.

Затяжной финансовый кризис, начавшийся в четвертом квартале 1997 года сжатием рьшка корпоративных ценных бумаг, выразившимся в падении котировок, уменьшении объемов торгов и сокращении числа торгуемых эмитентов, и перешедший после августа 1998

года в острую фазу, проявившуюся в девальвации рубля, объявлении дефолта и реструктуризации государственного внутреннего долга, обвальном падении котировок и стагнации корпоративного рынка, разорении банков, считавшихся достаточно надежными и устойчивыми, несколько снизив значение рынка ценных бумаг в решении тактических финансово-экономических задач большинства субъектов экономики, усилил его стратегическую роль. Нет оснований полагать, что для реализации функций привлечения и перераспределения финансовых ресурсов, без восстановления которых выход из кризиса невозможен и которые во всех странах с развитой рыночной экономикой достаточно успешно выполняет именно рынок ценных бумаг, в России может быть создан какой-либо иной механизм. Следовательно, необходимо вести поиск путей целенаправленного использования возможностей рынка ценных бумаг, ориентированного на преодоление кризисной ситуации.

В ходе создания российского рынка ценных бумаг были сформированы государственные и негосударственные структуры, которыми проделан большой объем законодательной и организационной работы, сформировались профессиональные кадры и система их подготовки и аттестации, накоплен опыт практической деятельности. Несмотря на то, что часть наработок в кризисных условиях оказалась невостребованной, выход их кризиса потребует активизации и актуализации ранее разработанных и апробированных методов и технологий, а отправной точкой этого процесса должно стать изучение и теоретическое осмысление имеющегося опыта и возможностей его использования с учетом новых экономических реалий.

Учитывая, что становление российского рынка ценных бумаг происходило в условиях всеобщего дефицита денежных средств и на начальном этапе многие процессы на нем носили стихийный и плохо управляемый характер, а некоторые инструменты и механизмы были сугубо формальными и декларативными, т.е. единственной целью их создания было само их создание, независимо от существования объективных предпосылок для их возникновения и возможностей эффективного использования участниками рынка, можно утверждать, что формы и методы инвестирования на рынке ценных бумаг в РФ, сложившиеся к настоящему времени и вобравшие значительную часть зарубежного опыта, обладают специфическими чертами и особенностями, требующими исследования. В качестве наиболее существенной особенности следует указать спекулятивный характер рынка, т.е., фактически, его неприспособленность к потребностям реальной экономики.

Переориентация российского рынка ценных бумаг от спекулятивных целей к инвестиционным может быть достигнута на базе создания индустрии коллективного инвестирования как схемы организации инвестиционного процесса, предполагающей мобилизацию средств мелких инвесторов и вывод их на рынок через в общие фонды, управляемые профессиональными управляющими. Актуальность коллективного инвестирования в России обусловлена двумя основными факторами: население заинтересовано в надежном и доходном размещении сбережений, предприятия испытывают потребность в негосударственном финансировании. Сбережения населения как потенциальный источник предложения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг по объему и стоимости представляет собой реальную альтернативу иностранным инвестициям в российскую экономику.

Учет целей и интересов различных категорий мелких инвесторов должен обеспечиваться за счет многообразия форм коллективного инвестирования, эффективность функционирования которых определяется эффективностью применяемой технологии принятия инвестиционных решений и методов формирования и управления портфелем ценных бумаг. Доверие инвесторов к сфере коллективного инвестирования определяется прозрачностью информационной среды, в которой работают управляющие, то есть возможностью получения и сопоставления информации о результатах управления и наличием независимых информационно-аналитических и рейтинговых структур.

Недостаточная исследованность вопросов повышения эффективности форм и методов коллективного инвестирования на российском рынке ценных бумаг определяет выбор темы диссертационной работы и ее актуальность.

Различные аспекты инвестирования на рынке ценных бумаг рассматриваются в работах зарубежных ученых: Р.Брейли, Ю.Бригхема, Дж.Линтнера, С.Майерса, Г.Марковица, Р.Ролла, С.Росса, Дж.Тобина, У.Шарпа. Теоретическим и практическим вопросам, учитывающим специфику российской ситуации, посвящены работы отечественных авторов: М.Ю.Алексеева, Б.И.Алехина, А.М.Буренина, Ю.Ф.Касимова, Я.М.Миркина, А.А.Первозванского, В.С.Торкановского, А.Б.Фельдмана и других.

Цель диссертационной работы заключается в определении направлений повышения эффективности форм и методов инвестирования на рынке ценных бумаг Российской Федерации на основе комплексного подхода.

Достижение цели потребовало решения следующих задач:

• анализ процесса становления российского рынка ценных бумаг, выявление его особенностей и направлений повышения экономической эффективности инвестиций с позиций инвесторов;

• выявление факторов, определяющих инвестиционную привлекательность финансовых инструментов российского рынка ценных бумаг;

• анализ организационно-правового обеспечения деятельности различных форм коллективного инвестирования и взаимодействия управляющих и инвесторов;

• анализ практики формирования и управления портфелями ценных бумаг на российском рынке;

• разработка направлений совершенствования технологии коллективного инвестирования на основе функциональной декомпозиции процесса принятия инвестиционных решений;

• исследование инвестиционных стратегий, методов и моделей управления портфелем ценных бумаг и выявление направлений их совершенствования в рамках коллективного инвестирования;

• исследование методов и моделей управления портфелем ценных бумаг с позиций российского рынка;

• разработка рекомендаций по повышению эффективности форм коллективного инвестирования на основе унификации процедур исчисления доходности и презентации результатов управления;

• разработка системы критериев для выделения сопоставимых портфелей.

В качестве объекта исследования выступает процесс коллективного инвестирования на рынке ценных бумаг.

Предметом исследования являются технологии и методы формирования и управления

портфелем ценных бумаг.

В первой главе работы основное внимание уделяется финансовым инструментам, доступным российским индивидуальным и институциональным инвесторам для включения в состав портфеля. Вьщелены и описаны экономические процессы, способствовавшие появлению отдельных видов ценных бумаг и обусловившие их отличия от одноименных ценных бумаг, обращающихся на зарубежных рынках.

Далее рассматриваются существующие в настоящее время в России формы коллективного инвестирования, к которым относятся чековые инвестиционные фонды, инвестиционные фонды, паевые инвестиционные фонды, общие фонды банковского управления, портфели коллективного инвестирования, управляемые инвестиционными

компаниями, негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, исследуются различия между ними с точки зрения портфельного инвестирования и организационные схемы взаимодействия между инвестором (инвесторами) и доверительным управляющим.

В первой главе также рассмотрена практика формирования и управления портфелей российскими институциональньїми инвесторами; анализируются структура и состав портфелей, формируемых банками и небанковскими институтами; проведено сопоставление банковских портфелей с портфелями, формируемыми банками разных категорий в США; приведены данные о спросе на услуги по управлению портфелем ценных бумаг со стороны предприятий и организаций Санкт-Петербурга и об источниках информации, которыми пользуются потенциальные инвесторы.

Вторая глава посвящена формализации процесса формирования и управления портфелем ценных бумаг и технологии принятия инвестиционных решений на разных этапах этого процесса. Основой подхода является рассмотрение формирования и управления портфелем ценных бумаг как оптимизационной задачи с ограничениями. Обсуждаются цели инвестирования, природа и характер ограничений, выбор стратегии, построены критерии выделения технологических циклов, выявлены основные факторы, которые должны учитываться при принятии решений, сформулированы базовые принципы, соблюдение которых управляющим позволяет обеспечить высокую эффективность управления.

Значительное место во второй главе уделено анализу основных концепций и моделей, представляющих базу современной теории портфельного инвестирования и используемых в зарубежной практике. В частности, рассмотрены вероятностная модель рынка, модели Марковича, Блека, Тобина-Шарпа-Линтнера, концепции риска, заложенные в модели оценки основных активов и в теории арбитражного ценообразования. Все перечисленные модели анализируются с точки зрения их соответствия рыночной ситуации в современной России и возможности их практического использования в отечественных условиях.

Анализ доступной информации и фактических данных по ряду российских институциональных инвесторов приводит к выводу, что результаты, достигнутые управляющими, несопоставимы во времени и между собой в силу различий в целях формирования портфелей, учитываемых ограничениях, способах исчисления доходности и представления результатов. В третьей главе работы автором обосновывается необходимость создания механизма саморегулирования в сфере коллективного инвестирования, обеспечивающего заинтересованность управляющих в публичном освещении их деятельности и прозрачности инвестиционного процесса. Предложена система

классификационных признаков, позволяющих на разных этапах существования

неоднородного по составу портфеля ценных бумаг выделять его отдельные части как

самостоятельные объекты управления, которая может быть положена в основу

формирования композит, т.е. сопоставимых портфелей.

Научная новизна исследования определяется разработанной автором концепцией комплексного подхода к процессу коллективного инвестирования, позволяющей повысить его экономическую эффективность, в рамках которой:

• Выполнена функциональная декомпозиция процедуры принятия инвестиционных решений, позволяющая усилить целевую направленность деятельности участников процесса коллективного инвестирования и на этой основе обеспечить повьппение его эффективности;

• Разработаны рекомендации по совершенствованию технологии принятия решений в процессе коллективного инвестирования, что позволяет повысить качество принимаемых решений;

• В процессе исследования выявлены нетрадиционные проявления факторов риска, что может служить основой разработки моделей управления портфелем ценных бумаг, учитывающих характерные особенности российского рынка;

• Обоснована необходимость стандартизации отдельных этапов деятельности в сфере коллективного инвестирования и предложена структура стандартов;

• Разработана система классификации и группировки портфелей ценных бумаг, позволяющая стандартизировать процедуры оценки эффективности управления портфелем ценных бумаг.

Теоретическая значимость работы определяется концепцией комплексного подхода к

процессу коллективного инвестирования, учитывающего специфику современной экономической ситуации в РФ и ориентированной на повьппение эффективности рынка ценных бумаг как механизма привлечения и перераспределения финансовых ресурсов.

Практическая значимость работы определяется тем, что рекомендации по совершенствованию процедур управления и систематизации портфелей ценных бумаг, выработанные на основе результатов исследований технологии принятия инвестиционных решений и факторов риска на рынке ценных бумаг, использованы в деятельности финансовых структур и помогли усовершенствовать организацию процесса формирования и управления портфелем ценных бумаг, улучшить качество принимаемых инвестиционных решений, снизить временные и финансовые издержки за счет более полного учета факторов риска и усовершенствования процедуры принятия решений, повысить эффективность управления клиентскими портфелями, что позволило укрепить позиции на рынке услуг доверительного управления, увеличить прибыль и расширить клиентскую базу.

## Рынок ценных бумаг в РФ и его особенности

Превратности развития отечественной экономики последнего десятилетия нередко приводили к тому, что как юридические, так и физические лица оказьшались владельцами ряда разнообразных по характеристикам ценных бумаг и их суррогатов прежде, чем успевал сформироваться и развиться рынок, на котором можно было бы совершать с ними какие-либо операции, и даже прежде, чем осознавали, что активные действия с принадлежащими им ценными бумагами являются не только и не столько источником извлечения прибыли, сколько необходимой мерой, направленной против обесценивания вложений.

Российский рынок ценных бумаг отличается от рынков стран с развитой рыночной экономикой по своей структуре и составу инструментов, доступных для портфельного инвестирования. Кроме того, даже одноименные инструменты на российском рьшке имеют свою специфику, обусловленную условиями их возникновения, т.е. историческими причинами.

Состав товаров современного российского рынка ценных бумаг и "первичные портфели" сформировались в результате ряда масштабных процессов в экономике страны. Взаимосвязь между порождающими процессами и порожденными ими финансовыми инструментами представлена на рис. 1.1.

1. Приватизация и акционирование

В процессе приватизации большая часть государственных предприятий была преобразована в акционерные общества, что породило следующие виды ценных бумаг:

обыкновенные акции;

привилегированные акции.

Преобразование государственных предприятий в акционерные общества производилось на основании Указа Президента РФ от 01.07.92 №721 "Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий, добровольных объединений государственных предприятий в акционерные общества", и большинство приватизированных предприятий провело первые эмиссии акций в 1992-1994 гг. Так, за эти годы в Санкт-Петербурге было акционировано более 800 предприятий. К концу 1996 года в Санкт-Петербурге зарегистрировано 6,5 тысяч выпусков корпоративных эмиссионных ценных бумаг, среди которых акции составляли подавляющее большинство. Средняя капитализация составила 10,4 трлн. руб., а оборот составил 8-10% оборота всего фондового рынка России. Следует заметить, что лишь немногие предприятия делали попытки выпустить облигации (например, АО "Самсон").

Наряду с обыкновенными акциями осуществлялся выпуск привилегированных акций типа А (при приватизации по первому варианту льгот) и привилегированных акций типа Б.

Привилегированные акции типа А предназначались для бесплатной передачи членам трудовых коллективов приватизируемых предприятий. Их доля в уставном капитале не должна была превышать 25%. Владельцы таких акций имеют право на получение ежегодного фиксированного дивиденда. Сумма дивидендов по акции типа А установлена в размере 10% чистой прибыли предприятия, деленной на число акций, которые составляют 25% уставного капитала. При этом, если сумма дивидендов, выплачиваемых по обыкновенным акциям в определенном году, превышает сумму, которая подлежит выплате по акциям типа А, то размер дивидендов, выплачиваемых по последним, должен быть увеличен до размера дивидендов, выплачиваемых по обыкновенным акциям. Привилегированные акции типа А не дают права голоса, исключая голосование по вопросам, затрагивающим права их владельцев. В уставах ряда предприятий (например, АО "Кировский завод") была предусмотрена автоматическая конвертация привилегированных акций типа А в обыкновенные при продаже.

Привилегированные акции типа Б представляют долю государственного участия в предприятиях. Держателями таких акций являются исключительно фонды имущества (для петербургских предприятий - фонд имущества Санкт-Петербурга). Привилегированные акции типа Б дают право на ежегодные фиксированные дивиденды, общая сумма которых в расчете на акцию составляет 5% чистой прибыли по итогам финансового года, разделенной на число акций, составляющее 25% уставного капитала акционерного общества. При этом, если сумма дивидендов, выплачиваемая по каждой обыкновенной акции в определенном году, превышает сумму, подлежащую выплате дивидендов по каждой привилегированной акции типа Б, размер дивидендов, выплачиваемых по последней, должен быть увеличен до размера дивидендов по обыкновенной акции. В соответствии с нормативными документами акции типа Б автоматически конвертируются в обыкновенные при продаже, при этом одна привилегированная акция обменивается на одну обыкновенную. [88]

## Принятие решений по портфельному инвестированию

Рассмотрим процесс принятия инвестиционного решения с позиций институционального инвестора. Каждая операция, осуществляемая в рамках инвестиционной деятельности, распадается на две части — принятие инвестиционного решения (ИР) и его реализация. Важнейшими мероприятиями в процессе принятия ИР являются следующие:

1) формулирование задач исходя из целей инвестиционной стратегии компании;

2) мобилизация финансовых ресурсов исходя из объемов и сроков инвестиций;

3) оптимизация источников по стоимости и рискам;

4) планирование и координация работы служб и специалистов инвестиционного института - бухгалтерии, аналитического и трейдерского отделов, прочего персонала;

5) проектирование ИР;

6) вынесение ИР и его юридическое оформление.

В соответствии со схемой принятия решений, описанной в [104], [121] мероприятия 1-4 проводятся в рамках выработки инвестиционной политики, а мероприятия 5-6 - в рамках финансового анализа. Этапы формирования портфеля, пересмотра портфеля и оценки эффективности, перечисленные в [104], [121], это этапы реализации принятого инвестиционного решения.

Среди факторов, непосредственно влияющих на качество проекта ИР, можно выделить:

состав и характер поступающей информации, ее актуальность и достоверность;

используемые средства и методы обработки информации;

отработанность технологии проектирования ИР;

методы и модели, используемые для анализа;

профессиональную квалификацию и опыт аналитиков, адекватность их выводов и рекомендаций;

порядок и форму презентации проектов инвестиционных решений, их информативность и недвусмысленность. Эффективность инвестиционной деятельности в значительной мере определяется скоростью принятия инвестиционных решений. Быстрые перемены на рынке, конкуренция со стороны других инвесторов, "он-лайновые" технологии получения информации диктуют необходимость минимизации сроков проектирования ИР и повышения его качества.

В технологии проектирования ИР можно выделить четыре базовых звена операций:

прием информации;

предварительная обработка информации;

анализ и прогноз;

оптимизация рисков, т.е. рекомендации по маневрированию портфелем. [85]

Для принятия решения должен быть обеспечен своевременный доступ к возможно большему количеству значимой информации, включая данные непосредственно о конъюнктуре рынка, и сведения, способные косвенно влиять на нее как в ближайшей, так и в отдаленной перспективе. Сведения из различных источников должны взаимодополнять друг друга и могут отчасти дублироваться. В случае, когда информация поступает по каналам передачи данных дублирование позволяет снизить отрицательные последствия при сбоях приема и/или устранить противоречивость данных.

При принятии ИР, как правило, используется не только текущая информация, но и данные за более ранние периоды времени, статистические данные. В связи с этим на первый план в процессе проектирования ИР выходит управление информацией, включающее накопление, сортировку, хранение, архивирование, поиск, удобное и наглядное представление данных.

Для обработки поступающей информации должны использоваться не только стандартные программные средства, но и широкий ряд дополнительных аналитических инструментов - от программ технического анализа ценовых графиков до средств фундаментального анализа предприятий, отраслей, включающих оценку их инвестиционной привлекательности и эффективности проектных капиталовложений. Помимо программных средств к системе обработки информации следует отнести применяемые подходы экспертного прогнозирования. Таким образом, математические и экономические выкладки служат базой для окончательного вынесения экспертами решения, как правило, в виде прогнозных сценариев. Окончательное оформление ИР на основе сделанных прогнозов достигается путем использования оптимизационных алгоритмов управления структурой инвестиционного портфеля или управления рисками. Последовательность названных звеньев, регулярно повторяемая для новых порций информации, составляет технологию проектирования ИР. Все действия, связанные с проектированием ИР и его осуществлением должны быть четко координированы, а также должна быть определена схема разделения ответственности. Действия менеджеров по управлению портфелями позволяют судить об имеющихся в инвестиционных институтах технологических наработках. Как правило, они страдают отсутствием организационной отлаженности, коллегиальности выработки решений и командности действий.

В соответствии с рядом критериев в организационной схеме технологического процесса принятия ИР можно выделить четыре цикла:

спекулятивный;

инвестиционный;

портфельный;

стратегический. [85]

Принципиальное различие между циклами заключается в сути торговых операций. Под спекулятивными операциями, в соответствии с традиционной трактовкой, понимаются краткосрочные торговые операции с использованием, в частности, коротких позиций (short sale). Инвестиции определим как среднесрочные торговые операции на длинных позициях. Портфельными инвестициями будем считать покупку акций с целью получения дивидендного дохода и участия в управлении предприятием. Капиталовложениями или стратегическими инвестициями будем называть прямые денежные вложения в предприятия.

Другим критерием структуризации технологической схемы является длительность цикла. Длительность цикла в свою очередь определяется как объективными - сроком устаревания исходной информации, длительностью исполнения фондовой операции, так и субъективными факторами - продолжительностью проектирования ИР, периодичностью его вынесения.

## Оценка и сопоставление результатов управления портфелем ценных бумаг

Важнейшими компонентами управления институциональными портфелями ценных бумаг являются расчет и оценка получаемой доходности. Практически все современные разработки в этой области сделаны в США и область их применения ограничена национальными рамками. Около десяти лет назад там впервые был разработан свод правил, регламентирующих эту сторону деятельности институциональных инвесторов, в частности, выпущены стандарты расчета доходности Ассоциации инвестиционного менеджмента и исследований AIMR-PPS(TM). Стандарты расчета доходности AIMR адресованы американским корпорациям, одним из видов деятельности которых является предоставление услуг по управлению портфелями ценных бумаг, расчету их доходности и презентации результатов клиентам или потенциальным клиентам. Данные стандарты с момента опубликования неоднократно подвергались изменениям. В начале 1997 года была опубликована новая редакция, содержащая ряд дополнительных правил и рекомендаций, более наглядную структуру и более подробный комментарий.

Следует заметить, что стандарты AIMR не являются нормативным актом, а потому их применение происходит исключительно на добровольной основе, т.е. эти стандарты являются элементом самоорганизации участников инвестиционной деятельности.

Цель стандартов AIMR - обеспечить объективность отражения, унификацию практики представления данных о доходности, сопоставимость результатов инвестиционной деятельности, а тем самым и гласность рынка, мониторинг качества обслуживания клиентов в области портфельного менеджмента. Эти цели обусловливают повышенную требовательность к достоверности данных о доходности. Компания, решившаяся воспользоваться стандартами AJMR, должна использовать их применительно ко всем портфелям ценных бумаг. [64]

Структура стандартов AIMR охватывает пять сфер приложения и показана на рис. 3.1. За исключением последней, регламентирующей верификационные процедуры, все они содержат как обязательные правила, так и необязательные рекомендации.

Ключевым понятием этого свода правил являются так называемые композиты (composites), создание которых является главной предпосылкой расчета доходности в полном соответствии со стандартами AIMR-PPS. Под композитой подразумевается совокупность портфелей, объединенных по средневзвешенному уровню капитализации. Структура и отличительные признаки отдельных композит определяются каждой управляющей компанией самостоятельно.

Решения, принимаемые в стадии определения композит носят стратегический характер, так как желаемая временная и межфирменная сравнимость инвестиционных результатов возможна лишь тогда, когда установленная структурная схема композит остается стабильной.

Отправной точкой для структуризации композит служит индивидуальный набор предположений, учитывающий специфику данной компании. Число требуемых композит и степень их дифференциации по мере снижения уровня специализации и усиления разнородности продуктов, как правило, возрастают. Важнейшими критериями структуризации служат цели и стратегия инвестиций. При тематической структуризации мандатов могут учитываться классификационные признаки, описанные далее в настоящей главе, в частности, уровень риска портфелей, наличие определенных полномочий или ограничений в менеджменте, характеристики инвесторов (например, их налоговый статус) и/или их рейтинговые показатели. [29]

Как только композиты по смешанным портфелям сформированы, их структурируют по допустимым пределам, в рамках которых можно заниматься тактическим размещением активов. Это не касается мандатов, в которых сохранение согласованных пределов предписывается клиентом. Затем они дробятся и полностью распределяются по наиболее подходящим композитам в виде того или иного класса активов (акции или бумаги с фиксированной доходностью). По мультивалютным портфелям стандарты AIMR рекомендуют проводить структуризацию после определения валютного компонента.

Затем выделяются портфели с одноразовыми вариантами вознаграждения и портфели с традиционными системами сборов. В первой группе портфелей сбор за менеджмент и предлагаемые операционные издержки выплачивается одной суммой, в то время как во второй группе подсчитываются фактические операционные издержки, и выплачивается определенное вознаграждение за менеджмент (от оборота, от прибыли, пропорционально, по прогрессивной или дегрессивной шкале). Эти различия сказываются на форме отражения доходности.