Харченко, Лариса Павловна. Доверительное управление инвестиционными фондами: теория, методология, практика : диссертация ... доктора экономических наук : 08.00.10 / Харченко Лариса Павловна; [Место защиты: ГОУВПО "Санкт-Петербургский государственный инженерно-экономический университет"].- Санкт-Петербург, 2012.- 364 с.: ил.

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава 1. Теоретико-методологические основы доверительного управления инвестиционными фондами 17**

1.1. Инвестиционные фонды как объект экономического исследования 17

1.2. Становление методологии доверительного управления инвестиционными фондами 37

1.3. Концепция развития доверительного управления инвестиционными фондами в России 55

**Глава 2. Современное состояние и тенденции развития финансового рынка в области доверительного управления инвестиционными фондами в России 81**

2.1. Этапы и ключевые параметры развития финансового рынка в области доверительного управления инвестиционными фондами в России 81

2.2. Проблемы и тенденции развития российского рынка ценных бумаг на современном этапе и их влияние на развитие доверительного управления инвестиционными фондами 119

2.3. Регулирование и надзор в области доверительного управления инвестиционными фондами 136

2.4. Инфраструктура для инвестиционных фондов: особенно сти развития 148

**Глава 3. Развитие институтов коллективного инвестирования, представленных инвестиционными фондами, за рубежом 161**

3.1. Тенденции развития институтов коллективного инвестирования, представленных инвестиционными фондами, в развитых и развивающихся странах 161

3.2. Концептуальный подход к интеграции в области доверительного управления инвестиционными фондами на платформе ЕврАзЭС 198

**Глава 4. Доверительное управление инвестиционными фондами: модели, закономерности, принципы, механизмы развития 210**

4.1. Модели институционального развития доверительного управления инвестиционными фондами 210

4.2. Закономерности и принципы развития доверительного управления инвестиционными фондами в России 237

4.3. Механизмы доверительного управления инвестиционными фондами в России 256

**Глава 5. Приоритеты развития финансового рынка России в области доверительного управления инвестиционными фондами 281**

5.1. Приоритетные меры, направленные на развитие довери тельного управления инвестиционными фондами 281

5.2. Потенциал инвестиционных фондов в экономике: стратегия развития 287

5.3. Оценка развития доверительного управления инвестиционными фондами 307

Заключение 325

Список литературы

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Одним из приоритетных направлений деятельности государственных органов в сфере регулирования финансового рынка Российской Федерации в «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2020 г.» названо внедрение механизмов, обеспечивающих участие многочисленных розничных инвесторов на финансовом рынке и защиту их инвестиций. Механизмом вовлечения розничных инвесторов в операции на финансовых рынках являются паевые инвестиционные фонды (ПИФы), функционирующие на основе предоставления профессиональными управляющими услуг доверительного управления в отношении имущественных комплексов - паевых инвестиционных фондов, учредителями которых являются как розничные, так и институциональные инвесторы.

В процессе привлечения средств инвесторов и управления сформированным имуществом ПИФов решается важная задача экономики - осуществляется трансформация сбережений в инвестиции в условиях ограниченности ресурсов, а объемы инвестиций и их соотношение по объектам инвестирования являются действенным рычагом влияния на экономику, при этом инвесторы получают инструментарий сбережений и накоплений, отличный от банковских вкладов.

Доверительное управление инвестиционными фондами активно развивается за рубежом: в Международную ассоциацию инвестиционных фондов - International Investment Funds Association (UFA), куда входят региональные ассоциации инвестиционных фондов и регулирующие органы финансовых рынков отдельных стран, объединены 55 стран, в том числе, Россия. Согласно статистическим данным Института инвестиционных компаний (США), в выборку которого включается 45 стран, в мире только открытых и интервальных фондов в 2006 г. насчитывалось 61855, в 2007 г. - 66348, в 2008 г. - 68574, в 2009 г. - 67552, в 2010 г. - 69519, в III квартале 2011 г. - 72221, с суммарной стоимостью активов в 2006 г. - 21,8 трлн. долл., в 2007 г. - 26,1 трлн. долл., в 2008 г. -18,9 трлн. долл., в 2009 г. - 23 трлн. долл., в 2010 г. - 24,7 трлн. долл., в III квартале 2011 г - 23,1 трлн. долл. По величине совокупных активов открытых и интервальных инвестиционных фондов, согласно данным Института инвестиционных компаний на III квартал 2011 г., Россия среди 45 стран занимала 39 место.

Государством с наибольшим объемом активов инвестиционных фондов в доверительном управлении являются США. Одним из стимулов

вовлечения граждан США в инвестирование посредством механизма взаимных фондов (аналог ПИФов) явилось становление в США системы долгосрочных накоплений, элементами которой стали разнообразные накопительные счета. Активы взаимных фондов стали крупнейшим компонентом активов на этих счетах: совокупные активы взаимных фондов на индивидуальных пенсионных счетах IRA (individual retirement account) и пенсионных планах с установленными взносами в 2010 г. составили 2,222 трлн. долл. и 2,466 трлн. долл. соответственно.

За последние пять лет состояние финансового рынка в области доверительного управления инвестиционными фондами в Российской Федерации характеризуется удвоением количества управляющих компаний, в доверительном управлении которых находятся инвестиционные фонды, а также ростом числа ПИФов более чем в четыре раза (с 348 в 2007 г. до 1490 в 2012 г.). Активы ПИФов в 2004-2007 гг. выросли в 10 раз и достигли 766,6 млрд. руб., однако впоследствии, в результате мирового финансового кризиса, наблюдалось снижение стоимости чистых активов открытых и интервальных ПИФов. В 2008 г. они показали отрицательную доходность (от минус 40% до минус 80% за год), которая была отчасти скомпенсирована результатами 2009 г. (от 75,6% до 306% за год), в результате чего в начале 2012 г. стоимость чистых активов ПИФов достигла 454,8 млрд. руб. Основной приток средств в 2008-2011 гг. осуществлялся в закрытые ПИФы.

В настоящее время имеются проблемы, тормозящие развитие доверительного управления инвестиционными фондами, связанные с состоянием российского рынка ценных бумаг, низким уровнем доверия населения к финансовому рынку, недостаточным уровнем развития учетной инфраструктуры инвестиционных фондов, и др.

Значимость инвестиционных фондов как институтов коллективного инвестирования, механизмов накоплений и механизмов финансирования рыночной экономики, а также необходимость формирования комплексного подхода к развитию доверительного управления инвестиционными фондами с учетом российской специфики и современных тенденций развития рынка ценных бумаг и определяет актуальность темы диссертационного исследования.

**Степень изученности проблемы.**Многоаспектность изучаемой проблемы обусловливает необходимость ее рассмотрения с различных позиций.

Теоретические основы развития инвестиционных фондов во взаимосвязи и взаимодействии с рынком ценных бумаг представлены в

трудах отечественных и зарубежных ученых, таких как: А.Е. Абрамов, Д.С. Богл, Н.Б. Болдырева, А.Н. Буренин, В.Л. Василенок, А.П. Горяев, М. Дженсен, Н.Г. Доронина, К. Катберсон, Р. Косовски, П.М. Лансков, Б. Малкиел, В.Д. Миловидов, Я.М. Миркин, В.Д. Никифорова, СБ. Рамос, Б.Б. Рубцов, Д.С. Свенсен, Н.Г. Семилютина, Ю. Фама, К. Френч, О.В. Хмыз, А. Хорана, У. Шарп, Д.В. Шопенко, И. Элтон и др.

Теория финансового посредничества, вопросы функционирования финансовых институтов раскрываются в трудах И.Т. Балабанова, О.В. Гончарук, Д.У. Даймонда, П. Дабвига, А.В. Канаева, В.Н. Рыбина, Б.И. Соколова, А.С. Селищева, Т. Тобина и др.

Вопросы сущности экономических механизмов содержатся в работах таких ученых как: Л.И. Абалкин, А.Г. Аганбегян, И.Т. Балабанов, П.Г. Бунич, О.В. Гончарук и др.

Потенциал институциональных финансов в отношении рынка ценных бумаг раскрывается в работах Е.Н. Алифановой, B.C. Золотарева, Э.А. Козловской; институциональные проблемы развития корпоративного сектора исследованы А.Д. Радыгиным, P.M. Энтовым. Различные аспекты функционирования институтов освещаются в трудах зарубежных и отечественных ученых А.А. Аузана, Я. Корнай, Д. Норта, А. Олейника, В.М. Полтеровича, В.Л. Тамбовцева, О. Уильямсона. А.Е. Шаститко и др. Однако проблемы институционального развития доверительного управления инвестиционными фондами не получили достаточной разработки в трудах российских и зарубежных ученых, что предопределяет необходимость научного поиска в данном направлении. Таким образом, недостаточная разработанность теоретических и методологических положений, касающихся доверительного управления инвестиционными фондами, их высокая практическая значимость обусловили выбор предмета, объекта, цели и задач исследования.

**Цель и задачи диссертационного исследования.**Целью диссертационного исследования является разработка теоретических и методологических основ обеспечения развития доверительного управления инвестиционными фондами на основе выявления тенденций, закономерностей, принципов и механизмов, в условиях глобализации мировой экономики.

Для достижения цели были поставлены и решены следующие задачи:

раскрыто сущностное содержание инвестиционных фондов, коллективного инвестирования, определено место доверительного управления инвестиционными фондами на рынке ценных бумаг и в рыночной экономике;

выделены исторические этапы становления доверительного управления инвестиционными фондами на отечественном рынке ценных бумаг; обобщены тенденции и выявлены проблемы развития доверительного управления инвестиционными фондами;

обобщен зарубежный опыт доверительного управления инвестиционными фондами с целью выявления наиболее важных факторов и механизмов их развития; проанализированы изменения в системах регулирования финансовых рынков, касающиеся развития доверительного управления инвестиционными фондами, в связи с негативными последствиями мирового финансового кризиса;

определены методологические основы доверительного управления инвестиционными фондами, что позволило выявить закономерности и принципы его развития, а также разработать и предложить для практического использования в области доверительного управления инвестиционными фондами совокупность принципов;

выявлен комплекс методов и выделена совокупность механизмов доверительного управления инвестиционными фондами, установлены взаимосвязи между выявленными механизмами;

разработан методологический подход, позволяющий

классифицировать модели доверительного управления инвестиционными фондами, моделировать их институциональную динамику; обоснована прогнозная оценка институционального развития доверительного управления инвестиционными фондами в России;

разработана концепция развития доверительного управления инвестиционными фондами, в которой обоснованы приоритеты развития финансового рынка России в области доверительного управления инвестиционными фондами, включающие в себя предложения по развитию системы долгосрочных накоплений в России, компонентом которой могли бы выступать паевые инвестиционные фонды;

разработаны методические положения по оценке развития доверительного управления инвестиционными фондами.

**Предметом исследования**является совокупность экономических отношений, возникающих в процессе доверительного управления инвестиционными фондами.

**Объектом исследования**является доверительное управление инвестиционными фондами на российском и зарубежных финансовых рынках.

**Теоретическую и методологическую основу**диссертационной работы составили фундаментальные и прикладные научные исследования

ведущих отечественных и зарубежных ученых в области теории финансов, институциональной экономики, финансового менеджмента, теории и практики рынка ценных бумаг и инвестиционных фондов.

Методологической базой диссертации являются диалектический, исторический и институциональный походы, позволяющие исследовать проблему в целом и отдельные ее аспекты в динамике, взаимосвязи и взаимообусловленности. При выполнении диссертационного исследования были использованы общенаучные методы и технологии научного познания, в том числе методы абстрагирования, сравнительного, логического функционально-структурного анализа; методы экономико-математического моделирования; методы институционального анализа, которые позволили объективно оценить современное состояние и выявить основные закономерности, механизмы и принципы развития доверительного управления инвестиционными фондами в России.

**Информационной базой исследования**являются нормативные  
правовые акты Российской Федерации, в том числе федеральные законы,  
указы Президента РФ, распоряжения Правительства РФ, нормативно-  
правовые документы Федеральной службы по финансовым рынкам  
(ФСФР) России, директивы Европейского союза, касающиеся схем  
коллективного инвестирования в обращаемые ценные бумаги (UCITS),  
статистические данные ФСФР России, аналитические материалы и  
статистические данные саморегулируемых организаций

профессиональных участников рынка ценных бумаг, управляющих компаний, научных организаций, опубликованные в периодических изданиях, информационных сборниках и обзорах, размещенные на корпоративных, ведомственных и общегосударственных сайтах в сети Интернет, аналитические материалы зарубежных ассоциаций инвестиционных фондов, регуляторов финансовых рынков, статьи зарубежных ученых, опубликованные в зарубежных периодических научных журналах.

**Научная новизна**диссертационного исследования состоит в разработке теоретических и методологических основ доверительного управления инвестиционными фондами и теоретическом обосновании концепции развития доверительного управления инвестиционными фондами в условиях глобализации экономики. Тем самым, впервые решена крупная научно-практическая задача, имеющая принципиальное значение, как для обеспечения развития финансового рынка, так и для социально-экономического развития России.

Наиболее существенные результаты, полученные в диссертационной

работе, и их научная новизна заключаются в следующем:

разработаны теоретико-методологические положения

доверительного управления инвестиционными фондами, включающие в себя: уточнение понятийного аппарата; определение места доверительного управления инвестиционными фондами на рынке ценных бумаг и в рыночной экономике; систематизацию научных теорий, лежащих в основе исследований доверительного управления инвестиционными фондами, а также научных теорий и подходов по проблематике доверительного управления инвестиционными фондами в зарубежной и российской литературе. Аргументировано, что методология доверительного управления инвестиционными фондами в России находится в стадии формирования; уточнены возможности применения институционального подхода к исследованию инвестиционных фондов;

выделены исторические этапы развития доверительного управления инвестиционными фондами в России; выявлены и систематизированы факторы, влияющие на функционирование и развитие доверительного управления инвестиционными фондами, агрегированные в три основные группы: факторы, связанные с состоянием российского рынка ценных бумаг; с уровнем развития механизмов регулирования и надзора в области доверительного управления инвестиционными фондами; с уровнем развития инфраструктуры инвестиционных фондов;

на основе обобщения опыта развитых и развивающихся стран выявлены тенденции развития доверительного управления инвестиционными фондами; определены способы организации доверительного управления инвестиционными фондами: эволюционное развитие или импорт институтов, что было учтено при разработке концепции развития доверительного управления инвестиционными фондами в России;

разработаны теоретические основы институционального развития  
доверительного управления инвестиционными фондами, включающие в  
себя: обоснование моделей доверительного управления инвестиционными  
фондами, где в качестве моделеобразующего фактора выбраны типы  
институциональной структуры доверительного управления

инвестиционными фондами, ранжированные по признакам ее сформированности; построение модели институциональной динамики доверительного управления инвестиционными фондами, позволяющей установить период, в течение которого возможен переход модели с недостаточным уровнем развития институциональной структуры доверительного управления инвестиционными фондами в модель более

высокого порядка; определение закономерности формирования  
институциональной структуры доверительного управления

инвестиционными фондами в направлении сближения ее формальной и неформальной составляющих;

выявлены закономерности, характеризующие развитие

доверительного управления инвестиционными фондами в России: интеграция (встраивание) института доверительного управления инвестиционными фондами в финансовую систему страны; многовариантность развития; неравномерность развития; обусловленность развития потребностями рыночной экономики; наличие барьеров развития: низкий среднедушевой доход населения, высокая волатильность и чрезмерная концентрация российского рынка акций, неравномерность размещения агентской сети на территории страны, слабая координирующая роль биржи в организации вторичного обращения ценных бумаг инвестиционных фондов;

выделены группы принципов организации доверительного управления инвестиционными фондами: государственной политики; регулирования и надзора; защиты инвесторов инвестиционных фондов; организации инвестиционных фондов; управления имуществом инвестиционных фондов. Уточнено толкование, определены направления действия каждого принципа, обосновано влияние выявленной совокупности принципов на развитие доверительного управления инвестиционными фондами;

разработана концепция развития доверительного управления инвестиционными фондами, включающая в себя: выделение этапов развития доверительного управления инвестиционными фондами в России, различных по целям, задачам и средствам реализации; цель, основные положения, принципы решаемых задач концепции; приоритеты развития финансового рынка России в области доверительного управления инвестиционными фондами; критерий эффективности развития доверительного управления инвестиционными фондами, определена траектория развития доверительного управления инвестиционными фондами, зависящая от институционального развития финансового рынка; уровня информационно-технологического развития экономики; вовлеченности инвестиционных фондов в систему долгосрочных накоплений населения;

определены приоритетные направления развития доверительного управления инвестиционными фондами в России, заключающиеся в развитии риск-менеджмента, формировании бренда «коллективных

инвестиционных фондов» и создании общедоступной системы раскрытия информации о них, расширении налоговых стимулов для акционерных инвестиционных фондов; повышении порога участия страховых компаний в ПИФах; формировании направлений и правил коммуникаций между управляющими компаниями и институциональными инвесторами по вопросам инвестирования в ПИФы. Обоснована целесообразность с позиции развития в стране системы долгосрочных накоплений введения индивидуальных инвестиционных сберегательных счетов для финансирования гражданами дополнительного пенсионного обеспечения и образования, значимым компонентом которой должны стать инвестиционные паи ПИФов. Обосновано, что в целях совершенствования доверительного управления инвестиционными фондами должны получить дальнейшее развитие следующие механизмы: компенсационный - для возмещения ущерба от реализации нерыночных рисков инвесторам ПИФов; биржевого обращения инвестиционных паев; дистрибуции инвестиционных паев;

разработаны методические основы интеграции стран-участниц СНГ в  
области доверительного управления инвестиционными фондами на  
платформе ЕврАзЭс, включающие в себя внедрение новых механизмов  
взаимодействия в области информационного обмена, направленных на  
гармонизацию национальных законодательных нормативно-правовых  
актов; обмен технологиями учета иностранных ценных бумаг с целью  
возможности инфраструктурного обслуживания иностранных

инвестиционных фондов;

развиты методические положения по оценке индикатора развития  
доверительного управления инвестиционными фондами,

основывающегося на расчете количественно измеряемых показателей, помимо показателей, предусмотренных при мониторинге коллективных инвесторов, осуществляемом ФСФР. Впервые предложено оценивать предложенные показатели в комплексе, что позволяет определять вектор развития доверительного управления инвестиционными фондами в течение заданного интервала времени, и отслеживать динамику отдельных показателей.

**Теоретическая и практическая значимость результатов**диссертационной работы заключается в том, что разработанная автором концепция развития доверительного управления инвестиционными фондами развивает теорию финансов в части теории, методологии, закономерностей развития финансовых институтов. Авторские теоретические положения доведены до конкретных методических и

практических разработок и рекомендаций, имеющих важное народнохозяйственное значение - обеспечение выполнения инвестиционными фондами функции трансформации сбережений в инвестиции.

Разработанные в диссертации научные положения и практические рекомендации могут быть использованы:

Федеральной службой по финансовым рынкам при разработке стратегий и программ развития финансового рынка;

саморегулируемыми организациями при формировании

предложений по изменениям федерального законодательства в области доверительного управления инвестиционными фондами;

управляющими компаниями и специализированными агентами при разработке механизмов привлечения инвесторов.

Результаты исследования используются в учебном процессе при разработке учебных программ и чтении курсов лекций по дисциплинам «Финансовый менеджмент в инвестиционных фондах», «Рынок ценных бумаг», «Управление портфелем ценных бумаг» в ФГБОУ ВПО «Санкт-Петербургский государственный инженерно-экономический университет».

**Апробация работы.**Результаты и выводы диссертационного исследования прошли апробацию и получили положительную оценку на научных конференциях, экономических форумах международного, федерального и межвузовского уровня в 2004-2011 гг. в городах: Санкт-Петербург (2004 - 2011 гг.), Сочи (2009 г.), Калининград (2009, 2011 гг.), Ташкент (2010 г.), Минск (2010 г.), Москва (2011 гг.), Томск (2011 гг.), Омск (2011 г.), Иркутск (2011 г.).

**Публикации.**По результатам исследования автором опубликованы 3 монографии (14,5 п.л.), 15 статей в рецензируемых научных журналах, рекомендованных ВАК (8,94 п.л.), 33 научные статьи, доклады и тезисы к научно-практическим конференциям, форумам, семинарам (9,54 п.л.).

**Структура диссертационной работы.**Структура и

последовательность изложения материала в диссертации определены целью, задачами и логикой исследования. Композиционно диссертационное исследование состоит из введения, пяти глав, заключения, списка литературы, при этом работа содержит схемы, рисунки, таблицы, диаграммы, формулы.

Во *введении*обоснована актуальность темы диссертационного исследования, определены цель и задачи исследования, его предмет и объект, методологическая и информационная база, научная новизна и практическая значимость.

В первой главе - *«Теоретико-методологические основы доверительного управления инвестиционными фондами» -*уточнен понятийный аппарат доверительного управления инвестиционными фондами, систематизированы основополагающие теории и специфические направления исследований инвестиционных фондов, обоснована концепция развития доверительного управления инвестиционными фондами.

Во второй главе - *«Современное состояние и тенденции развития финансового рынка в области доверительного управления инвестиционными фондами в России» -*выделены и охарактеризованы этапы развития доверительного управления инвестиционными фондами в России; выявлены ключевые параметры доверительного управления инвестиционными фондами; определены особенности развития инфраструктуры инвестиционных фондов; обобщены методы регулирования и надзора в области доверительного управления инвестиционными фондами; обоснован концептуальный подход к созданию компенсационного фонда для защиты инвесторов от нерыночных рисков в виде общества взаимного страхования.

В третьей главе - *«Развитие институтов коллективного инвестирования, представленных инвестиционными фондами, за рубежом» -*обобщен опыт развития доверительного управления инвестиционными фондами в США, странах Европы, Азии, ближнего зарубежья, выявлены факторы и условия развития инвестиционных фондов в исследованных странах; определены направления влияния мирового финансового кризиса на доверительное управление инвестиционными фондами в США и европейских странах; проанализированы изменения в системах регулирования финансовых рынков, направленные на повышение стабильности мировой финансовой системы; предложен концептуальный подход к интеграции национальных рынков ценных бумаг в области доверительного управления инвестиционными фондами стран-участниц СНГ на платформе ЕврАзЭс.

В четвертой главе - *«Доверительное управление инвестиционными фондами: модели, закономерности, принципы, механизмы развития» -*на основе обобщения факторов исторического развития доверительного управления инвестиционными фондами выделены страновые субмодели; смоделирована динамика институционального развития доверительного управления инвестиционными фондами; сформулированы закономерности и обобщены принципы, выявлены механизмы, определяющие развитие доверительного управления инвестиционными фондами в России.

В пятой главе - *«Приоритеты развития финансового рынка России в области доверительного управления инвестиционными фондами» -*обоснованы концептуальные подходы к развитию доверительного управления инвестиционными фондами в России на ближайший период (1-3 года); конкретизированы предложения, касающиеся внедрения в практику финансового рынка индивидуальных пенсионных и образовательных сберегательных счетов, обоснован потенциал использования закрытых паевых инвестиционных фондов в экономике; предложены методические положения по оценке развития доверительного управления инвестиционными фондами.

В *заключении*изложены основные результаты диссертационного исследования.

## Становление методологии доверительного управления инвестиционными фондами

В Толковом словаре «Финансы» мы находим следующее определение «Инвестиционный траст (инвестиционная компания) - компания, которая инвестирует средства, получаемые от своих акционеров, в самые разнообразные ценные бумаги. Ее прибыли образуются за счет приносимых доходов этими ценными бумагами и увеличения капитала» [104, с. 218-219]. Не делают различий между понятиями «инвестиционная компания» и «инвестиционный траст» и авторы словаря «Экономика» под редакцией Дж. Блэка. Инвестиционную компанию (инвестиционный траст) они определяют как компанию, которая «...инвестирует средства своих акционеров в портфель ценных бумаг» [49, с. 404].

Характеризуя фондовые рынки зарубежных стран, известный российский профессор Б.Б. Рубцов уточняет, что среди инвестиционных компаний наиболее распространены так называемые управленческие компании, которые делятся на открытые инвестиционные компании (взаимные фонды, англ. - mutual funds) и закрытые инвестиционные компании; кроме того, поясняет автор, выделяют еще две разновидности инвестиционных компаний - биржевые фонды и паевые инвестиционные трасты [87, с. 168-169]. Т.о. в США особые инвестиционные компании (управляющие аккумулированными средствами инвесторов - фондами) являются инвестиционными фондами. Добавим, что характеризуя фондовый рынок Германии, Б.Б. Рубцов один из параграфов назвал «Инвестиционные компании (фонды)», подтверждая тем самым, что между терминами «инвестиционные компании» и «инвестиционные фонды» в определенных случаях наблюдается полное совпадение.

Итак, сформулируем следующий вывод: и термин «инвестиционная компания», и термин «инвестиционный траст» могут быть синонимами термину «инвестиционный фонд». Термин «инвестиционная компания» применим в тех случаях, если такая компания выпускает, либо от своего имени, ли бо от имени фонда ценные бумаги, и на полученные от этих бумаг средства осуществляет доверительное управление аккумулированными средствами. Если говорить точнее, то инвестиционный фонд - это особая инвестиционная компания, созданная для осуществления функции доверительного управления объединенным пулом активов.

Термин «инвестиционный фонд» может быть определен еще точнее, если учесть, к какому типу по правовой природе фонд, или группа фондов, принадлежат. Известны корпоративная форма (когда инвестиционный фонд учреждается в виде акционерной компании, которая выпускает и выкупает собственные акции), инвестиционные фонды в форме траста (функции доверительного управления имуществом фонда и его хранения и учета разделены; цена акции определяется на базе стоимости чистых активов фонда) и контрактные (номинальным держателем ценных бумаг является кастодиан (депозитарий), инвесторы фонда являются его участниками, и ценная бумага, удостоверяющая долю участия инвестора в фонде, дает ему лишь право при выходе из фонда требовать средства в денежном выражении в размере его доли участия в совокупных активах фонда, которая оценивается исходя из рыночной оценки входящих в фонд активов).

Коллектив авторов Финансово-кредитного энциклопедического словаря под общей редакцией профессора А.Г. Грязновой, дает следующее определение: инвестиционный фонд - это «... участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по аккумулированию денежных средств инвесторов (преимущественно мелких) с целью последующего инвестирования в ценные бумаги и иные финансовые инструменты для получения дохода. Одна из форм коллективного инвестирования. И.ф., выступая на рынке в роли посредника финансового, мобилизует средства инвестора путем выпуска собственных ценных бумаг (как правило, акций или инвестиционных паев)» [99, с. 360-361].

По нашему мнению, данное определение следует уточнить, во-первых, в той части, где утверждается, что инвестиционный фонд - участник рынка ценных бумаг. За десятилетие, прошедшее с момента выхода словаря, произошло качественное расширение области доверительного управления инвестиционными фондами - объекты инвестирования инвестиционных фондов вышли за границы рынка ценных бумаг. В настоящее время инвестиционные фонды являются полноправными участниками рынка недвижимости (фонды недвижимости), денежного рынка (фонды денежного рынка), кредитного рынка (кредитные фонды), рынка предметов искусства (фонды художественных ценностей) и др. Во-вторых, в инвестиционных фондах на современном этапе могут быть аккумулированы не только денежные средства, но и другое имущество.

Российский ученый А.Е. Абрамов, подготовивший наиболее полное учебное пособие, посвященное инвестиционным фондам, обращая внимание на множественность определений инвестиционного фонда, отмечает следующее: «В литературе и законодательных актах под инвестиционными фондами понимаются совершенно разные объекты - организации, имущественные комплексы, предприятия, финансовые продукты, финансовые посредники и общественные отношения» [36, с. 51-52]. Множественность подходов к определению инвестиционного фонда А.Е. Абрамов объясняет тем, что многие определения принимают во внимание лишь отдельные аспекты деятельности инвестиционных фондов, и мы разделяем данную точку зрения.

По мнению ученых, изучивших юридические аспекты функционирования инвестиционных фондов за рубежом, Дорониной Н.Г. и Семилютиной Н.Г., «Инвестиционные фонды являются правовой конструкцией, созданной для обеспечения коллективного инвестирования, предоставляя максимум гражданско-правовых гарантий участникам инвестиционного фонда - инвесторам» [62, с.76]. Правовая конструкция - модель урегулированных правом общественных отношений и их элементов.

## Проблемы и тенденции развития российского рынка ценных бумаг на современном этапе и их влияние на развитие доверительного управления инвестиционными фондами

Стимулом развития, наиболее значащим фактором является рост общеэкономической конъюнктуры рынка - на рисунке в качестве прокси (замещающей переменной) общеэкономической конъюнктуры представлен рыночный индекс с широкой базой - в динамике, условно выделены зоны финансово-экономических кризисов, вызывающих снижение эффективности развития отрасли инвестиционных фондов.

Другим фактором, влияющим на развитие траектории доверительного управления инвестиционными фондами, как сегмента финансового посред ничества, является траектория его институционального развития. Формальная и неформальная составляющие институциональной структуры доверительного управления инвестиционными фондами, воздействуют друг на друга в направлении их сближения, что вызывает институциональные изменения на финансовом рынке, которые непосредственным образом воздействуют на рост потенциала финансового рынка в области доверительного управления инвестиционными фондами. Изменения в институциональной структуре создают предпосылки для возникновения информационно-технологических инноваций в области доверительного управления инвестиционными фондами. Поэтому траектории инновационного развития в области доверительного управления инвестиционными фондами можно рассматривать как третью составляющую, воздействующую на траекторию развития исследуемого сегмента финансового посредничества.

Условно на графике нанесены три траектории инновационного развития в сфере инвестиционных фондов; влияние каждой из них будет выражаться в том, что траектория развития доверительного управления инвестиционными фондами устремляется вверх: применение инноваций к функционированию инвестиционных фондов вызывает приток инвесторов в инвестиционные фонды, снижение транзакционных издержек инвесторов. Инновации, примененные к функционированию инвестиционных фондов, в свою очередь, также вызывают изменения траектории институционального развития доверительного управления инвестиционными фондами: внедрение информационных технологий ускоряет процессы развития неформальной составляющей институциональной структуры доверительного управления ин-вестиционнысм - для индивидуальных инвесторов улучшаются условия получения опыта инвестирования с помощью механизма инвестиционных фондов; складываются традиции, касающиеся такого инвестирования.

С учетом многоаспектности проблем рынка ценных бумаг в России, разнообразия задач, которые возможно решить с помощью инвестиционных фондов, если рассматривать их в качестве механизмов инвестирования системы долгосрочных накоплений финансовых ресурсов, решение проблемы развития доверительного управления инвестиционными фондами в России можно представить в виде концепции.

При определении цели концепции предлагается увязать развитие доверительного управления инвестиционными фондами с построением в России системы долгосрочных накоплений финансовых ресурсов.

Содержание сущности развития доверительного управления инвестиционными фондами как элемента системы долгосрочных накоплений предопределяет этапы развития доверительного управления инвестиционными фондами в России, которые будут различны по целям, задачам и средствам реализации: 1 этап: анализ ключевых параметров рынка ценных бумаги его потенциала для развития доверительного управления инвестиционными фондами; уровня институционального развития доверительного управления инвестиционными фондами; уровня технологического развития учетной инфраструктуры и информационной инфраструктуры для инвестиционных фондов; 2 этап: обоснование целей развития финансового рынка, способствующих развитию доверительного управления инвестиционными фондами; 3 этап: внедрение эффективных механизмов, способствующих достижению целей, сформулированных на этапе 2.

Отметим, что первый этап является опредлеляющим, с точки зрения, формирования стратегии развития доверительного управления инвестиционными фондами, т.к. позволяет учесть все факторы и условия внешней среды.

Обоснование целей развития, которое происходит на втором этапе, позволяет выделить главную миссию инвестиционных фондов - трансформацию накоплений в инвестиции.

Под целью развития доверительного управления инвестиционными фондами будем понимать научно обоснованный, выраженный качественно и количественно результат развития финансовых отношений между финансовыми институтами, занятыми в организации доверительного управления инвестиционными фондами, и инвесторами (как индивидуальными, так и институциональными), который намечается достигнуть в конкретный период времени. Цель должна, с одной стороны, характеризовать направление развития доверительного управления инвестиционными фондами в определенный период времени (качественная характеристика цели), с другой стороны, цель определяет желаемое состояние, которое должно быть достигнуто в области доверительного управления инвестиционными фондами через определенный промежуток времени (количественная характеристика цели).

Цели каждого участника доверительного управления инвестиционными фондами - финансовых посредников, управляющих активами фонда; инфраструктурных организаций, государства; инвесторов, - частично пересекаются, частично различны. Цель развития доверительного управления инвестиционными фондами должна учитывать интересы всех заинтересованных сторон. Только при сочетании интересов финансовых посредников с интересами инвесторов и государства возможно стабильное развитие данного сегмента финансового посредничества.

Заключительным этапом является разработка и внедрение механизмов, способствующих развитию доверительного управления инвестиционными фондами.

С учетом наличия проблем рынка ценных бумаг в России, разнообразия задач, которые возможно решать с помощью инвестиционных фондов, решение проблемы развития доверительного управления инвестиционными фондами в России можно представить в виде концепции.

## Концептуальный подход к интеграции в области доверительного управления инвестиционными фондами на платформе ЕврАзЭС

Описание первого этапа, связанного с фунционированием чековых инвестиционных фондов, мы фактически описали ранее.

Второй этап характеризовался высокой монополизацией доверительного управления инвестиционными фондами. Вплоть до конца 1999 года доля активов под управлением крупнейшей управляющей компании превышала 85%, а доля пяти крупнейших - 95% (рис. 2.4)

За 1996 - 1999 годы прирост количества управляющих компаний составлял, от 12,5% до 71% в год, однако в абсолютном выражении прирост управляющих компаний был незначительным. Почти неизменным оставалось количество специализированных депозитариев. Количество открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов в сумме достигло 32 (табл. 2.4). По данным предшественницы ФСФР - Федеральной комиссии по ценным бумагам (ФКЦБ), к концу 1999 года количество пайщиков (без учета инвесторов, ставших пайщиками в результате преобразования чековых инвестиционных фондов в паевые инвестиционные фонды) не превышало 10 тыс. человек. Основная часть управляющих компаний была сосредоточена в Москве, и в меньшей степени - в Санкт-Петербурге, единичное число компаний было представлено региональными компаниями.

Второй этап, начало которого можно отнести к 2000 году, совпал с периодом реформирования рынка ценных бумаг. На начальном этапе развития доверительного управления инвестиционными фондами основное значение придавалось созданию правил поведения. Регулирующий орган - ФКЦБ -сталкивалась с необходимостью устранения пробелов правового регулирования. Главным итогом реформы стало появление в ноябре 2001 года Федерального закона «Об инвестиционных фондах», обеспечившего комплексное регулирование отношений, связанных с доверительным управлением инвестиционными фондами.

Новый закон содержал добавление к существовавшим на тот период открытым и интервальным фондам ПИФов нового типа - закрытых паевых инвестиционных фондов (ЗПИФ). Кроме того, управляющие компании получили возможность выводить паи фондов, находившихся под их управлением, на биржу. Таким образом, новый закон создал стимул для организации вторичного обращения инвестиционных паев.

В законе впервые была реализована возможность закрепления за определенными фондами перечня заранее определенных объектов инвестирования - для лучшего понимания инвесторами инвестиционных стратегий, используемых управляющими компаниями при создании и управлении фондами. В законе такое закрепление получило название «категория» фонда, что с нашей точки зрения не вполне корректно.

Чтобы избежать двусмысленности в употреблении термина «категория», мы используем термин «разновидность» инвестиционного фонда, понимая под ним классификацию фондов по совокупности доступных фонду объектов инвестирования.

Четвертый этап (2004-2007 гг.) развития доверительного управления инвестиционными фондами в России характеризовался ростом числа управляющих компаний, заметным ростом количества паевых инвестиционных фондов, увеличением совокупной стоимости чистых активов ПИФов, а также повышением доступности этих институтов для осуществления инвестиций, для реализации различных инвестиционных проектов.

В 2004 г. была упразднена ФКЦБ - ее полномочия по регулированию деятельности инвестиционных фондов были переданы вновь созданной Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР) [13]. Совокупные активы инвестиционных фондов за период 2004-2007 гг. выросли в 10 раз и достигли 766,6 млрд. руб. Количество ПИФов увеличилось в 6,4 раза и составило к концу 2007 года 875 [285]. 2007-й год характеризовался появлением большого количества отраслевых паевых инвестиционных фондов - 96 против 28 годом ранее (табл. 2.5).

В 2006 году ПИФы, как институт коллективного инвестирования, получили распространение среди населения на фоне благоприятной макроэкономической ситуации и растущего рынка ценных бумаг. По данным Национальной лиги управляющих, суммарный приток средств инвесторов в открытые и интервальные паевые инвестиционные фонды составил более 1 млрд. долл. США - 47,4 млрд. руб. или 1,8 млрд. долл. США, а в закрытые паевые инвестиционные фонды, используемые крупными инвесторами для реализации инвестиционных проектов, приток средств достиг уровня 36,2 млрд. руб. или 1,4 млрд. долл. США, что в несколько раз превысило показатели предыдущих лет. Прирост стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов в 2006 г. составил 234 763,6 млн. руб. или 126,8% [315].

Приток средств инвесторов продолжался вплоть до второго квартала 2007 г., и лишь начиная с этого момента, начался отток средств из ПИФов. В течение апреля-декабря 2007 г., 16 управляющих компаний потеряли более 100 млн. рублей каждая, 5 компаний - более 200 млн. рублей, 1 - более 300 млн. рублей, 1 - более 400 млн. рублей, 2 - более 900 млн. рублей и еще две -по несколько миллиардов [281].

Рост количества инвестиционных фондов в 2000-2006 гг. сопровождался увеличением числа организаций учетной инфраструктуры: за период 2000-2006 гг. количество специализированных депозитариев выросло в 14 раз, достигнув числа 57.

Третий и четвертый периоды развития инвестиционных фондов характеризуются усилением конкуренции между управляющими компаниями: за период 2000-2006 гг. доля активов открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов под управлением пяти крупнейших управляющих компаний снизилась с 91 до 57,7% (рис. 2.4), доля 10 крупнейших управляющих компаний - с 97% до 73%.

В течение четвертого периода развития доверительного управления инвестиционными фондами было организовано вторичное биржевое обращение инвестиционных паев на базе ФБ ММВБ и Фондовой биржи РТС (табл.2.6). Технологическая схема сделок с инвестиционными паями на бирже аналогична схеме, по которой осуществляются торги акциями и корпоративными облигациями.

## Закономерности и принципы развития доверительного управления инвестиционными фондами в России

В России в полномочия ФСФР, как надзорного органа, входит право приостанавливать действия лицензий в административном порядке - на срок или бессрочно и отзывать (аннулировать) лицензии у поднадзорных объектов. ФСФР также обладает рычагами воздействия, связанными с применением КоАП РФ за правонарушения, перечисленные в ст. 15.23.1. 15.29.

Анализ показал, что все принципы, за исключением 10, нашли отражение в ФЗ «Об инвестиционных фондах».

Отметим, что в отношении концентрации риска ФСФР издает Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов, обеспечивающее диверсификацию активов и, как следствие, препятствующее концентрации риска [25]. По сравнению с зарубежным законодательством (в США - Законом об Инвестиционных фондах 1940 г.; в европейских странах - в соответствии с Директивой UCITS III), в котором зафиксировано, что доля одного финансового инструмента должна составлять не более 5% (для европейских инвестиционных фондов при определенных условиях допускается повышение доли одного финансового инструмента до 10%), в России, согласно Положению о составе и структуре активов, допускается иметь до 15% одного финансового инструмента в составе имущества инвестиционного фонда.

Т.о. можно констатировать, что регулирующий орган принимает во внимание сложившуюся ситуацию с высокой концентрацией рынка акций в России, а также небольшим количеством торгуемых финансовых инструментов, и формулирует более слабые институциональные ограничения в отношения концентрации риска, по сравнению с таковыми в США и Европе.

Анализ показал [222], что основной формой приспособления к законодательно установленным институциональным ограничениям является вынужденная замена активов в портфеле. На практике это влечет за собой издержки в виде комиссии брокеру за продажу одного актива, покупку другого актива; так называемое «проскальзывание цены» - потери, которые образуются из-за разницы между ценой, по которой планировалось купить или продать актив в момент принятия решения, и реальной ценой исполнения сделки на бирже, и др. Норматив в 5%, будь он установлен для российских инвестиционных фондов, не решая задачу диверсификации в полной мере (поскольку высока концентрация на рынке акций, и российские доверительные управляющие имеют в распоряжении ограниченный набор объектов инвестирования), способствовал бы существенному увеличению дополнительных издержек. Поэтому полагаем, что максимальная доля на один финансовый инструмент в пределах 15% на современном этапе развития российского финансового рынка является вполне разумным показателем, учитывающим реалии рынка, и решающим задачи диверсификации. По мере естественного роста числа эмитентов эта доля может быть снижена до 10%.

В отношении требований к капиталу установлен норматив достаточности собственных средств управляющей компании, осуществляющей деятельность по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами - с 01.07.2011 он составляет 80 млн. руб. [22].

В отношении инвесторов рынка ценных бумаг в России действует специальный Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», однако к инвесторам паевых инвестиционных фондов данный закон не применяется, поскольку инвестиционные паи ПИФов не являются эмиссионными ценными бумагами, а настоящим законом защищаются интересы инвесторов, объектами инвестирования которых являются эмиссионные ценные бумаги [6, ст. 1]. Однако в рамках законопроекта поправок к данному закону вносится статья, предусматривающая создание компенсационного фонда, и определяющая основные условия его создания. В числе организаций, которые должны будут, согласно закону, создавать компенсационные фонды в целях возмещения убытков физическим ли 142 цам, не являющимся квалифицированными инвесторами, причиненных им в результате несостоятельности (банкротства) этих организаций, упоминаются управляющие компании паевых инвестиционных фондов [31]. Компенсационные механизмы защиты инвесторов инвестиционных фондов Оказывая услуги доверительного управления инвестиционными фондами, управляющие компании обязаны следовать правилам риск-менеджмента, сокращая рыночные риски, одновременно предусматривая механизм компенсации инвесторам нерыночных рисков.

В России для управляющих компаний нет законодательно установленных или рекомендованных к применению саморегулируемой организацией стандартов риск-менеджмента. В исследовании рейтингового агентства «Эксперт» отмечается, что комплексная система риск-менеджмента присутствует лишь у 50-60% управляющих компаний [328, с. 2].

Крайне полезными для решения проблемы по формированию стандартов риск-менеджмента для управляющих компаний в России считаем инициативы, предпринятые в 2009 г. Комитетом Европейских регуляторов ценных бумаг, направленные на формирование целостной системы риск-менеджмента в компаниях, осуществляющих деятельность по доверительному управлению предприятиями коллективного инвестирования. В документе «Принципы риск-менеджмента для предприятий коллективного инвестирования в обращаемые ценные бумаги» сформулированы контуры принципов управления рисками и план стандарта ключевых элементов процесса управления рисками, возникающими в процессе деятельности по доверительному управлению предприятиями коллективного инвестирования (табл. 2.15). На уровне саморегулируемой организации - НП Национальная лига управляющих - могли бы быть приняты подобные стандарты, обязательные для членов СРО.