УДК 336.761

# АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В ПАЕВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ

**Л.Д. ПАНКРАТОВА**[1)]

*[1)]Воронежский государственный аграрный университет им. К.Д. Глинки*

*e-mail: larochka567@mail.ru*

В статье обоснована актуальность инвестирования в паевые инвестиционные фонды. Выделены основные проблемы, связанные с деятельностью паевых инвестиционных фондов: указано на недостаток достоверной информации, отражающей различные аспекты деятельностью фондов; проанализированы издержки, связанные с инвестированием в паевые инвестиционные фонды; показана проблема дистрибуции паев паевых инвестиционных фондов; исследована проблема диверсификации портфеля фондов; отмечен недостаток специалистов в отрасли паевых инвестиционных фондов.

Ключевые слова: инвестиции, паевой инвестиционный фонд, издержки, диверсификация, инвестиционный портфель.

В последние десять лет в России активно развивается рынок коллективных инвестиций. Доходность, демонстрируемая управляющими паевыми инвестиционными фондами, привлекает внимание как мелких, так и крупных частных инвесторов. Спрос на новые инвестиционные продукты, помимо показываемой ими доходности, был вызван и другими факторами, а именно: ростом российского фондового рынка, низкой процентной ставкой по рублевым депозитам, сопоставимой с уровнем инфляции, падением курса доллара.

По состоянию на 29 декабря 2006 года суммарная стоимость чистых активов (СЧА) российских паевых инвестиционных фондов (ПИФов) всех типов и категорий составила 418,33 млрд. рублей. По курсу ЦБ, это соответствует 15,86 млрд. долларов или 12,08 млрд. евро. Прирост за год составил, соответственно, 80%, 96% и 77%.

*Таблица 1*

***Динамика объема рынка паевых инвестиционных фондов в России***

| | | млн. рублей | млн. долларов | млн. евро |
|---|---|---|---|---|
| СЧА | 2005 г. | 232984,88 | 8092,56 | 6817,67 |
| | 2006 г. | 418334,04 | 15858,64 | 12081,88 |
| прирост | В абсолютном выражении | 185349,16 | 7766,08 | 5264,21 |
| | % | 79,55 | 95,97 | 77,21 |

Однако согласно прогнозам, это только начало бурного роста для российских ПИФов, так как в сравнении с другими активно развивающимися странами отрасль существенно недоразвита. Так, если рассматривать среднее значение стоимости чистых активов по фондам на душу населения в Мексике, Чили и Польше, то оно на конец 2005 года было больше аналогичного значения России в 35 раз. При том, что среднее значение ВВП на душу населения (по паритету покупательной способности) в этих странах было больше российского лишь в 1,06 раза, огромная разница не была компенсирована в 2006 году[1].

В течение 2006 года на рынок вышло 252 новых паевых инвестиционных фонда. Общая численность действующих ПИФов достигла 614[2].

---

[1] Киселев Е., Обухова Е. // Мечты сбылись. «D'». 2007. №1. Опубликовано www.expert.ru

[2] http:// www.investfunds.ru

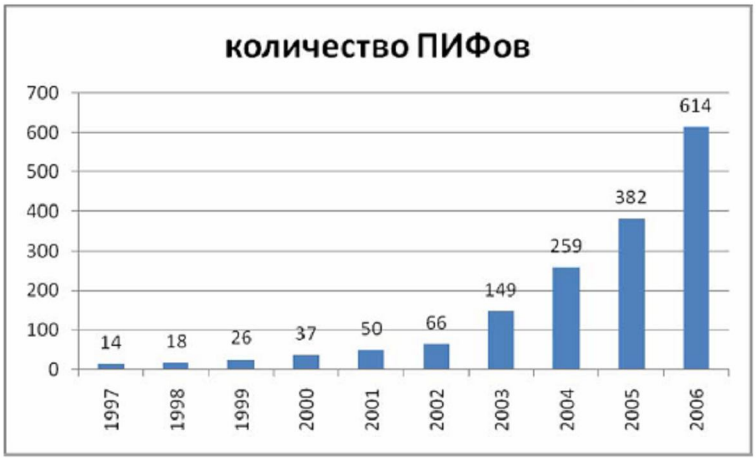


*Рис.1.* Количество работающих ПИФов в России

По состоянию на 29 декабря 2006 года работающими паевыми инвестиционными фондами в России управляли 178 компаний[3].

Все вышесказанное определяет актуальность паевых инвестиционных фондов и вызывает настоятельную необходимость изучения теоретических аспектов и практических основ инвестирования в фонды.

Рынок коллективных инвестиций в России сравнительно молод, еще не отлажен до конца механизм его работы. Вследствие этого существует ряд задач, требующих внимания со стороны участников рынка коллективных инвестиций, и, в первую очередь, Финансовой службы по финансовым рынкам как органа, контролирующего деятельность инвестиционных фондов.

Изучив особенности и механизм функционирования российских паевых фондов, мы выделили основные проблемы, негативно сказывающиеся на его развитии:

1. Информационная закрытость большинства управляющих компаний и, как следствие, отсутствие единой базы достоверных данных о деятельности фондов.
2. Высокие операционные издержки по доверительному управлению имуществом.
3. Проблема дистрибуции паев инвестиционных фондов.
4. Слабая диверсифицированность портфелей российских паевых фондов.
5. Недостаток квалифицированных кадров в отрасли коллективных инвестиций.

1. Одной из проблем отечественного рынка коллективных инвестиций является недостаток информации, касающейся деятельности паевых инвестиционных фондов. Контроль полноты и правильности публикуемой отчетности паевых инвестиционных фондов на постоянной основе не осуществляется. Положение об отчетности акционерного инвестиционного фонда и отчетности управляющей компании паевым инвестиционным фондом, утвержденное постановлением ФКЦБ России от 22.X.2003 №03-41/пс, предусматривает обязательное представление отчетности управляющих компаний в регулирующие органы, но не указывает состав этой информации и порядок ее публичного раскрытия. В этих условиях инвесторы часто не имеют информации, существенной для понимания рисков и доходности инвестиций в инвестиционные паи, и руководствуются в значительной мере субъективными оценками.

В настоящий момент основным источником данных о паевых фондах являются разнообразные веб-сайты, в том числе и сайты самих управляющих компаний. Однако, несмотря на обилие сайтов, «пестрящих» информацией о стоимости паев и размере стоимости чистых активов (СЧА) фондов, нет никакой уверенности относительно полноты и точности данных. Аналитики, составители рейтингов управляющих компаний и фондов,

---

[3] Там же.

для которых эти сведения принципиально важны, отмечают, что в любой статистике множество ошибок и недочетов и ее приходится перепроверять. Можно сказать, что на сегодняшний день в России отсутствует единый банк данных, содержащий абсолютно достоверную статистическую информацию по всем паевым инвестиционным фондам.

«Интерфакс – Центр экономического развития» («Интерфакс - ЦЭА») проводил исследование информационной открытости отечественных управляющих компаний[4]. В ходе него эксперты оценивали, насколько полно представлены данные о работе управляющих компаний и паевых фондов на сайтах компаний. Результаты исследования показали, что треть российских компаний не раскрывают даже ту информацию, которую обязаны публиковать по закону. Неохотнее всего управляющие рассказывают об инвестиционных стратегиях, результатах аудита финансовой отчетности, а также о размере своего вознаграждения. Многие управляющие компании несвоевременно размещают на своих сайтах ежеквартальную бухгалтерскую отчетность, а некоторые вообще отрицают надобность в этом. Кроме того, та информация, которая все-таки подлежит раскрытию, иногда не соответствует законодательным требованиям.

Согласно законодательству, управляющие компании обязаны публиковать финансовую отчетность на своем сайте в течение одного года или даже более короткого промежутка времени, по истечении которого ее разрешается убирать. Это касается также стоимости паев и размера СЧА. Вследствие этого ни инвесторы, ни аналитики не могут сравнить данные за разные периоды времени и проанализировать динамику бизнеса управляющих компаний.

Сегодня существует достаточно опасная ситуация, когда управляющая компания публично по тому или иному фонду объявляет свою инвестиционную стратегию, и инвестор ориентируется на эти заявления, но подтверждения тому, выполняются ли данные заявления, он не имеет. Если взять ежеквартальные отчеты о составе и структуре СЧА паевых фондов, можно найти случаи, когда публичные заявления компании не соответствуют тому, что находится в портфеле фонда. Соответственно, отсутствует возможность проанализировать те риски, которые несет инвестор исходя из фактического портфеля фонда.

Для российского рынка паевых инвестиционных фондов характерна проблема информационной асимметрии, заключающейся в том, что компании представляют общественности и ФСФР разную информацию. Например, по правилам раскрытия информации, установленным ФСФР, управляющие компании должны направлять отчет о владельцах паев инвестиционных фондов в ФСФР, но не обязаны представлять его широкой общественности. В то же время этот отчет несет очень важную информацию для аналитиков и инвесторов, так как вход или выход крупного пайщика сильно отражается на СЧА и на стоимости пая.

Главное неудобство всех заинтересованных сторон - невозможность черпать всю необходимую информацию из единого открытого источника, сопоставлять ее и сравнивать управляющие компании и паевые инвестиционные фонды между собой по разным параметрам. Желательно было бы сводить в одно место не только количественную, но и качественную информацию по рынку коллективных инвестиций. За рубежом государство не занимается сбором текущей рыночной информации – это функция частных информационных агентств. Но государство может заниматься созданием информационной системы по образцу EDGAR (система раскрытия информации в США), то есть сбором и публикацией проспектов эмиссии и отчетности эмитентов, в том числе о взаимных фондах[5].

Ввиду вышесказанного нам представляется важным, чтобы основной регулятор деятельности паевых инвестиционных фондов – Финансовая служба по финансовым рынкам – более активно контролировала процесс и качество информационного раскрытия участников рынка. В этом смысле было бы полезно обратиться к зарубежному опыту и наладить деятельность саморегулируемых организаций, которые требовали бы от своих членов полного раскрытия информации. Когда усилится конку-

---

[4] Обухова Е. Придется открыть личико // «D'». 2007. № 15. Опубликовано www.expert.ru.
[5] Там же.

ренция за клиентов между различными сегментами финансового рынка, информационная прозрачность будет восприниматься как конкурентное преимущество. Однако на сегодняшний день участники рынка коллективных инвестиций воспринимают подробный отчет о своей работе как опасную для бизнеса неосмотрительность, нежели, как конкурентное преимущество. Кроме того, мы поддерживаем точку зрения экспертов о необходимости представления управляющими компаниями конкретных сведений о том, в какие классы активов вкладываются средства пайщиков инвестиционных фондов, на какие сроки, каковы принципы отбора финансовых инструментов, как принимаются решения о приобретении и погашении ценных бумаг. Важной является информация о том, кто реально осуществляет процесс управления активами.

Суть системы обработки информации о паях должна давать возможность сориентироваться среди множества типов фондов и выбрать среди них наиболее подходящий инвестору. Это приведет к колоссальному спросу на услуги по аналитике паевых фондов и, соответственно, серьезно усилит конкуренцию среди инвестиционных фондов.

2. Формирование и поддержание паевого инвестиционного фонда связаны с издержками, которые оплачиваются за счет имущества данного фонда, а также средств инвесторов, взимаемых в виде надбавок и скидок в процессе дистрибуции инвестиционных паев.

В паевых инвестиционных фондах применяются следующие виды вознаграждений, расходов и сборов[6]:

- вознаграждения управляющей компании, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщика и аудитора;
- расходы, связанные с доверительным управлением паевым инвестиционным фондом, в том числе с содержанием имущества, составляющего ПИФ, с совершением сделок с указанным имуществом;
- надбавки и скидки от расчетной стоимости инвестиционного пая.

Вознаграждения управляющей компании, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщика и аудитора выплачиваются за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд. Их величина не должна превышать 10% среднегодовой стоимости чистых активов инвестиционного фонда.

Для возмещения расходов, связанных с выдачей и погашением паев, правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом могут быть предусмотрены надбавки к расчетной стоимости паев при их выдаче и скидки с расчетной стоимости паев при их погашении. Максимальный размер надбавки не может составлять более 1,5% расчетной стоимости инвестиционного пая. Максимальный размер скидки не может превышать 3% расчетной стоимости пая. Размеры надбавок и скидок могут дифференцироваться в зависимости от сумм вносимых инвестиций и срока вложения.

Наряду с изучением динамики доходности, анализ операционных издержек паевого фонда представляет большую ценность при выборе фонда. Так, если какой-нибудь паевой инвестиционный фонд, например «КИТ – российская электроэнергетика» продемонстрировал в 2006 году доходность 84,2%, то пайщик при погашении пая получит не 84,2%, а 76,6%. Пока доходность измеряется десятками процентов, это не является очень важным. Но когда прирост стоимости пая снижается до 20% в год, то даже 1-2% могут иметь решающее значение при выборе управляющей компании.

В проведенном нами исследовании[7] открытых паевых инвестиционных фондов акций, облигаций, смешанных инвестиций и индексных инвестиционных фондов мы по-

---

[6] Абрамов А.Е. Инвестиционные фонды: Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России / А.Е. Абрамов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 416 с.

[7] Панкратова Л.Д. Реальные и декларируемые результаты работы российских паевых фондов // Актуальные проблемы учета, экономического анализа и финансово-

пытались рассчитать, насколько уменьшается прирост стоимости пая с учетом надбавок и скидок. Предположим, что мы приобрели пай 10.01.2006 и погасили его 29.12.2006. В таблице 2 выборочно представлены результаты расчетов.

*Таблица 2*

**Прирост стоимости паев ПИФов без учета и с учетом надбавки и скидки за период с 10.01.2006 по 29.12.2006**

| ПИФы | Прирост стоимости, руб. | Прирост, % | Прирост стоимости, руб. | Прирост, % |
|---|---|---|---|---|
| | без учета надбавки и скидки | | с учетом надбавки и скидки | |
| Открытые ПИФы акций | | | | |
| Паллада - фонд акций | 2 696,66 | 47,50 | 2360,29 | 40,96 |
| АВК – фонд привилегированных акций | 455,30 | 27,00 | 387,17 | 22,62 |
| АВК – фонд связи и телекоммуникаций | 564,36 | 42,08 | 506,13 | 37,18 |
| Петр Столыпин | 265,63 | 42,21 | 229,34 | 35,90 |
| Открытые ПИФы облигаций | | | | |
| Паллада – фонд облигаций | 4,05 | 5,98 | 0,88 | 1,28 |
| АВК - ГЦБ | 151,66 | 6,58 | 43,40 | 1,86 |
| Русские облигации | 40,07 | 6,44 | 10,87 | 1,72 |
| Открытые ПИФы смешанных инвестиций | | | | |
| АВК - Регион | 454,53 | 29,53 | 371,62 | 23,78 |
| ПиоГлобал ФС | 43,85 | 36,68 | 37,15 | 30,62 |
| Центр равновесия | 373,77 | 37,74 | 334,85 | 33,64 |
| Открытые индексные ПИФы | | | | |
| КИТ – индекс ММВБ | 1 007,81 | 56,69 | 925,43 | 51,28 |
| Солид – индекс ММВБ | 59 203,63 | 70,18 | 53884,34 | 63,12 |
| БКС – Фонд индекс ММВБ | 472,12 | 58,42 | 456,08 | 56,21 |

Как видно из таблицы, надбавки и скидки уменьшают прирост стоимости пая. А если к этому прибавить еще и расходы на управление фондом, то пайщики «лишаются» до 10% инвестиционного дохода. Кроме того, часть средств обесценивается инфляцией, которая в 2006 году составила 9%. В итоге инвестор получает доход, по своей величине значительно скромнее того уровня, который заявляется в соответствующих рэнкингах доходности.

Следует отметить, что многие управляющие фондами используют пассивную стратегию управления, когда на устойчиво растущем рынке оптимальным является покупать и держать ценные бумаги. Фактически, сформировав в самом начале инвестиционный портфель, в дальнейшем управляющие не предпринимают никаких активных действий для того, чтобы переиграть рынок по показателям доходности и риска. При этом пайщики обязаны оплачивать расходы на управление паевым фондом.

Из анализа эффективности фонда должно быть ясно, за что управляющий берет высокое вознаграждение. У индексных фондов, повторяющих динамику индекса, размер вознаграждения должен быть минимальным. Чем активнее управляется портфель и чем больше он обыгрывает индекс, тем на большее вознаграждение вправе претендовать управляющий. В условиях, когда плата за управление не зависит от того, зарабатываются ли деньги для клиента или нет, менеджер не очень заинтересован в будущей судьбе портфеля.

---

хозяйственного контроля деятельности коммерческих организаций: материалы V Всерос. научно.-практ. конф.: в 3 ч. – Воронеж, 2007. – Часть 2. – 176с.

В связи с вышесказанным нам представляется справедливым обратиться к опыту взаимных фондов США и Европы, в которых размер вознаграждения управляющих определяется в зависимости от результатов их работы. Более того, чтобы стимулировать менеджеров на достижение высокой доходности, управляющие компании стали направлять часть бонусов своих управляющих на покупку паев их фондов. В Royce & Associates старший управляющий портфелем должен держать в каждом из своих фондов не менее $1 млн. собственных денег, а помощник управляющего - не менее $500 000. Brazos Capital Management с недавних пор обязывает управляющих держать в своих фондах не менее 33% личного состояния.

Одним из основных преимуществ паевых инвестиционных фондов считается экономия за счет масштаба. Однако данный аспект российских паевых инвестиционных фондов пока остается их слабым звеном. Небольшие размеры открытых паевых фондов в России являются серьезным препятствием для того, чтобы владельцы паев ощутили позитивный эффект «масштаба деятельности» и их конкурентоспособности на рынке финансовых услуг по сравнению с зарубежными инвестиционными фондами. В этой связи пайщикам при выборе паевого фонда следует учитывать не только достигнутую доходность, но соотношение между вознаграждением и результатами деятельности фонда.

3. Сложившийся в российской отрасли коллективных инвестиций механизм выдачи, обмена и погашения инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов управляющими компаниями и их агентами порождает серьезные проблемы для инвесторов:

- при приобретении инвестиционных паев паевых фондов, управляемых разными компаниями, инвестор вынужден открывать несколько лицевых счетов в реестрах владельцев инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, которые ведутся разными специализированными регистраторами (специализированными депозитариями);
- заявки на приобретении, обмен и погашении инвестиционных паев инвестиционных фондов, управляемых разными компаниями, нельзя подавать через «одно окно» в одной организации. Управляющие компании развивают индивидуальные сети по размещению инвестиционных паев управляемых ими паевых фондов. Формы заявок, отчетов и других документов, используемых управляющими компаниями и специализированными регистраторами паевых инвестиционных фондов, не стандартизированы;
- подача заявок на приобретение, обмен и погашение агентам по выдаче, обмену и погашению инвестиционных паев паевых фондов в большинстве случае требует личного присутствия владельцев инвестиционных паев или их представителей в пунктах приема указанных документов. Электронный документооборот между участниками рынка ценных бумаг инвестиционных фондов практически не развит.

Приобрести паи инвестиционных фондов можно: 1) в офисах управляющих компаний, 2) в офисах инвестиционных компаний или банков, с которыми у УК есть агентские договоры, 3) в паевых супермаркетах, 4) через фонды фондов, 5) на бирже. Рассмотрим преимущества и недостатки различных способов приобретения паев.

Удобнее всего покупать паи фондов в офисах управляющих компаний. Во-первых, с инвестором работает квалифицированный персонал. Во-вторых, процесс оформления заявки на приобретение паев автоматизирован.

Для пайщика покупка паев через инвестиционную компанию неудобна тем, что ему приходится после оформления заявки идти в банк для открытия счета и перечисления денег в управляющую компанию. Поэтому основными агентами по продаже паев для большинства управляющих компаний являются банки. Дело в том, что широкая филиальная сеть продаж, которой часто обладают розничные банки, для управляющих компаний – одна из главных составляющих успеха, причем не менее важная, что и качество управления.

Так как банки обладают большой клиентской базой и инфраструктурными возможностями для реализации паев, управляющим компаниям из экономических соображений выгоднее заключить агентский договор с банком, чем развивать сеть собственных офисов. Создание собственной филиальной сети под силу крупнейшим управляющим компаниям, на-

пример, управляющая компания «Тройка Диалог», решившей открыть в 2007 году 140 центров продаж по всей стране и нанять 500 инвестиционных консультантов[8].

При заключении договора с банком-агентом расходы управляющей компании сводятся к поставке программного обеспечения, обеспечению документооборота, обучению продавцов, организации рекламных акций и выплате агентского вознаграждения, как правило, из средств фонда. В случае открытия собственных пунктов продаж необходимо еще оплачивать аренду офиса, его ремонт, оборудование и оформление, затраты на персонал, обеспечить связь, интернет, коммунальные платежи и прочее[9].

Управляющие компании активно используют агентские пункты для избежания наплыва мелких инвесторов. Для этого многие управляющие компании устанавливают в агентских пунктах более низкий размер минимального взноса, чем в собственных офисах. Иногда разница бывает значительной. Например, в банке-агенте можно купить паи на 10 тыс. рублей, а в управляющей компании – не менее чем на 100 тыс.

Еще один из способов распространения паев – практически прямые продажи, с помощью агентов-физлиц. Такие агенты есть у «Тройки Диалог», «Альфа Капитал». Агент не может принять заявку на приобретение паев, но он может выступить в качестве инвестиционного консультанта. Агенты за свою работу взимают комиссионные.

Как отмечают специалисты, логичное продолжение этого пути – система, при которой новых клиентов привлекают уже существующие клиенты. Известен опыт немецкой фирмы Ascent. Она проводит образовательные семинары и конференции. Участники этих семинаров, купившие паи, начинают рассказывать о них своим знакомым и агитировать на покупку паев. Ascent выступает также как независимый финансовый институт, который дает консультации по приобретению паев.

Набирает популярность такой способ покупки-продажи паев, как фонды фондов. Для управляющих компаний, чьи паи отбираются в такой фонд, это оптовый канал продаж, а для пайщика – хорошая возможность не бегать по разным управляющим компаниям, диверсифицируя риски и составляя портфель из паев, а покупать все в одном месте. Однако за подобный сервис и соответствующая плата. С инвестора в данном случае взимается двойная комиссия: вознаграждение управляющей компании, чьи паи входят в состав активов фонда, и плата управляющей компании, которая составила этот портфель и продает.

Паи паевых инвестиционных фондов можно приобретать и на бирже. Чтобы иметь возможность совершать операции с паями на бирже, необходимо открыть брокерский счет и заключить договор с брокером об оказании услуг. В случае покупки на бирже паи хранятся в биржевом депозитарии.

Покупка паев на бирже имеет ряд преимуществ по сравнению с традиционным походом в офис управляющей компании для приобретения и погашения паев. Для инвесторов покупка-продажа паев через биржу выгодна вследствие снижения транзакционных издержек: комиссия биржи и брокера (совокупно порядка 0,1% от суммы сделки) будет меньше, чем комиссия, взимаемая управляющей компанией, где в ход вступают скидки и надбавки. Еще одно преимущество совершения операций с паями на бирже заключается в том, что достаточно один раз заключить с брокером договор на обслуживание, перечислить средства и покупать понравившиеся паи различных ПИФов. Это лучше и с точки зрения распределения рисков, и с точки зрения временных затрат.

Самый большой плюс операций с паями на бирже – быстрота и точность сделок. При торговле паями через брокера сразу видно цену, по которой прошла сделка, количество проданных и купленных паев, а деньги (паи) мгновенно зачисляются на счет пайщика. Если же операция совершается в управляющей компании, цена, по которой приобретался или погашался пай, определяется в течение трех дней после подачи заявки, а при погашении деньги от проданных паев могут, согласно законодательству, перечисляться на счет пайщика в течение 15 суток[10].

Брокерский счет также дает возможность пайщику максимально оперативно реагировать на изменение ситуации на рынке в случае непредвиденных ситуаций.

---

[8] Обухова Е. Откройте, вам паи! // «D'». 2007. № 4. Опубликовано www.expert.ru.

[9] Там же.

[10] Обухова Е. Застолбить биржу // «D'». 2007. № 9. Опубликовано www.expert.ru

Специалисты управляющий компаний рекомендуют использовать для покупки-продажи паев один канал. При приобретении паев на бирже, лучше там же его и продавать, а если в управляющей компании – погашать паи через управляющую компанию. Дело в том, что если купить пай в управляющей компании, а затем продавать его на бирже, то необходимо обратиться к регистратору, который переведет паи из депозитария управляющей компании в биржевой депозитарий. Эта процедура стоит около 10 долларов и может длиться от нескольких дней до нескольких недель. Следует помнить, что при покупке-погашении паев через управляющую компанию налоговым агентом пайщика является управляющая компания, а при совершении операций на бирже – брокер. Соответственно, если паи куплены в управляющей компании, а погашение производится на бирже, то необходимо документально подтвердить брокеру расходы, связанные с приобретением паев (и наоборот – подтвердить расходы в управляющей компании, если покупали паи на бирже).

Итак, важнейшей целью развития рынка паевых инвестиционных фондов является развитие инфраструктуры, которая сделала бы приобретение и погашение инвестиционных паев более доступным и экономически эффективным процессом.

4. Важной характеристикой рынка паевых фондов является его способность диверсифицировать вложения. Диверсификация должна обеспечить такую структуру портфеля, чтобы волатильность (колеблемость цены активов) фонда была меньше волатильности отдельной акции или облигации. Отечественные паевые фонды характеризуются слабой диверсификацией своих активов. Во многом это связано с ограниченностью состава и ликвидности финансовых инструментов, за счет которых могут формироваться активы фондов.

Согласно требованиям Федеральной службы по финансовым рынкам, в открытых паевых инвестиционных фондах 90% портфеля должно состоять из ликвидных бумаг. Критерием ликвидности является наличие признаваемой котировки. Ввиду особенностей российского фондового рынка признаваемую котировку имеет небольшое число ценных бумаг. Это преимущественно «голубые фишки» и акции первого эшелона, которые входят в состав индекса РТС. Поэтому портфели открытых паевых фондов очень сильно коррелируют как между собой, так и с индексом. Мы сравнили среднеквартальную доходность открытых паевых инвестиционных фондов акций за 2004-2006 гг. с соответствующей доходностью индекса РТС. Расчеты показали тесную связь доходности фондов и индекса (см. табл. 3).

*Таблица 3*

**Корреляция доходности открытых ПИФов акций с индексом РТС за 2004-2006 гг.**

| ПИФ | Коэффициент корреляции |
|---|---|
| АВК – Фонд Топливно-энергетического комплекса | 0,851 |
| КИТ – Российская электроэнергетика | 0,861 |
| АВК – Фонд привилегированных акций | 0,867 |
| КИТ – Российская нефть | 0,874 |
| ПиоГлобал ФА | 0,876 |
| ЦЕРИХ Фонд Акций | 0,882 |
| АК БАРС - Акции | 0,884 |
| Паллада – фонд акций | 0,890 |
| Стоик | 0,901 |
| Мономах - Перспектива | 0,905 |
| РЕГИОН Фонд Акций | 0,908 |
| Алемар – активные операции | 0,915 |
| ЛУКОЙЛ Фонд Первый | 0,926 |
| Тройка Диалог – Добрыня Никитич | 0,935 |
| Ермак ФКИ | 0,946 |
| Солид-Инвест | 0,947 |
| Базовый | 0,948 |
| АльянсРосно -Акции | 0,950 |
| Альфа-Капитал Акции | 0,954 |
| Долгосрочные взаимные инвестиции | 0,959 |
| Петр Столыпин | 0,981 |

Анализируя данные таблицы, можно с уверенностью сказать, что многие фонды акций, заявляющие об активной стратегии управления портфелем на деле повторяют динамику индекса, однако требуют вознаграждение как за активное управление.

В последнее время по мере снижения доходности «голубых фишек» управляющие обратили внимание на недооцененные акции средних и мелких российских компаний, именуемые акциями второго эшелона.

С апреля 2005 года РТС приступила к публикации индекса низкокапитализированных акций РТС-2, в который изначально было включено 52 выпуска акций российских компаний второго эшелона. С июля 2005 года индекс РТС-2 определяется по 34 выпускам акций. В настоящий момент в этот индекс входят 78 акций. В отличие от «голубых фишек» акции компаний второго эшелона позволяют осуществлять профессиональную диверсификацию портфелей акций на внутреннем рынке. Недооцененность акций этих компаний на рынке по сравнению с их внутренней стоимостью, меньшая зависимость их доходов от экспорта сырья и материалов, менее активное участие в них иностранных портфельных инвесторов не только ослабляют зависимость цен акций второго эшелона от тенденций в ценах «голубых фишек», но и вызывают повышенные темпы их роста, а значит, и доходности вложений в акции компаний индекса РТС-2.

Индексного паевого инвестиционного фонда, который был бы полностью ориентирован на РТС-2, в настоящий момент нет, однако некоторые фонды заявляют о себе как о фондах акций второго эшелона. Кроме того, в структуре активов «обычных» фондов также можно встретить высокий удельный вес акций данной категории. Особенно это касается интервальных и закрытых фондов. Согласно требованиям к составу активов интервальных фондов, до 50% их портфеля может не иметь признаваемых котировок и до 80% бумаг могут быть не включены в котировальные списки.

Встречается и обратная ситуация, когда ПИФ заявляет о своей ориентации на акции глубоких эшелонов, а на самом деле в его портфеле преобладают «голубые фишки». Зачастую это связано с необходимостью поддержания ликвидности и возможности входа и выхода пайщиков из фонда без ущерба для портфеля.

Однако относительно акций второго эшелона есть мнение, что на падения фондовых индексов второй эшелон реагирует с опозданием, но сильнее, чем первый. При неглубоких падениях инвесторы начинают продавать сначала первый эшелон. Но при продолжительных падениях сбрасывается и второй эшелон, причем по любым ценам.

Тем не менее, как отмечают фондовые аналитики, если на российском рынке и можно заработать, то исключительно на отдельных недооцененных акциях, которые следует искать среди бумаг со средней или низкой ликвидностью[11].

Возможность диверсифицировать портфели и повышенная доходность вложений в акции второго эшелона превращают индекс РТС-2 в один из ключевых ориентиров деятельности паевых инвестиционных фондов в России.

5. В отечественной отрасли коллективных инвестиций наблюдается явный недостаток квалифицированных кадров, который, как отмечают специалисты, в перспективе будет только усиливаться [12]. Вследствие чего существует ситуация переманивания высокопрофессиональных управляющих конкурентами. Зачастую из-за этого управляющие компании не афишируют информацию о личности управляющего. Так, например, за 2006 год в управляющая компания «Альфа-Капитал» сменилось несколько главных управляющих директоров и портфельных управляющих. Неизвестно, кадровые ли перемещения стали тому причиной или нет, но статистика неумолимо свидетельствует: по итогам 2006 года паевой инвестиционный фонд «Альфа-Капитал акции» занял 40-ю позицию по доходности, а по итогам 2005 года он занимал четвертое место.

Переманивание специалистов ведет к повышению заработной платы в несколько раз. По оценкам специалистов, затраты на кадры в себестоимости услуг УК составляют до 70%. Кроме всего прочего, новому управляющему для того, чтобы начать эффективно управлять портфелем, необходимо какое-то время.

В сложившейся ситуации предлагается два варианта развития событий. Первый вариант – самостоятельное «взращивание» специалистов управляющими компаниями.

---

[11] Обухова Е. Акции с запасного пути // Опубликовано www.iLoveMoney.ru.

[12] Киселев Е., Обухова Е. Мечты сбылись // «D'». 2007. №1. Опубликовано www.expert.ru.

Второй путь связан с тем, чтобы сделать процесс управления портфелем более формализованным, когда смена управляющего не особо отражается на инвестиционном процессе.

Нехватка специалистов наблюдается и в процессе дистрибуции паев инвестиционных фондов. Так, сейчас зачастую в качестве агента управляющей компании по продаже паев выступает банк, в отделении которого есть, как правило, только один специалист, ответственный за оформление покупки-погашения паев.

Обобщая вышесказанное, можно утверждать, что повышение информационной открытости инвестиционных паев, снижение операционных издержек, предоставление портфельным инвесторам возможности диверсифицировать вложения на внутреннем и глобальном финансовых рынках вместе с созданием эффективной системы дистрибуции финансовых инструментов инвестиционных фондов даст возможность частным инвесторам вкладывать средства в ценные бумаги с позитивной реальной доходностью и диверсифицированными рисками.

## ACTUAL PROBLEMS OF INVESTING IN MUTUAL FUNDS

**L.D. PANKRATOVA**

*Voronezh State Agricultural University named by K.D. Glinka*

The paper proves the actuality of investing in mutual funds. There are considered the main problems connecting with mutual funds' work: 1) it is shown the lack of reliable information on various aspects of mutual funds' activity; 2) there are analyzed costs of investing in mutual funds; 3) it is presented the problem of distributing of mutual funds' securities; 4) the problem of portfolio diversification is investigated; 5) it is noticed that well-qualified specialists are not enough in the sphere of mutual funds.

Key words: investments, mutual fund, costs, diversification, investment portfolio.