Илларионов Василий Александрович. Внедрение института квалифицированных инвесторов как фактор развития паевых инвестиционных фондов : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Илларионов Василий Александрович; [Место защиты: Рос. ун-т дружбы народов].- Москва, 2009.- 163 с.: ил. РГБ ОД, 61 09-8/1646

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА I. РАЗВИТИЕ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ КАК СОСТАВЛЯЮЩАЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА 10

1.1. Инвестиции в теории макроэкономического равновесия 10

1.2. Реализация инвестиционными фондами функции финансовых посредников 27

ГЛАВА II. АНАЛИЗ МИРОВОЙ И РОССИЙСКОЙ ПРАКТИКИ КЛАССИФИКАЦИИ ИНВЕСТОРОВ 50

2.1. Современный подход к категоризации инвестиционных фондов 50

2.2. Инвесторы на развитых финансовых рынках Европы 58

2.3. Внедрение статуса квалифицированного инвестора на российском финансовом рынке 63

ГЛАВА 3. ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ДЛЯ КВАЛИФИЦИРОВАННЫХ

ИНВЕСТОРОВ НА РОССИЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ 83

3.1. Хедж-фонды - финансовые инструменты для квалифицированных инвесторов 83

3.2. Модель хедж-фонда на российском фондовом рынке на базе паевого инвестиционного фонда для квалифицированных инвесторов 102

Заключение 144

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 147

ПРИЛОЖЕНИЯ 156

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Реализация планов по удвоению ВВП

в 2 раза до 2010 года, а также по дальнейшему активному развитию экономики страны, невозможна без наличия эффективной системы распределения финансовых потоков, которая позволяет оперативно и с наименьшими издержками доводить финансовые ресурсы от начальных инвесторов — населения до их конечных потребителей - предприятий различных секторов экономики. Разрушение централизованной системы обеспечения потребностей предприятий не сопровождалось созданием адекватного рыночного механизма распределения финансовых потоков. Банковская система не стала основой сберегательной системы по причине повышенных рисков и преобладания отрицательной реальной доходности банковских вкладов. Недоверие граждан к российской финансовой системе проявляется в негативной тенденции снижения его склонности к сбережениям в финансовых активах, несмотря на сокращение государственных программ социальной поддержки населения.

В этих условиях повышается актуальность новых форм финансового посредничества, способных преодолеть негативные тенденции в области сбережений и инвестиций.

Одной из таких форм являются инвестиционные фонды, позволяющие инвесторам получать позитивную реальную доходность вложений при умеренных рисках и снижающие их расходы на оплату услуг финансовых посредников и транзакционные издержки. Инвестиционные фонды аккумулируют долгосрочные ресурсы, направляемые в наиболее эффективные компании и отрасли экономики.

С 01.01.1998 по 01.01.2007 годы активы паевых инвестиционных фондов (ПИФов) в России увеличились с 0,16 млрд. рублей до 420,5 млрд. рублей, или в 2645 раз. Однако до настоящего времени инвестиционные фонды играют скромную роль в экономике и социальной сфере. Доля активов паевых инвестиционных фондов в ВВП не превышает 1,6%, в то время как в ВВП США доля взаимных фондов (аналогов ПИФов) составляет более 50%.

Причины недостаточного использования потенциала ПИФов в экономике и социальной сфере в значительной мере вызваны недостаточной привлекательностью линейки финансовых инструментов, предлагаемых инвесторам на базе паевых инвестиционных фондов для определенных категорий инвесторов. Регулятивные ограничения, сдерживающие расширение продуктовой линейки ПИФов построены таким образом, что максимально ограничивают инвестиционные риски в паевых инвестиционных фондах, но при этом не учитывают наличие широкого круга инвесторов обладающих высокой квалификацией и способных самостоятельно оценивать инвестиционные риски и принимать их, стремясь к получению дополнительной прибыли.

*Наибольшие проблемы в регулятивных требованиях к инвестиционной декларации ПИФов продемонстрировал разразившийся финансовый кризис.*

Российский рынок переживает один из самых сложных периодов за свою историю. Индекс РТС по состоянию на начало октября 2008 года снизился с начала года на 65%. Падение с максимальных значений конца мая 2008 года составило 68%. На рынке как акций так и облигаций наблюдается массированный сброс активов. Принудительно ликвидировать активы вынуждены те инвесторы, которые покупали бумаги с плечом, а также некоторые западные банки, которые испытывают особые проблемы с ликвидностью.

С начала 2008 года из пяти крупных мировых инвестиционных банков на рынке не осталось ни одного. Пятый по величине банк Bear Sterns был куплен банком JP Morgan в марте 2008 года за $240 млн. Merrill Lynch перешел в руки Bank of America, а четвертый по величине инвестиционный банк Lehman Brothers объявил о банкротстве. Goldman Sachs и Morgan Stanley стали коммерческими банками ради облегченного доступа к кредитам ФРС. Citi Group был вынужден продать свой департамент брокерских услуг, а также приступил к разделению своих бизнесов в разные структуры для целей снижения издержек и, возможно, более удобной их реализации в дальнейшем, утратив, тем самым, облик всемирного финансового супермаркета. Самостоятельное существование

прекратили гиганты Washington Mutual и Wachovia. Были национализированы ипотечные агентства Fannie Мае и Freddie Mac, контролирующие почти половину ипотечного рынка США объемом $11 трлн., а также крупнейшая страховая компания США AIG. В США принят план помощи финансовому сектору, предполагающий выкуп у банков проблемных активов на $700 млрд1.

Исключить вероятность дальнейших банкротств в американском финансовом секторе нельзя. Принудительная ликвидация активов будет оказывать давление на котировки. Однако при текущих негативных настроениях и крайне низком уровне доверия вполне возможно, что рынок скоро перестанет реагировать на подобные новости, так как самое худшее уже учтено в ценах.

Рост стоимости финансирования в условиях снизившейся ликвидности очевиден и в настоящее время существенно отражается на финансовой устойчивости большинства российских компаний. К тому же, ситуация с негативными процентными ставками не могла продолжаться слишком долго. Можно сказать, что российская финансовая система переживает некоторое болезненное, но необходимое оздоровление.

В этих условиях, когда тактика «купил и держи» перестает работать, особую важность приобретает возможность использования альтернативных стратегий, таких как открытие коротких позиций, приобретение недооцененных активов, инвестирование в непубличные компании и т.д.

В связи с этим актуальность диссертационной работы заключается в том, что в ней содержатся теоретические обоснования и практические предложения по внедрению категории квалифицированных инвесторов на российском финансовом рынке, что позволит создавать на базе паевых инвестиционных фондов новые финансовые инструменты, в частности хедж-фонды. Расширение линейки инвестиционных стратегий паевых инвестиционных фондов позволит повысить эффективность их функционирования, сделать доступными и привлекательными для инвесторов выпускаемые ими инвестиционные паи и на

Призрак депрессии//Ведомости, № 193, 13.10.2008.

этой основе повысить роль инвестиционных фондов в решении задач социально-экономического развития России.

**Цель и задачи исследования.**Целью диссертационной работы является разработка предложений по выделению категории квалифицированных инвесторов и созданию специализированных инвестиционных продуктов для них как инструмента повышения привлекательности паевых инвестиционных фондов для институциональных и крупных частных инвесторов на основе теоретических разработок, анализа эмпирических данных об инвестиционных фондах и рынке ценных бумаг, обобщения наиболее значимых тенденций их развития в России и за рубежом.

Для достижения цели исследования были поставлены следующие задачи:

1. Раскрыть роль инвестиционных фондов в решении проблем социально-экономического развития страны и экономическую природу инвестиционных фондов как финансовых посредников и эмитентов ценных бумаг.
2. Проанализировать действующие регулятивные ограничения на инвестиционные стратегии паевых инвестиционных фондов и их привлекательность для различных категорий инвесторов.
3. Проанализировать современные мировые тенденции в подходе к регулированию отношений между инвесторами и финансовыми посредниками.
4. Разработать модель функционирования хедж-фонда на базе паевого инвестиционного фонда для квалифицированных инвесторов.

**Объектом исследования**в диссертационной работе являются инвестиционные фонды как финансовые посредники на российском финансовом рынке.

**Предметом исследования**являются система отношений по формированию и размещению инвестиционных ресурсов в рамках функционирования паевых инвестиционных фондов.

**Методологической и теоретической основой исследования**послужили труды зарубежных и отечественных исследователей в области теории финансового посредничества, функций и эффективности финансовых рынков.

Вопросы создания и функционирования инвестиционных фондов с повышенным уровнем риска для квалифицированных инвесторов глубоко изучены в трудах таких зарубежных авторов как Р. Джеймс, Д. Богл, Ю. Фама, В. Фунг, Д. Хсье и других.

Отечественными авторами возможность создания таких паевых фондов как фонды для квалифицированных инвесторов на серьезном уровне не изучалась, однако механизмы функционирования зарубежных хедж-фондов и российских паевых фондов глубоко изучались такими отечественными исследователями как В. Котиков, А Абрамов, *Я.*Миркин, М. Капитан, В. Миловидов и другими.

Методологической основой диссертационной работы является диалектическая теория научного познания. В работе использованы методы единства исторического и логического подходов, сравнения, анализа и синтеза, математического и статистического анализа.

**Эмпирические данные, использованные в исследовании.**В работе анализируются показатели российских и иностранных инвестиционных фондов, опубликованные на официальных сайтах в сети «Интернет» Федеральной службы по финансовым рынкам, Национальной Лиги Управляющих, ассоциации Investment Company Institute, Федеральной Резервной Системы США, Нью-Йоркской и Среднеамериканской фондовых бирж, Комиссии по ценным бумагам и биржам США, Всемирной Федерации Бирж, Financial Services Authority2.

**Научная новизна исследования:**

1. Проанализированы экономические предпосылки развития инвестиционных фондов и качественного повышения их роли в решении проблем мобилизации сбережений населения, привлечения в экономику долгосрочных инвестиций с внутреннего рынка.
2. Выявлены проблемы функционирования ПИФов, обусловленные недостатками действующих ограничений на инвестирование активов

2 Financial Services Authority (FSA) - регулятор финансовых рынков Великобритании, созданный в форме саморегулируемой организации (примечание автора).

инвестиционных фондов, а также проблемы организации инвестиционных процессов в инфраструктуре паевого инвестиционного фонда.

1. На основании анализа современных мировых тенденций в подходе к регулированию отношений между инвесторами и финансовыми посредниками обоснована необходимость выделения категории квалифицированных инвесторов на российском финансовом рынке и создания паевых инвестиционных фондов для квалифицированных инвесторов.
2. Модифицированы европейские критерии квалифицированности инвесторов и механизмы категоризации инвесторов. В качестве базы для критериев выделения категории квалифицированных инвесторов в Российской Федерации предлагается установить критерии, являющиеся общепринятыми на развитых финансовых рынках и закрепленные в директиве ЕС «Markets in Financial Instruments Directive». Основным критерием является наличие лицензии финансовой организации. В случае отсутствия таковой организация или юридическое лицо могут получить статус квалифицированного инвестора при условии соответствия критериям:

- наличие инвестиционного портфеля определенного объема;

- совершение сделок с финансовыми инструментами с определенными  
частотой и объемом;

- наличие должного опыта деятельности на финансовом рынке.

5. Разработана модель хедж-фонда на базе паевого инвестиционного фонда  
для квалифицированных инвесторов. В рамках исследования был сделан вывод  
о возможности создания хедж-фонда на базе интервального паевого  
инвестиционного фонда, предназначенного для квалифицированных инвесторов.  
Были проанализированы ключевые составляющие элементы модели такого  
фонда и их отличие от стандартного паевого инвестиционного фонда:

потенциальные инвестиционные стратегии фонда;

механизмы мотивации управляющего фондом;

- механизмы выдачи и погашения паев в результате ввода-вывода  
инвесторами активов;

организационная инфраструктура фонда;

организационно-правовая форма.

**Практическая значимость результатов исследования**состоит в том, что его результаты могут представлять интерес для управляющих компаний паевыми инвестиционными фондами, специалистов инфраструктурных организаций, представителей законодательных и регулирующих органов, саморегулируемых организаций, заинтересованных в повышении эффективности ПИФов и развитии новых сегментов российского фондового рынка, а также у широкого круга лиц, стремящихся разобраться в проблемах сбережений и инвестиций.

**Внедрение результатов исследования.**Результаты исследования использовались в деятельности по формированию и поддержанию функционирования инвестиционных фондов под управлением ЗАО УК «Тройка Диалог», а также при составлении комментариев ЗАО УК «Тройка Диалог» к проекту Федерального закона от 06.12.2007 № 334-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» и отдельные законодательные акты Российской Федерации» на стадии его разработки, о чем свидетельствует акт о внедрении.

По теме опубликовано 4 статьи общим объемом в 1,7 п.л., 2 из которых в издании, определенном ВАК РФ по специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит».

Диссертационное исследование проведено в рамках специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит», п. 4.3. «Институциональные преобразования рынка ценных бумаг и проблемы деятельности его институтов» паспорта специальностей ВАК **РФ.**

**Логика и структура исследования.**Логика исследования, определяемая предметом, объектом исследования, его целями и задачами, отражена в структуре диссертационной работы, состоящей из введения, трех глав, заключения, приложений и списка использованной литературы.

Эмпирические данные в диссертационной работе отражены на 13 рисунках и 12 таблицах.

## Инвестиции в теории макроэкономического равновесия

Наличие тесной причинно-следственной связи между инвестициями и экономическим ростом общепризнанно. Тем не менее, существуют различные точки зрения на то, каков механизм воздействия инвестиций на экономику.

Содержание понятия «экономический рост» можно определить как долговременную тенденцию увеличения реального объема выпуска и национального дохода, а значит и индивидуальных доходов, обеспечивающее материальную основу для роста уровня потребления в обществе, и вместе с тем - повышение качества удовлетворения общественных потребностей, что само по себе является главной целью существования любой современной экономической системы.

Экономический рост будет считаться экстенсивным, если он осуществляется за счет привлечения дополнительных ресурсов и не меняет уровень производительности труда и отдачи на вложенный капитал. Интенсивный рост связан с применением более совершенных факторов производства и технологий, то есть осуществляется не за счет количественного увеличения задействованных в экономике факторов производства, а за счет повышения эффективности их использования.

Соответственно, характер экономического роста зависит от присутствия и удельного веса тех или иных факторов, вызвавших этот рост. К экстенсивным факторам можно отнести рост трудовых и капитальных затрат, к интенсивным -технологический прогресс, экономия на масштабах производства, инвестиции в человеческий капитал, совершенствование организации бизнес-процессов и т.п.

На протяжении всего развития зрелой экономической мысли вплоть на начала XX века доминировал постулат о том, что темпы роста производства, доходов и благосостояния в обществе имеют строгую зависимость от количества и структуры задействованных в экономической системе факторов производства, и с этой точки зрения одним из необходимых условий стабильного экономического развития назывался сложившийся уровень накопления капитала в экономике, или объемы инвестиций.

Осуществление инвестиционного процесса, обеспечивающего прирост работающего капитала в экономике, является важнейшим условием достижения экономического роста, а связь между накоплением и характером и темпами экономического развития была установлена учеными-экономистами еще задолго до появления теории общественного воспроизводства К. Маркса. Накопление капитала, или, по-другому, прирост национального богатства страны, рассматривался многими как абсолютное добро для экономики, а, например, меркантилисты вообще называли потребление «паразитическим».

Появившиеся в 30-х годах XX века работы Дж. Кейнса, посвященные исследованию проблем экономического роста с использованием принципиально иных подходов и взглядов на закономерности и процессы, протекающие в экономике, произвели настоящую революцию в обществе. Им предлагались совершенно новые рецепты создания условий стабильного и долгосрочного экономического развития на основе идеи макроэкономического равновесия.

## Современный подход к категоризации инвестиционных фондов

Основным критерием, который лег в основу такой классификации является периодичность, с которой у инвестора возникает право приобрести, обменять или погасить инвестиционные паи фонда.

Такой критерий, по нашему мнению, можно воспринимать как «первичную» ликвидность инвестиционных паев фонда. Термин «первичная» употребляется здесь, поскольку реализация права инвестора обусловлена не такими общепринятыми характеристиками ликвидности как количество участников рынка, количество сделок, их объем и т.д., а наличием юридического обязательства управляющей компании и прочих организаций, образующих инфраструктуру паевого инвестиционного фонда, с определенной периодичностью выдавать, обменивать и погашать инвестиционные паи по заявкам инвесторов.

Инвесторы открытых паевых инвестиционных фондов вправе подавать заявки на приобретение, обмен и погашение инвестиционных паев фонда каждый рабочий день. При этом, погашение и выдача инвестиционных паев производится в течение трех дней с даты подачи заявки, т.е. первичную ликвидность паев таких фондов можно охарактеризовать как очень высокую.

Важно отметить, что высокая первичная ликвидность паев косвенно накладывает ограничения на инвестиционную декларацию таких фондов. Наличие ежедневного риска погашения до 100% количества выданных паев фонда обуславливает необходимость поддержания ликвидности инвестиционного портфеля фонда, поскольку доллша присутствовать возможность краткосрочной реализации активов, составляющих портфель фонда, без потери их справедливой рыночной стоимости.

Указанная идея нашла яркое отражение в требованиях регулятора к составу и структуре активов паевых инвестиционных фондов. В результате проведенного нами анализа Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов, утвержденного приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 08.02.2007 № 07-13/пз-н необходимо выделить следующие нормативные ограничения, направленные на поддержание высокой ликвидности инвестиционных портфелей открытых паевых инвестиционных фондов:

а) наличие лимита на одного эмитента - не более 15% стоимости активов фонда;

б) отсутствие права управляющей компании приобретать ценные бумаги, не имеющие признаваемых котировок19;

в) наличие лимита на ценные бумаги» без признаваемой котировки - не более 10% стоимости активов фонда;

г) наличие лимита на ценные бумаги, не входящие в котировальные списки20 уровней «А», «Б» и «В» - не более 50% стоимости активов фонда;

class3 **ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ДЛЯ КВАЛИФИЦИРОВАННЫХ**

**ИНВЕСТОРОВ НА РОССИЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ** class3

## Хедж-фонды - финансовые инструменты для квалифицированных инвесторов

С юридической точки зрения, а в основном их деятельность ориентируется на американское законодательство, эти фонды являются частным инвестиционным партнерством, не подпадающим под действия Закона об инвестиционных компаниях США 1940 г., требующего соблюдения регулирующего режима, и Закона о ценных бумагах 1933 г., обязывающего инвестиционные фонды регистрироваться в Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC). В хедж-фонде существуют два вида партнеров: Общий Партнер и Ограниченный Партнер. Общий Партнер - это лицо, которое начинает хедж-фонд. Оно же ведет всю каждодневную деятельность действующего фонда. Ограниченные Партнеры участвуют своим капиталом, но не принимают участия в торговле и каждодневной деятельности фонда.

Существует много определений хедж-фондов, но ни одно из них не охватывает всех видов этих организаций. Трудность вывода определения заключается в необходимости выделить стандартные черты, присущие всем хедж-фондам, и специфические черты, присущие только им и которые делают их уникальным видом инвесторов. Однако среднестатистический хедж-фонд так и не был выделен специалистами и изучен.

К ключевым характеристикам хедж-фондов можно отнести следующее:

Хедж-фонды используют разнообразные финансовые инструменты в целях снижения риска, повышения доходов и минимизации корреляции портфеля с рынками акций и облигаций. Многие хедж-фонды используют «короткие продажи», кредитное плечо, деривативы, в частности, опционы, фьючерсы и т.д.

Хедж-фонды сильно варьируются по критериям инвестиционной доходности, волатильности и риска. Многие, но не все старатегии хедж-фондов направлены на страхование рисков убытков на падающем рынке.

Многие хедж-фонды обладают способностью обеспечивать доходность, корреляция которой с доходностью рынка очень низка.

Многие хедж-фонды ставят своей целью сохранение капитала, а не получение максимально возможных доходов.

Большинство хедж-фондов управляются опытными инвестиционными профессионалами.

Пенсионные фонды, благотворительные фонды, страховые компании, частные банки и физические лица с высоким уровнем дохода инвестируют в хедж-фонды с целью минимизации общей волатильности их портфеля и увеличения доходов.

Большинство портфельных менеджеров в хедж-фондах узкоспециализированы и осуществляют инвестиции только в сфере в которой они обладают экспертными знаниями.

Хедж-фонды привлекают к управлению своими активами лучших профессионалов благодаря структуре вознаграждения, которая в большой степени зависит от доходности и обеспечивает заинтересованность портфельного менеджера в результатах фонда. Кроме того, менеджеры хедж-фондов обычно покупают долю в фонде, которым они управляют.

По нашему мнению, определить данный финансовый институт можно двумя подходами. Либо охарактеризовать его исходя из стиля управления активами, который, безусловно, имеет определенные черты, либо исходя из юридической структуры хедж-фондов.