Пейко Игорь Маркович. Паевые инвестиционные фонды на рынке ценных бумаг Российской Федерации :Механизм функционирования и перспективы развития : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2003 204 c. РГБ ОД, 61:04-8/1864

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Понятие, отличительные особенности и зарубежный опыт функционирования паевых инвестиционных фондов как элемента рынка коллективных инвестиций 12

1.1. Роль, особенности и преимущества организации деятельности институтов коллективного инвестирования на фондовом рынке 12

1.2 Анализ зарубежного опыта функционирования паевых фондов как институтов коллективного инвестирования 44

Глава 2. Формирование экономических и правовых механизмов организации деятельности ПИФов в России 65

2.1 Проблемы формирования нормативно-правового механизма регулирования деятельности паевых инвестиционных фондов в России 65

2.1.1 Законодательные основы функционирования паевых инвестиционных фондов в РФ 65

2.1.2 Специфика создания ПИФов и составляющие механизма защиты прав инвесторов 72

2.1.3 Формирование механизма компенсации убытков пайщиков

инвестиционных фондов 82

2.2 Анализ инвестиционного потенциала паевых инвестиционных фондов и возможностей углубления их взаимосвязи с корпоративным сектором 90

2.3 Особенности и динамика законодательных требований к составу и структуре активов паевых инвестиционных фондов 95

Глава 3. Анализ практики функционирования паевых инвестиционных фондов в РФ 114

3.1. Характеристика отдельных этапов деятельности ПИФов в РФ 115

3.1.1. Обзор количественных и качественных показателей деятельности ПИФов в 1996-2001 гг 115

3.1.2. Особенности инвестирования в ПИФы в 2001-2002 гг 122

3.2. Анализ факторов, влияющих на основные показатели деятельности ПИФов в РФ по состоянию на апрель 2003 года 135

3.2.1. Анализ структуры и доходности ПИФов в зависимости от организационной формы и вида активов (с учетом опыта работы и срока инвестирования) 136

3.2.2. Анализ структуры ПИФов в зависимости от их формы и объема аккумулированных средств 148

3.2.3. Анализ факторов, формирующих уровень маржи (доходности) ПИФов 153

3.2.4. Факторы, влияющие на размер инвестиционного пая 162

Заключение 171

Литература 186

Приложения

**Введение к работе**

**Актуальность исследования.**Развитие реального сектора экономики России напрямую зависит от способности привлечь финансовые ресурсы на эти цели. При этом является общепризнанным фактом, что наиболее значительным по объему и достаточно долгосрочным в условиях относительно стабильной экономики инвестиционным ресурсом являются сбережения населения. Следовательно, успех модернизации отечественной экономики во многом зависит от способности создать условия, когда миллиарды рублей, принадлежащие гражданам, будут легко переходить с помощью финансовых посредников из разряда сбережений в разряд долгосрочных инвестиций и туда, где будут давать наибольшую прибыль.

В этой связи одной из важнейших в условиях становления российской экономики является проблема комплексного развития фондового рынка и его инвестиционных институтов. От ее решения зависит дальнейшая стабилизация социально-экономического положения в России. Одним из главных направлений развития рынка ценных бумаг России является создание гибкого механизма мобилизации сбережений российских граждан и вовлечения их в производственную сферу. Решение проблемы развития фондового рынка в России зависит, в первую очередь, от осуществления комплексных мер по созданию развитой системы коллективного инвестирования.

Актуальность темы исследования обусловлена тем, что в условиях, когда частные инвесторы нуждаются в доходных и надежных инструментах размещения своих сбережений, а предприятиям необходимы дополнительные инвестиции, формирование рынка коллективных инвестиций и должно стать тем локомотивом, который выведет частные сбережения "из тени" и вовлечет их в инвестиционный процесс через формирование фондов под руководством профессионалов рынка, способных эффективно разместить средства мелких инвесторов и обеспечить приемлемый уровень дохода на вложенный капитал. В условиях транзитивной экономики полнота аккумуляции

**5**свободных денежных средств населения может стать самостоятельным фактором экономического роста.

В отличие от банковских, страховых и других видов финансовых институтов, паевые инвестиционные фонды наряду с негосударственным пенсионным обеспечением стали совершенно новой для России разновидностью института финансового посредничества. Вместе с тем, если формирование системы негосударственного пенсионного обеспечения напрямую связано с успехом пенсионной реформы, перспективы института паевых инвестиционных фондов, деятельность которых ориентирована исключительно на извлечение доходов и сохранение сбережений, обусловлены развитием как самого фондового рынка, так и его инфраструктуры. С момента начала деятельности первого паевого инвестиционного фонда в 1996 году данный институт финансового посредничества прошел непростой этап становления, доработки нормативно-правовой базы и наращивания объемов привлеченных ресурсов, отработки технологий инвестирования и предпочтений, как в сфере приложения инвестиций, так и в ориентации на определенные категории пайщиков.

В этих условиях, важную роль приобретает исследование механизмов регулирования и стимулирования дальнейшего развития паевых инвестиционных фондов в целях снижения спекулятивной и наращивания инвестиционной направленности российского рынка ценных бумаг и мотивации его участников. В этой связи изучение и обобщение практического зарубежного и российского опыта решения указанных вопросов имеет чрезвычайную степень научной востребованности.

Тенденции последних десятилетий в части все более широкого использования методов коллективного инвестирования в США, Великобритании, Германии также подчеркивает теоретическую и практическую значимость этой проблематики.

Об актуальности вопросов, связанных с организацией форм и механизмов коллективного инвестирования, свидетельствует также большой

объем исследований отечественных ученых, публикуемых в форме научных статей, монографий, коллективных работ, публикации переводов иностранной литературы на данную тематику, издания специализированных журналов.

Вместе с тем, за весь период системных экономических преобразований комплексных исследований механизмов функционирования паевых инвестиционных фондов как элемента рынка коллективного инвестирования, в России не предпринималось. Экономическая значимость подобного комплексного исследования в целях выработки конкретных рекомендаций в части оптимизации организации процесса привлечения и эффективного размещения частных инвестиций, предопределила актуальность темы диссертационного исследования и обусловила ее выбор.

**Степень изученности; проблемы. В**диссертации для анализа становления и развития паевых инвестиционных фондов как элемента системы взаимоотношений между участниками рынка коллективных инвестиций, были использованы исследования, касающиеся сущности, различных типов и форм, а также институциональной структуры такого рода отношений.

В процессе работы автор опирался на труды отечественных и зарубежных ученых, опыт которых был взят нами на вооружение для теоретического обоснования выводов исследования. Сегодня существуют многочисленные публикации и авторы, среди которых необходимо выделить таких, как Д. Абалкин, СИ. Абрамов, С. Бакстон, Дж. Богл, В.В. Бочаров, А.П. Бычков, В.Е. Есипов, Д. Зайцев, И.Б. Золотарев, М.Е. Капитан, В.И. Колесников, И. Максимов, В.Д. Миловидов, В.Д. Никифорова, Р.Дж. Нортон, В.И. Осипов, А.П. Перцев, Б.Б. Рубцов, П.В. Супрунов, В.Ю. Чернятин, В.Д. Шапиро, У. Шарп, В.В. Шеремет, П. Штольте, А.В. Якушев и др., в работах которых достаточно широко освещены способы и методы организации инвестиционного процесса, в том числе через коллективные формы инвестирования, представлены различные концепции и подходы к

**7**исследованию, обобщен опыт зарубежных стран в сфере аккумуляции сбережений населения посредством институтов и инструментов фондового рынка.

Внимание исследователей, связанное с коллективными инвестициями в России, как правило, охватывает весь спектр организационных форм соответствующих инвестиционных институтов. Вместе **с**тем, на сегодняшний день специальных работ, посвященных изучению различных аспектов организации деятельности паевых инвестиционных фондов, с учетом опыта их функционирования и законодательного регулирования за рубежом и в России, открывающихся возможностей развивающихся сегментов фондового рынка и возникающих рисков, в России не имеется. Поэтому, несмотря на большое значение перечисленных выше исследований, они не решают проблему непосредственного изучения обозначенных вопросов в России.

**Целью исследования**данной диссертационной работы является изучение и обобщение современной теории и практики формирования и развития института паевых инвестиционных фондов как наиболее перспективной формы коллективного инвестирования в РФ; задач и проблем, стоящих перед паевыми фондами, управляющими компаниями, государством в этой сфере, выявление причин их возникновения, а также выработка рекомендаций по эффективной организации привлечения частных сбережений в качестве инвестиционных ресурсов с учетом возможностей российского финансового рынка и его инфраструктуры.

Учитывая степень изученности отдельных вопросов исследования в отечественной и зарубежной научной практике, диссертант сосредоточил свое внимание **на решении следующих задач:**

определение роли, экономического содержания и элементов рынка коллективных инвестиций и системы коллективных инвесторов;

исследование причин, факторов и направлений развития институтов коллективного инвестирования в России;

изучение текущего состояния и отдельных этапов развития форм коллективного инвестирования, выявление их отличительных черт и преимуществ как института финансового посредничества;

анализ процесса становления, и развития института паевых инвестиционных фондов в России, расширения форм и инструментов их взаимодействия с частными и корпоративными клиентами;

выработка стратегии активизации деятельности паевых фондов, усиления их инвестиционного потенциала, роста уровня защиты прав и интересов инвесторов.

Объектом исследования является, таким образом, отечественный финансовый рынок в части институтов коллективного инвестирования.

Предметом - финансовые, правовые, информационные и организационные взаимоотношения, складывающиеся в процессе деятельности паевых инвестиционных фондов.

**Теоретической и методологической основой**диссертационной работы послужили труды и исследования зарубежных и российских специалистов в области деятельности институтов коллективного инвестирования и рынка ценных бумаг, инструментарий общей экономической теории, сочетание диалектического метода, общенаучных подходов, статистических (количественных и качественных) способов анализа массива обработанных данных, анализа при работе с нормативно-правовыми актами.

Информационная база исследования:

нормативно-правовые акты РФ;

официальные статистические материалы Госкомстата РФ, Министерства РФ по налогам и сборам, Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг;

данные Национальной лиги управляющих. **Научная новизна диссертации**состоит в следующем:

уточнены понятие рынка коллективных инвестиций и перечень его элементов, таких как источники коллективных инвестиций,

**9**инструменты их вложения, специализированные институты коллективного инвестирования и их инфраструктура;

конкретизирован институциональный состав участников рынка коллективного инвестирования, в том числе особенности инфраструктуры коллективного инвестора;

на основе исследования российского и зарубежного опыта функционирования паевых инвестиционных фондов сформулированы их принципиальные отличия от других форм коллективного инвестирования и причины преобладания данной, формы инвестирования;

на основе анализа передового иностранного опыта регулирования деятельности паевых инвестиционных фондов сформулированы предложения по трансформации российского законодательства с целью усиления степени защиты прав инвесторов, формирования механизма компенсации убытков пайщиков инвестиционных фондов;

даны рекомендации по расширению форм сотрудничества паевых инвестиционных фондов с корпоративными клиентами в целях усиления инвестиционной направленности их деятельности;

на основе исследования экономической природы и правовой базы понятия "инвестиционный пай" даны рекомендации по организации вторичного обращения инвестиционных паев на биржах с целью повышения ликвидности пая и минимизации издержек участников торгов;

-в целях оценки перспектив деятельности паевых инвестиционных фондов в РФ, выработки рекомендаций по совершенствованию их инвестиционной политики, в работе дана периодизация; основных этапов их становления и развития с учетом динамики количественных и качественных показателей;

- впервые проведено комплексное статистическое исследование  
состояния паевых инвестиционных фондов, выявлены особенности

**10**структуры данного института, зависимость результатов деятельности фондов от их организационной формы, сфер приложения аккумулируемых ресурсов, опыта работы, размера активов, применяемой политики в области продажи и выкупа проданных паев. Теоретическая и практическая значимость диссертационного исследования.

Основные теоретические выводы и предложения, содержащиеся в диссертационном исследовании, могут быть использованы при будущих теоретических исследованиях вопросов, касающихся оптимизации стратегии деятельности институтов коллективного инвестирования, выбора источников инвестиционных ресурсов, а также в преподавании курсов "Корпоративные ценные бумаги", "Предприятия на рынке ценных бумаг", "Ценные бумаги и биржевое дело", подготовке учебников и учебных пособий по указанным курсам.

Практическая значимость исследования заключается в том, что проведенный в работе комплексный анализ показателей деятельности российских ПИФов, практические выводы и рекомендации, будут способствовать активизации данной формы коллективного инвестирования, росту эффективности деятельности по управлению активами паевых фондов, усилению степени защиты прав пайщиков.

Выводы и рекомендации, содержащиеся в данной работе, направлены на активизацию деятельности данной формы коллективного инвестирования, усиление ее инвестиционного потенциала, рост гарантий сохранности средств и компенсации пайщиков, развитие форм взаимодействия с корпорациями, в целях превращения системы коллективного инвестирования в самостоятельный фактор экономического роста.

Апробация работы. Основные выводы и результаты исследования, изложенные в диссертации, неоднократно рассматривались в ходе проведения научных конференций.

Основные положения и результаты исследования отражены в 5

опубликованных работах автора общим объемом около **1**,5 п.л.

**Структура исследования.**Диссертационное исследование изложено на 198 страницах и состоит из введения, трех глав и заключения, содержит список литературы, проиллюстрирована таблицами и рисунками.

## Роль, особенности и преимущества организации деятельности институтов коллективного инвестирования на фондовом рынке

Предпосылки создания институтов коллективного инвестирования в России кроются в особенностях структуры сбережений населения, а также в особенностях экономических преобразований переходного периода.

Структура сбережений в России отличается значительной долей текущих сбережений, сбережений на покупку товаров длительного пользования и сбережений на старость. В качестве основных субъектов сбережений выступают представители средних слоев населения. На протяжении всех прошедших лет государственные формы привлечения сбережений характеризовались устойчиво низкой ликвидностью.

Долгое время единственным надежным средством сбережений в России являлась иностранная валюта и, в первую очередь, американский доллар. Покупка населением валюты не носила объективных экономических причин, за исключением стремления к накоплению и сбережению. Валюта, по существу, покупалась, чтобы затем быть проданной.

Структура расходов населения (см. таблицу 1) свидетельствует о высокой доле расходов, связанных с приобретением товаров и услуг - от 3/5 до 3/4 всех доходов, значительном приросте денежных средств на руках у населения, стабильном спросе на иностранную валюту. Это означает, что накопления осуществляются в подавляющей доле в виде материальных объектов, наличной иностранной валюты, то есть неорганизованных форм сбережений.

Таким образом, до последнего времени в России не было создано адекватных форм накопления сбережений, отражающих наиболее насущные потребности широких средних слоев населения. Выбор форм сбережений был стихийным, население пользовалось либо традиционными формами (сберегательные счета), либо руководствовалось массовым сознанием (валюта, спекулятивные операции). Сегодня традиционные формы сбережений не позволяют сохранить покупательную способность, сберегаемых активов, поскольку их доходность не превышает уровня инфляции. Накопления в иностранной валюте также неэффективны и высокорискованны в силу высокой волатильности конъюнктуры рынка ведущих валют, используемых как накопительные активы, а также вследствие укрепления рубля по отношению к доллару в течение последних полутора лет. При этом сбережения населения используются на инвестиционные цели далеко не в полной мере. В этих условиях необходимо развитие особых форм накопления сбережений - инвестиционных.

Инвестиционные сбережения — это особый вид сбережений, не предназначенный на потребительские нужды. Главная цель таких сбережений - инвестирование в приносящие доход активы. Сбережения этого вида аккумулируются сверх тех необходимых сбережений, которые используются на потребительские цели. Размер таких сбережений зависит от общего уровня жизни общества, уровня доходов его граждан. Большинство сбережений такого вида вкладываются в различные ценные бумаги, в том числе акции, и могут быть краткосрочными и долгосрочными.

При этом следует иметь в виду, что розничный инвестор расходует собственные деньги, а институциональный — деньги, так или иначе полученные от розничных инвесторов. Каждый инвестор преследует на рынке ценных бумаг конкретные цели, отражающие его финансовые возможности, представление о риске и другие личные обстоятельства. Чаще всего такими целями являются: 1) сохранность капитала в его первоначальном размере; 2) получение высокого и устойчивого дохода; 3) приумножение капитала; 4) ликвидность. Обычно инвестор ставит перед собой одну основную цель и несколько дополнительных. Безусловно, розничные владельцы инвестиционных ресурсов могут напрямую инвестировать их в предприятия. Однако для эффективного приложения капитала необходимо уметь, во-первых, принимать правильные решения, во-вторых, - делать это вовремя. Следует признать, что достаточно неоднородная и неоднозначная ситуация на финансовых рынках не позволяет абсолютному большинству обладателей инвестиционных ресурсов, которые не имеют достаточных знаний и опыта, постоянно проводить адекватный мониторинг складывающейся экономической ситуации и принимать верные решения. Поэтому движение финансовых ресурсов между инвесторами и получателями инвестиций, как правило, осуществляется через институты финансового посредничества.

## Проблемы формирования нормативно-правового механизма регулирования деятельности паевых инвестиционных фондов в России

Формирование и развитие рьшка коллективного инвестирования в России напрямую связано с переходом к рыночным отношениям и построением экономических и законодательных основ функционирования рынка ценных бумаг и его финансовых институтов, а также соответствующей; инфраструктуры, позволяющих обеспечить аккумуляцию мелких сбережений частных лиц и трансформацию их в финансовые инвестиции с использованием возможностей рьшка ценных бумаг при посредничестве институтов коллективного инвестирования.

Начало процессу возрождения рьшка ценных бумаг в России положило Постановление Совета министров СССР № 590 от 19 июня 1990 г. "Об утверждении Положения об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью и Положения о ценных бумагах"23.

В конце 1991 года Постановлением24 Правительства РСФСР утверждается "Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР" от 28 декабря 1991 г. № 78. Оно подразделяло участников рьшка ценных бумаг на эмитентов ценных бумаг, инвесторов и инвестиционные институты. При этом: эмитентом ценных бумаг являлось юридическое лицо, государственный орган или орган местной администрации, выпускающий (эмитирующий) ценные бумаги и несущий от своего имени обязательства по ним перед владельцами ценных бумаг; инвестором — гражданин или юридическое лицо, приобретающее ценные бумаги от своего имени и за свой счет; инвестиционным институтом - юридическое лицо, созданное в любой допускаемой Законом РСФСР "О предприятиях и предпринимательской деятельности" организационно-правовой форме. На рынке ценных бумаг в качестве инвестиционных институтов могли выступать и банки. Заметим, что Положение не предусматривало функционирование специализированного органа, регулирующего деятельность инвестиционных институтов.

Инвестиционный институт мог осуществлять свою деятельность на рынке ценных бумаг в качестве:

— посредника (финансового брокера) - выполнение посреднических (агентских) функций при купле-продаже ценных бумаг за счет и по поручению клиента на основании договора комиссии или поручения;

- инвестиционного консультанта - оказание консультационных услуг по поводу выпуска и обращения ценных бумаг;

— инвестиционной компании - организация выпуска ценных бумаг и выдача гарантий по их размещению в пользу третьих лиц, вложение средств в ценные бумаги, купля-продажа ценных бумаг от своего имени и за свой счет, в том числе путем котировки ценных бумаг (объявления на определенные ценные бумаги "цены продавца" и "цены покупателя", по которым инвестиционная компания обязуется их продавать и покупать);

- инвестиционного фонда - выпуск акций с целью мобилизации денежных средств инвесторов и их вложения от имени фонда в ценные бумаги, а также на банковские счета и во вклады, при котором все риски,. связанные с такими вложениями, все доходы и убытки от изменений рьшочной оценки таких вложений в полном объеме относятся на счет владельцев (акционеров) этого фонда и реализуются ими за счет изменения текущей цены акций фонда.

## Характеристика отдельных этапов деятельности ПИФов в РФ

Первая управляющая компания паевых инвестиционных фондов (ОАО "АВО-Капитал") получила лицензию Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг России 17 апреля 1996 г. За следующие семь месяцев были лицензированы еще десять компаний и появились первые депозитарии, имеющие лицензию на осуществление деятельности в качестве специализированного депозитария паевых инвестиционных фондов.

В результате проведенной подготовительной работы 12 ноября 1996 г. началось первичное размещение инвестиционных паев первого открытого ПИФа - "Пионер Первый" под управлением ЗАО ""Пионер Первый" Компания по управлению инвестиционными фондами". Чуть позже к нему присоединился фонд государственных ценных бумаг под управлением ЗАО "Паллада Эссет Менеджмент". 19 ноября того же года у паевых фондов появился первый пайщик (также в фонде "Пионер Первый"), и история отрасли коллективного инвестирования, ставшей одной из крупнейших за пределами России, началась и в нашей стране.

В течение первого года лицензирования управляющих компаний, т.е. за период с начала ноября 1996 года по ноябрь 1997 года, в России лицензии на право доверительного управления имуществом паевых инвестиционных фондов получили 22 управляющие компании, ими было зарегистрировано 18 паевых инвестиционных фондов, из которых реально функционировали 16, в том числе 14 фондов были открытыми (7 открытых паевых фондов специализировались на операциях с государственными ценными бумагами и 7 - на операциях с корпоративными ценными бумагами) и 2 фонда - интервальными.

Такое неравномерное распределение между открытыми и интервальными фондами для нового для России института финансового посредничества является объективным в условиях того времени. Трудно было бы рассчитывать привлечь внимание потенциальных пайщиков на относительно длительный период, который подразумевается интервальным фондом, тем более в условиях высокой инфляции, общего экономического кризиса, нестабильности и непредсказуемости экономического развития и аморфного состояния отечественного финансового рынка.

Паевые фонды создавались как институт, призванный прежде всего обеспечить надежность вложения средств населения, что, в свою очередь, предполагало инвестирование средств пайщиков в самые надежные активы. В 1996-1997 гг. таковыми считались государственные ценные бумаги. Кроме этого, в период первичного размещения инвестиционных паев любой фонд, независимо от его инвестиционной декларации, имел право покупать только государственные облигации. Это требование, частично отмененное только в конце 1998 г., являлось одной из причин, по которой несколько фондов не смогли завершить первичное размещение паев летом-осенью 1998 г.

Вместе с тем, уже в течение первого года деятельности паевых инвестиционных фондов им удалось заполнить собственную нишу на российском фондовом рьшке. На 1.11.97г. совокупная стоимость чистых активов ПИФов распределялась следующим образом: 92,6 % приходилась на открытые ПИФы и 7,4 % - на интервальные. Среди открытых ПИФов пайщики фондам, специализирующимся на государственных ценных бумагах (43 %), предпочитали фонды, специализирующиеся на корпоративных ценных бумагах (57 %). Необходимо отметить, что ввиду неразвитости рынка корпоративных облигаций, ПИФы, специализировавшиеся на корпоративных ценных бумагах, фактически оперировали на долевом рьшке ценных бумаг, то есть рынке акций.

Однако, первые фонды работали только с государственными ценными бумагами. До дефолта по ГКО/ОФЗ в августе 1998 г. практически все фонды государственных ценных бумаг, а их было 7, и многие корпоративные фонды вкладывали средства в российские государственные бумаги. Немного позднее появились фонды под управлением управляющих компаний "Кредит Свисс", "Тройка Диалог", "Монтес Аури", "ОФГ-Инвест", начавшие инвестировать средства пайщиков не только в государственные ценные бумаги, но и в акции российских приватизированных предприятий. Появились корпоративные фонды и у компаний "Паллада" и "Пионер". Все эти "фонды первого поколения" в полной мере испытали на себе и подъем рынка в апреле - октябре 1997 г., и последующее его падение, дефолт и реструктуризацию долга по ГКО/ОФЗ, четырехкратное падение рубля, исчезновение с российского рынка иностранных инвесторов и смены правительства.