

ИНВЕСТИЦИИ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ: ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА ИНДИВИДУАЛЬНОГО ДОВЕРИТЕЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Н.П. Гришина

В книге раскрывается сущность и специфика инвестиционного процесса на фондовом рынке, рассматриваются методологические основы финансовых отношений его участников. В комплексе представлены основы и особенности осуществления профессиональной деятельности на фондовом рынке – доверительного управления. Значительное внимание в работе уделено прикладным аспектам инвестирования в современных российских условиях, проблемам и перспективам развития института эффективного доверительного управляющего. Представлена авторская методика выбора оптимального инвестиционного портфеля акций в целях индивидуального доверительного управления.

Введение

Изменения, происходящие в экономическом развитии России, доказывают значимость и приоритетность финансовой сферы. Стремительное развитие и значительная финансовая емкость фондового рынка в немалой степени предопределяют его решающее воздействие на стабильность экономической ситуации в стране. В то же время дальнейший эффективный рост отечественного рынка ценных бумаг сдерживается неравномерностью развития отдельных элементов его инфраструктуры, что создает немало проблем по формированию целостной организованной инфраструктуры. Одной из таких проблем является спекулятивный характер фондового рынка, который препятствует эффективной трансформации финансовых накоплений населения в долгосрочные инвестиции в национальную экономику. В современных условиях России важно определить пути перехода рынка ценных бумаг от спекулятивного к инвестиционному характеру функционирования.

В современных условиях России важно определить пути перехода рынка ценных бумаг от спекулятивного к инвестиционному характеру функционирования. Важным шагом такого перехода может стать развитие института индивидуального доверительного управления финансовыми активами частных и корпоративных инвесторов. Эта форма управления капиталом все больше привлекает внимание субъектов экономических отношений российского финансового рынка как одна из самых эффективных при решении вопроса аккумуляции свободных денежных средств потенциальных инвесторов и их перераспределения в реальный сектор экономики.

Многие инвестиционные компании и коммерческие банки сталкиваются с проблемой необходимости поиска новых подходов к повышению доходности своих операций. Одним из решений данной проблемы стало увеличение числа предлагаемых услуг корпоративным и частным клиентам, в том числе активное внедрение новых, ранее нетипичных, к которым можно отнести и индивидуальное доверительное управление портфелем финансовых активов. Осуществляя индивидуальное доверительное управление, управляющие субъекты диверсифицируют источники своей прибыли, защищают себя и своих клиентов от резких колебаний прибыльности, от многочисленных финансовых рисков.

Актуальность проблемы, а также недостаточная теоретическая и практическая разработанность многих ее сторон послужили поводом для написания данной монографии.

Глава 1. Основы доверительного управления

1.1. Экономико-правовое содержание доверительного управления

Современная дискуссия об организационной и экономической сущности доверительного управления войдет в историю экономики и права России. Полемика характерна разнообразием взглядов и мнений, высоким теоретическим уровнем, ориентацией на практическое применение предлагаемых экономических и правовых форм. Многие вопросы, которые возникают в ходе этой дискуссии, рассматривались в свое время за рубежом, а теперь очевидна необходимость решения этого вопроса в нашей стране.

Для детального изучения экономических аспектов доверительного управления необходимо в первую очередь остановиться на правовых аспектах доверительных отношений.

Создание, законодательное закрепление и экономическое развитие института доверительного управления долгое время было проблемой широко обсуждаемой и дискутируемой в России. Имея английские корни, институт «траста» не мог в изначально сложившейся форме прижиться в нашей стране. В общем виде данные формы укладываются в понятие доверительных отношений в целом. Представляя их разными сторонами одного процесса, рассмотрим сущность траста и доверительного управления путем сравнительной характеристики.

Прежде всего следует отметить, что в системе английского права отсутствует законодательное определение понятие траста. Классическим считается определение английского ученого А. Андерхилла: траст – это обязательство, согласно которому одно лицо (доверительный собственник) должно управлять имуществом, переданным ему для этих целей другим лицом (учредителем), в интересах третьих лиц (бенефициаров)¹.

Трактовки российских ученых-экономистов несколько отличаются от мнений зарубежных ученых. Например, В. Тутыхин определяет траст как правоотношение, возникающее в результате передачи учредителем траста определенного имущества в собственность трастовому управляющему, с тем, чтобы последний владел и управлял имуществом в пользу бенефициара траста².

Существует, однако, на наш взгляд, более точное определение: траст – это такое правоотношение, когда одно лицо (учредитель) передает в собственность другому лицу (доверительному собственнику) какое-либо имущество или право с возложением на него обязанностей по управлению такой собственностью от своего собственного имени в качестве независимого собственника для извлечения выгоды в пользу третьих лиц (выгодоприобретателей, бенефициаров)³.

Данное определение наиболее полно, с нашей точки зрения, отражает суть института доверительной собственности. Во-первых, траст в данном случае рассматривается, не как некая совокупность имущества и имущественных прав, передаваемых в управление, а как правоотношение, характеризующееся целым рядом признаков (заключение договора, переход права собственности, закрепление прав и обязанностей сторон). Во-вторых, имущество при учреждении траста переходит в собственность доверительного собственника, к тому же определен механизм осуществления управления. В-третьих, на доверительного собственника возлагается обязанность по управлению имуществом в интересах третьих лиц, указанных в договоре (или самого учредителя управления).

Определение доверительного управления в России происходило достаточно трудно и проблематично. Его современная формулировка утверждена Гражданским кодексом РФ: «По договору доверительного управления имуществом одна сторона (учредитель управления) передает другой стороне (доверительному управляющему) на определенный срок имущество в доверительное управление, а другая сторона обязуется осуществлять управление этим имуществом в интересах учредителя управления или указанного им лица (выгодоприобретателя). Передача имущества в доверительное управление не влечет перехода прав собственности на него к доверительному управляющему»⁴.

В XX веке траст перестал быть институтом, известным лишь англо-американскому праву и вошел в правовые системы многих европейских государств, претерпевая некоторые трансформации. Однако из-за принципиальных различий правовых систем разных стран сформировались две концепции трастовых (или доверительных) отношений: доверительная собственность и доверительное управление имуществом.

Рассматривая вопрос о соотношении институтов доверительной собственности (траста) и доверительного управления, нельзя не учитывать плюрализм мнений по поводу их схожести и различий. Безусловно, между доверительным управлением и трастом суще-

ствуется разница, но при этом их нельзя считать совершенно несовместимыми, противоположными друг другу институтами. Рассмотрим общие черты двух институтов подробнее.

Во-первых, определения указанных конструкций практически полностью совпадают.

Во-вторых, права и обязанности доверительного собственника и доверительного управляющего практически идентичны. И тот, и другой должен следовать указаниям учредителя, содержащимся в учредительном акте либо договоре доверительного управления исполнять свои обязанности лично, предоставлять учредителю либо бенефициарам отчеты о своей деятельности. Оба имеют право на вознаграждение и несут повышенную имущественную ответственность по своим обязательствам, связанным с управлением имуществом.

В-третьих, экономические интересы учредителя траста и учредителя доверительного управления, доверительного собственника и доверительного управляющего, а также бенефициаров и выгодоприобретателей совпадают. Эти интересы должны быть направлены, в первую очередь, на наиболее эффективное управление имуществом и получение максимальных доходов от такого управления.

И, наконец, при создании траста и доверительного управления имущество выбывает из сферы господства учредителя навсегда или на некоторое время. Поэтому в законах и судебной практике разных стран, независимо от действующей правовой системы, установлена повышенная имущественная ответственность доверительного собственника (управляющего).

Выделяя две концепции трастовых отношений – доверительную собственность и доверительное управление имуществом – необходимо определить причины такого разделения, т. е. различия двух институтов.

Одно из существенных отличий состоит в том, что при учреждении доверительной собственности реальный собственник имущества утрачивает право собственности, которое возникает у доверительного управляющего, а последний становится лишь номинальным, а не действительным собственником. Отсюда, классическая правовая конструкция трастовых отношений получила название «расщепленной» собственности:

- право собственности на предмет операций принадлежит фактически учредителю траста;
- право извлечения доходов путем эксплуатации данного предмета принадлежит другому лицу (доверительному собственнику, управляющему);
- право получения и потребления доходов – третьему лицу, которое назначается учредителем траста.

Согласно второй концепции, доверительный управляющий не становится собственником имущества, переданного ему в доверительное управление. Им по-прежнему остается учредитель управления. Но по договору, заключенному между учредителем доверительного управления и управляющим, последний вправе осуществлять полномочия по владению, пользованию и распоряжению вверенным ему имуществом.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что институт доверительного управления является более узким понятием, чем институт доверительной собственности. В этом случае собственником имущества является одно лицо, а все его полномочия осуществляются другим лицом почти без ограничений, согласно условиям и в соответствии с правами и обязанностями сторон, предусмотренными в договоре.

Для успешного сотрудничества собственника и управляющего необходим баланс их интересов. Этот баланс может быть достигнут путем правового регулирования. Например, интересы собственника и управляющего находят свое выражение в договоре. Предпринимательский договор – это всегда баланс экономических интересов, иначе он недействителен. Взаимные интересы собственника и управляющего предшествуют заключению такого договора: собственнику нужен профессионал, обладающий знаниями и навыками в

области эффективного управления имуществом, а управляющему нужна имущественная база для осуществления предпринимательской деятельности.

Приведенные выводы экономической науки о различии и сходстве целей собственника и управляющего, их интересов, функций и задач не являются новыми для российской практики. В данном случае происходит процесс обособления функции производительного (торгового, коммерческого) использования капитала от собственности на капитал, что характерно для рыночной экономики. Эта проблема актуальна как для экономической, так и для правовой науки, однако несомненна первичность реальных экономических отношений, требующих правового регулирования. Доверительная собственность и доверительное управление (судя по тенденции их развития в России) имеют общую социально-экономическую основу: «разделение функций» собственника и управляющего имуществом.

Доверительное управление и доверительная собственность имеют и другой важнейший общий признак – их особый доверительный характер. Доверие – нравственно-этическое и социально-психологическое понятие, которое обычно не имеет юридического значения, пока не будет нарушено. Однако уже в процессе формирования и развития доверительных отношений наиболее важные этические нормы приобретают юридическое значение. Обычно доверительные отношения имеют три стадии развития.

Первая стадия предполагает акт выбора собственником лица, которое будет наиболее эффективно и добросовестно управлять имуществом. Управляющий в силу своей репутации, деловых и личных качеств вызывает у собственника особое доверие. Хотя доверие – это, прежде всего «сплав разума и чувств», оно приобретает юридическое значение уже на стадии формирования. Например, если речь идет об управлении государственным имуществом, то, как выбрать доверительного собственника? «Исключительно на конкурсной основе», – считает большинство экономистов страны. Государство доверит свое имущество только тому, кто сможет доказать «свою пригодность», представить все необходимые документы, гарантии, сможет продемонстрировать достаточность своего имущества, которое, в случае необходимости, послужило бы обеспечением возникающих обязательств. При таких условиях доверие – не просто «особая форма морального сознания», а предмет правового регулирования, так как доверие требует разумного обоснования в виде соблюдения правовых норм.

Вторая стадия развития доверительных отношений – период управления имуществом выбранным лицом. Так как практическая деятельность без доверия между людьми невозможна, то этические нормы обретают правовую форму и в этот период. В «Типовом договоре об учреждении траста...» говорится: «...доверительный собственник... принимает на себя юридические последствия, вытекающие из оказанного ему особого доверия... он обязан действовать добросовестно и тем способом, который является наилучшим для интересов лиц, назначенных бенефициариями...». Эта формулировка удачна, и ее следует закрепить на уровне закона. Доверительный собственник (управляющий) должен не только «действовать в интересах другого, как в интересах самого себя», и не только заботиться об имуществе, «как о своем собственном», а он обязан в первую очередь исходить из интересов собственника (выгодоприобретателя). В отношении своего имущества лицо может совершать любые рискованные операции, но в отношении доверенного ему имущества это недопустимо. Приоритетами в доверительных отношениях являются: закон, потом интересы собственника (выгодоприобретателя) и, в последнюю очередь, самостоятельный экономический эксперимент менеджера.

Однако на сегодняшний день единственным стимулом для управляющего соблюдать интересы учредителя является комиссионное вознаграждение, которое в некоторых случаях зависит от полученного в результате управления дохода.

Третьей стадией развития доверительных отношений является их завершение, которое может быть связано с нарушением доверия. Правовое значение категории доверия проявляется здесь ярче всего. Например, доверитель может на основании утраты доверия

расторгнуть договор об учреждении траста. В случае хищения путем злоупотребления доверием возбуждается уголовное дело. Однако применительно к гражданско-правовым формам доверительных отношений следовало бы ввести понятия «потеря доверия» или «утрата доверия» в качестве достаточного основания для прекращения этих отношений. Доверие предполагает субъективно-личный подход к явлениям действительности. То, что считает приемлемым управляющий, иногда недопустимо для собственника. Если управляющему не верят, то это вовсе не означает, что его действия имеют уголовно-правовой оттенок «злоупотребления доверием», а между тем собственник недоволен ими. Указ Президента РФ «О доверительной собственности (трасте)» использует только термин «злоупотребление» и почему-то не допускает прекращения траста по желанию сторон. Например, акционерный закон ФРГ 1965 года в § 84, содержит правило, что наблюдательный совет акционерного общества вправе отменить назначение председателя или члена правления в случае «потери доверия общего собрания». Если новые российские правовые формы получают развитие в корпоративных отношениях, приведенный пример весьма примечателен.

Правовая защита отношений особого доверия, этических норм в этой области особенно необходима частному предпринимательству, негосударственным субъектам. Мотивы, которые побуждают лиц к заключению договора, могут быть разными: и внутреннее убеждение, и внешнее давление.

Государство-собственник имеет много косвенных рычагов воздействия на поведение госпредприятия. Если государство не может прекратить право хозяйственного ведения, то оно может, в крайнем случае, ликвидировать предприятие и таким образом изъять имущество.

В отличие от государственных лиц негосударственные субъекты – доверительный собственник, управляющий, учредитель-собственник, выгодоприобретатель – совершенно равноправны и не имеют подобных мер воздействия друг на друга. Вот почему частно-правовым отношениям негосударственных лиц так необходима правовая защита именно в случае потери, утраты доверия, а тем более в случае умышленного злоупотребления им. И имущественный, и моральный вред, причиненный нарушением этических норм доверия в ходе длительного предпринимательского управления чужим имуществом, должен быть полностью возмещен.

Правоотношения хозяйственного ведения, оперативного управления, комиссии и поручения (в значительной степени), различного рода агентских и посреднических услуг, доверительного управления и доверительной собственности имеют очень сходную социально-экономическую природу: правомерный владелец чужого имущества использует его в соответствии с целями, указанными собственником этого имущества. В свое время бытовало мнение, что поскольку невозможно дать исчерпывающее определение доверительной собственности (trust) (всегда найдется разновидность, лишенная того признака, который есть у всех остальных), то остаются только два признака, присущие всем ее видам: имущество и цель. Развитие этой мысли заключалось в том, что миссия доверительного собственника состоит в обеспечении того, чтобы вещь была использована для той цели, для которой она была предназначена. Сущность этого правового института только в вещи и в предназначении ее для некоторой цели. Однако зарубежная юриспруденция до сих пор не пришла к единому мнению по поводу определения доверительной собственности. Проблема дискутируется и по сей день, а, следовательно, классическая доверительная собственность – не застывшее, а развивающееся экономическое и правовое явление.

В 90-е годы одной из важнейших тенденций нового рыночного хозяйства в России стало обособление «функции собственности» от «функции эффективного управления» капиталом, которое было вызвано приватизацией. Различие «функции собственника» и «функции управляющего» порождает некое соотношение интересов этих лиц. Их интересы могут совпадать (оба стремятся к увеличению прибыли и избеганию убытков), а могут быть в противоречии (собственник требует своевременного перелива капитала в более

эффективные сферы, а менеджер-профессионал ориентируется на определенный тип капитала, заинтересован в стабилизации своего положения и укреплении данного конкретного предприятия).

В России нет доверительной собственности в широком смысле зарубежного «траста» и, конечно, никогда не будет в силу особенностей нашей системы права. Но в России существует совокупность смежных между собой прав, регулирующих приблизительно тот круг отношений, который опосредует в других странах классическая доверительная собственность.

Многие черты доверительного управления и доверительной собственности как законодательных конструкций зависят от самого процесса их нормативного закрепления. В современной дискуссии наметилась тенденция взаимного исключения этих двух прав: если остается одно, то другое следует изъять. Однако если так и произойдет, то общество лишится возможности выбора наиболее удобной для него формы. Между тем обе правовые модели могли бы сосуществовать, подобно сходным между собой договорам поручения и комиссии. Доверительное управление как срочная обязательственная модель могло бы применяться в корпоративных отношениях, доверительная собственность как вещное право – в благотворительности или долгосрочном осуществлении крупных инвестиций.

Главный аргумент в защиту правовой формы доверительной собственности заключается в том, что в качестве вещного права она обеспечивает высокую степень имущественной самостоятельности управляющего (предпринимателя).

Вещно-правовая природа отличает право доверительной собственности от права доверительного управления. Одно из определений вещного права звучит так: вещное право – совокупность норм, регулирующих такие имущественные отношения, в которых управомоченные лица могут осуществлять свои права ... не нуждаясь в положительных действиях других лиц. Главный признак вещного права – независимость "осуществления" непосредственного воздействия на вещь. Указ Президента РФ о трасте обеспечивает доверительной собственности этот признак: доверительный собственник имеет исключительное право определять, какой способ при осуществлении прав и обязанностей является наилучшим с точки зрения интересов выгодоприобретателя, а учредитель не имеет права вмешиваться в деятельность доверительного собственника.

В дальнейшем доверительную собственность следует сконструировать как вещное право, где наиболее тщательной регламентации нужно подвергнуть отношения «доверительный собственник – выгодоприобретатель», нежели «доверительный собственник – учредитель». Имущество должно служить своей цели. Это основное правило доверительной собственности. Благо выгодоприобретателя – одна из таких целей. Выгодоприобретатель должен иметь те права контроля и получения информации, которые ныне предоставлены только учредителю. В целом доверительная собственность нужна предпринимательству, потому что никакое обязательственное право не обеспечивает столь широкой имущественной самостоятельности и независимости действий предпринимателя.

В отличие от доверительной собственности доверительное управление предполагает совершенно иные акценты: профессиональное управление имуществом собственника и контроль последнего. При доверительном управлении основным является отношение «управляющий – учредитель (собственник)», а не «управляющий – выгодоприобретатель». В отличие от доверительной собственности, где основной смысл – соблюдение и достижение поставленных целей (в том числе и путем управления), доверительное управление является предметом договора само по себе. Именно о профессиональном управлении имуществом договариваются стороны. Управление осуществляется в интересах собственника или указанного им третьего лица.

Некоторые исследователи полагают, что траст – атрибут лишь высокоразвитого общества, где уровень благосостояния обуславливает наличие значительной собственности. Другие же считают, что наличие в одних странах траста, а в других только доверительного управления (в определенном смысле, части траста) связано не только с уровнем

благополучия, но и правовыми традициями, особенностями налоговых систем, эффективностью управления и существующим уровнем доверия в деловой среде⁵. Тем не менее, суть трастовых операций – передача имущества, распоряжение этим имуществом, получение дохода выгодоприобретателями – остается в основе данных институтов.

Несмотря на существенное различие, отношения доверительной собственности и доверительного управления нашли сферы своего применения в российском бизнесе независимо друг от друга. Помимо привычных форм доверительного управления российские собственники имеют возможность вступать в трастовые отношения за пределами России.

Траст возник как альтернатива завещанию, но по сравнению с ним имеет большие возможности. В настоящее время в практике зарубежных стран трасты используются в налоговых целях, как физическими лицами, так и крупными корпорациями. Создание траста за рубежом позволяет защитить имущество от притязаний кредиторов. В условиях российского права применение траста позволяет владельцу имущества решить сходные проблемы. В зависимости от потребностей и целей владельца возможно применение различных способов защиты активов, главное, чтобы траст был реальным⁶.

Простые (оффшорные и оншорные) нерезидентные компании-холдинги не всегда являются эффективным и надежным инструментом для сохранения активов. Это особенно верно для ситуаций с корпоративными войнами, оспариванием прав собственности, вопросах обязательной доли наследования имущества. В таких случаях целесообразнее использовать конструкции трастов и специальных фондов, спроектированных с учетом индивидуально определенных целей против конкретных рисков для защиты тех или иных активов и сохранения контроля.

Структура траста предполагает, что ни учредитель, ни бенефициарный владелец юридически не могут распоряжаться находящимся в трасте имуществом, что соответственно защищает это имущество от любых возникающих у того или другого проблем. Траст можно признать ничтожным, если доказать недобросовестный умысел при его создании (например, должник, которому грозит банкротство, передает в траст все свое имущество, чтобы обмануть кредиторов), однако риска ничтожности можно избежать при правильном планировании.

В целом применение трастов можно свести к следующему:

1. В форме траста структурируются отношения по передаче имущества в управление другому лицу;
2. Трасты необходимы в случаях, когда требуется изолировать имущество от потенциальных проблем его владельцев, при этом оставив таким лицам определенную степень контроля над имуществом или хотя бы право пользоваться выгодами от него;
3. Если выгодоприобретателями должны стать родственники собственника, то решаются вопросы эффективности управления имуществом, его сохранность, несмотря на угрозу судебных исков в отношении самих родственников, и вопрос экономии на уплате налогов в случае дарения и наследования. К тому же, собственник сам определяет конкретный круг членов семьи, которые смогут получать выгоду от управления, тем самым, ограждая свое имущество от нежелательных наследников.

Как известно, российская правовая система не содержит понятия «траст». Более того, она, как и большинство систем, основанных на гражданском, а не на общем праве, «не видит» трасты, созданные в правовых системах, следующих общему праву. Благодаря этому обеспечивается достижение поставленных выше задач.

В части налогового планирования трасты играют огромную роль. Учредители пользуются тем, что налоговое право «не видит» траст до тех пор, пока управляющий не приступает к распределению имущества между бенефициарами. В данном случае возникает необходимость уплаты налога на дарение, который не сложно минимизировать. Также необходимо уплатить налог на доходы физического лица «с материальной выгоды» (ст. 211-212 Налогового кодекса РФ), если вы пользуетесь трастовым имуществом и не платите владельцу адекватную цену.

Основные преимущества траста заключаются в следующем:

- при корректном, заблаговременном планировании траст способен защитить переданное в него имущество, от обращения гражданско-правового или уголовно-исполнительного взыскания;
- траст позволяет решить задачу создания легальной схемы контроля над активами при сохранении конфиденциальности и отсутствии необходимости для российского гражданина лично выступать собственником, управляющим или бенефициаром активов;
- активы траста во многих центрах освобождены от уплаты местных налогов;
- активы передаются под профессиональное управление, что может повысить эффективность их использования;
- траст обеспечивает больше гибкости и конфиденциальности, чем завещание, позволяет сохранить контроль над активами и уверенность в наследовании их указанными им лицами в случае смерти или недееспособности.

Создавая любые схемы с использованием трастов, необходимо очень четко разграничивать законное планирование защиты активов и незаконные, притворные сделки. Во втором случае защищать схему в судах будет гораздо сложнее. Любые взаимоотношения лиц в схеме должны строиться на разумной коммерческой основе, а именно как взаимоотношения не зависящих друг от друга лиц. Для каждого задействованного лица должна быть очевидна коммерческая причина заключения тех или иных сделок.

Трастовые законы будут защищать только те трасты, которые соответствуют этим критериям – остальные могут быть легко оспорены в суде как притворные трасты. Основной признак действительного, непритворного траста – это реальное желание учредителя траста передать в траст имущество, утратив при этом на него какие-либо права.

Принятие Гражданского кодекса и появившиеся вслед за ним нормативные акты дают основание считать, что законодатели придерживаются концепции «доверительного управления имуществом». Этот этап характеризуется продолжающейся конкуренцией двух противоположных подходов, по-разному представляющих место института доверительного управления в российской системе права и экономических условиях. Также появилось предположение о параллельном существовании доверительного управления имуществом и доверительной собственности на основании Гражданского Кодекса и Указа «О доверительной собственности (трасте)».

Однако предположение о параллельном существовании этих конструкций в гражданском праве РФ, по нашему мнению, недостаточно обосновано.

Во-первых, несмотря на именование управляющего доверительным собственником, право собственности ему не переходит.

Во-вторых, право собственности образует совокупность определенных правомочий – владения, пользования и распоряжения, часть которых собственник может передать иному лицу, осуществляющему их уже не в силу права собственности, а по воле собственника. Лишь совокупность всех правомочий образует право собственности.

В-третьих, конструкция доверительной собственности становится незаменимой там, где существует необходимость скрыть фигуру реального собственника, заслонив ее номинальным (доверительным) собственником. Именно в этих целях конструкция доверительной собственности была разработана в средневековой Англии. В странах с континентальной системой правоотношений в этом не было необходимости.

Другой причиной, по которой конструкция доверительной собственности (траста) не может прижиться на российской почве, является то обстоятельство, что при учреждении доверительной собственности юридически собственником имущества становится доверительный собственник. Учредитель же доверительной собственности с формально юридической точки зрения утрачивает все права на имущество, переданное доверительному собственнику. В силу этого в рамках гражданского права практически невозможно защитить интересы реального собственника (учредителя доверительной собственности) в тех случаях, когда доверительный собственник действует вопреки его интересам. В Анг-

лии и других странах англо-американской системы права выход из этого положения находят с помощью так называемого «права справедливости». Последнее, в отличие от гражданского права, признает право собственности за учредителем доверительной собственности. В тех же странах, где отсутствует такой институт, как «право справедливости» (к ним относится и Россия), защитить интересы реального собственника от злоупотреблений со стороны доверительного собственника практически невозможно.

Благодаря перечисленным факторам можно сделать вывод, что параллельное существование двух институтов доверительных отношений невозможно. Та форма, которая в настоящее время закреплена российским законодательством, называется доверительным управлением и имеет свою структуру и механизм. Рассмотрим их подробнее.

Деятельность по доверительному управлению ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги осуществляется, как правило, в рамках единого договора о доверительном управлении, заключаемого между учредителем управления (клиентом, инвестором) и доверительным управляющим.

Содержание договора, а также существенные условия, порядок заключения и прекращения регламентируются в гл. 53 ГК РФ, которая определяет договор доверительного управления имуществом в целом, и «Положением о доверительном управлении ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги», утвержденным Постановлением Федеральной комиссии по ценным бумагам (ФКЦБ) №37 от 17.10.1997 года.

Как уже было сказано, в соответствии со ст. 1012 ГК РФ по договору доверительного управления имуществом одна сторона (учредитель управления) передает другой стороне (доверительному управляющему) на определенный срок имущество в доверительное управление, а другая сторона обязуется осуществлять управление этим имуществом в интересах учредителя управления или указанного им лица.

Таким образом, предмет договора доверительного управления – совершение управляющим любых юридических и фактических действий в интересах выгодоприобретателя, объект договора – имущество, в частности ценные бумаги и денежные средства для инвестирования в ценные бумаги.

В соответствии с пунктом 2.1 «Положения о доверительном управлении ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги» объектами доверительного управления могут являться ценные бумаги и денежные средства.

I. Ценными бумагами (как российских, так и иностранных эмитентов) являются:

- акции акционерных обществ;
- облигации коммерческих организаций;
- государственные (муниципальные) облигации любых типов за исключением тех, условия выпуска и обращения которых не допускают передачу их в доверительное управление.

Если речь идет о ценных бумагах иностранных эмитентов, ввезенных на территорию РФ в целях предложения их на внутреннем российском рынке, при этом должен быть выполнен ряд условий:

1) ввоз на территорию РФ ценных бумаг иностранных эмитентов был осуществлен правомерным способом, т. е. с учетом предусмотренных законодательством РФ условий и порядка такого ввоза;

2) предложение ввезенных на территорию РФ ценных бумаг иностранных эмитентов является правомерным, то есть осуществляется с учетом предусмотренных законодательством РФ условий и порядка такого предложения;

3) ввезенные на территорию РФ и предлагаемые на ее внутреннем рынке ценные бумаги иностранных эмитентов соответствуют, по содержанию удостоверяемых ими прав, ценным бумагам, перечисленным выше (то есть акции, облигации, включая государственные облигации любых типов).

Пунктом 2.4 Положения из числа объектов доверительного управления исключены:

- переводные и простые векселя;

- чеки;
- депозитные (сберегательные) сертификаты банков и иных кредитных организаций;
- сберегательные книжки на предъявителя;
- складские свидетельства любых видов (типов), иные товарораспорядительные ценные бумаги.

Следует принять во внимание, что и иные ценные бумаги, включая закладные ценные бумаги, могут также быть причислены к указанному списку, поскольку в соответствии с п. 2.5 Положения, в качестве объектов доверительного управления они могут выступать лишь при условии прямого указания на такую возможность Федеральной службы по финансовым рынкам РФ (ФСФР РФ).

Данные ценные бумаги могут являться объектами доверительного управления только с целью взыскания платежа по ним (либо продажи) и перевода полученных таким образом средств в состав средств инвестирования в ценные бумаги. Обычно это оформляется в виде договора цессии, который включается в договор о доверительном управлении в качестве одной из его частей.

Вся совокупность прав, удостоверенная ценными бумагами, переданными в управление, является единым и неделимым объектом доверительного управления. Если в договор доверительного управления включается условие, в соответствии с которым управляющий осуществляет лишь некоторые права из указанной совокупности, то это условие – ничтожно.

II. Средства инвестирования в ценные бумаги должны отвечать следующим требованиям:

- находиться в собственности учредителя управления и передаваться им доверительному управляющему в целях инвестирования в ценные бумаги;
- принадлежать учредителю управления и создаваться в результате исполнения доверительным управляющим своих обязанностей по договору.

В соответствии с требованиями Положения, любые иные объекты гражданского права не являются средствами инвестирования в ценные бумаги и не могут быть переданы в доверительное управление.

Таким образом, можно классифицировать доверительное управление по объектам. Выделяют соответственно доверительное управление ценными бумагами и доверительное управление средствами инвестирования в ценные бумаги.

Рассмотрим подробно стороны договора доверительного управления: учредитель управления и доверительный управляющий.

Учредителями управления (собственниками имущества) могут быть российские и иностранные физические и юридические лица, а также Российская Федерация, субъекты РФ и муниципальные образования. Права учредителя могут принадлежать органу опеки и попечительства (при необходимости постоянного управления имуществом подопечного), исполнителю завещания (душеприказчику) или иному лицу, указанному в законе (статья 1026 ГК РФ).

Выгодоприобретатель – лицо (лица), в пользу которого учреждено доверительное управление. Как правило, выгодоприобретатель не является стороной договора, за исключением случаев, когда выгодоприобретатель и учредитель управления – одно лицо. Доверительный управляющий не может быть назначен выгодоприобретателем.

Доверительный управляющий – индивидуальный предприниматель или коммерческая организация, за исключением унитарного предприятия. В некоторых случаях, предусмотренных законом, доверительным управляющим может быть гражданин, не являющийся предпринимателем или некоммерческая организация, за исключением учреждения. В соответствии с №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», деятельность по доверительному управлению ценными бумагами может осуществляться только юридическим лицом, а правила лицензирования профессиональных участников фондового рынка уточняют –

коммерческой организацией, созданной в форме акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью.

Особую роль в процессе создания системы взаимодействия профессиональных участников между собой и с конечным потребителем, в частности управляющих компаний с инвесторами, играет стандартизации деятельности, полноценный анализ действий управляющих компаний и оперативность получения конечной информации о средствах, переданных в доверительное управление.

Этот вопрос решается появлением на рынке такой услуги, как опека средств инвестора, которая позволяет наладить организацию эффективного взаимодействия с доверительными управляющим, оперативный контроль за деятельностью управляющих компаний в части управления средствами инвестора, консультационную поддержку и профессиональное информационно-аналитическое сопровождение инвестиционных процессов инвестора.

Требование опеки (контроля) средств появляется в том случае, когда инвестор передает или планирует передать активы в доверительное управление нескольким управляющим компаниям, поскольку сразу возникает необходимость организовать как минимум следующую работу⁷:

- взаимодействие с бэк-офисами управляющих компаний в части получения от них необходимой для инвестора отчетности по активам, отданным в доверительное управление;

- контроль правильности составления отчетности управляющей компании и достоверности информации, содержащейся в отчетности;

- сведение данных из отчетов разных управляющих в единый отчет (отчеты) для общего анализа управления активами; возникает необходимость преобразования данных отчетов каждой управляющей компании в универсальные сопоставимые значения, поскольку методика расчетов одних и тех же по сути параметров управления портфелями у различных управляющих компаний неодинакова;

- анализ эффективности управления средствами по каждой управляющей компании;

- контроль за соблюдением управляющими компаниями инвестиционных деклараций и иных договоренностей по управлению активами.

В результате, данный вид услуг направлен на максимально эффективный контроль и предоставление инвестору результатов деятельности его доверительных управляющих: различной отчетности как в отношении каждой управляющей компании, так и в сводных формах сопоставимых показателей. Это дает возможность инвестору оперативно контролировать деятельность нескольких доверительных управляющих и добиваться наибольшей эффективности от управляющих компаний при управлении средствами инвестора. Однако данный подход применим и в случае, когда инвестор взаимодействует с одним управляющим, а не с несколькими.

Для осуществления своей деятельности доверительный управляющий должен получить лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на ведение деятельности по управлению ценными бумагами и иметь собственный капитал в размере не менее 35 000 МРОТ⁸. В тоже время организация вправе заключить договор доверительного управления, не имея названной лицензии, при условии, что договором будет определено, что доверительное управление связано лишь с осуществлением прав по передаваемым в управление ценным бумагам.

Применительно к доверительному управлению закрепленными в федеральной собственности акциями акционерных обществ установлены дополнительные требования, определенные «Правилами проведения конкурсов на право заключения договоров доверительного управления находящимися в федеральной собственности акций акционерных обществ», утвержденными Постановлением Правительства РФ от 07.08.1997 года №989. Для участия в конкурсе на получение права на заключение договора, кандидат на доверитель-

ное управление, помимо лицензии, должен подтвердить чистые активы либо собственные средства в размере, определяемом в соответствии с действующим на момент подачи заявки законодательством, на не менее 20% цены акций, передаваемых в доверительное управление.

Деятельность по доверительному управлению ценными бумагами может совмещаться с брокерской, дилерской и депозитарной деятельностью.

В ГК РФ перечислены существенные пункты договора (ст. 1016):

- состав имущества, передаваемого в доверительное управление;
- наименование юридического лица или имя гражданина – выгодоприобретателя;
- система вознаграждения доверительного управляющего;
- инвестиционная декларация;
- срок действия договора.

Процесс заключения и исполнения договора доверительного управления представлен на рис. 1.

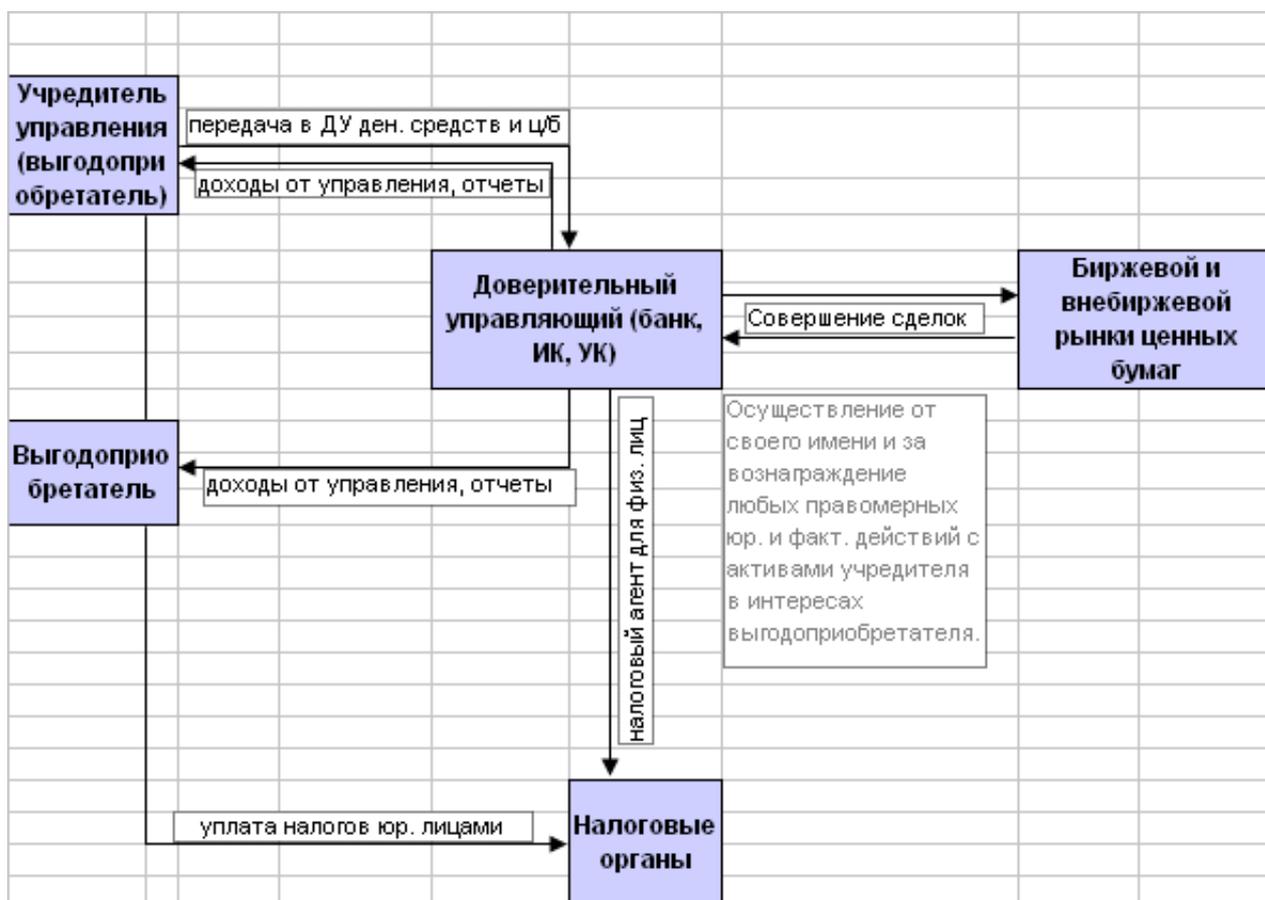


Рис. 1. Схема реализации услуги доверительного управления

Реализация услуги доверительного управления производится в несколько этапов:

1. Учредитель управления определяет порядок управления активами с доверительным управляющим и подписывает договор доверительного управления;
2. На основании договора учредитель перечисляет определенную денежную сумму в банк на счет доверительного управляющего. В случае передачи ценных бумаг – учредитель переводит их на счет ДЕПО в депозитарий;
3. Доверительный управляющий формирует и управляет инвестиционным портфелем на рынке ценных бумаг;
4. Доверительный управляющий представляет соответствующий отчет учредителю и выгодоприобретателю в соответствии с оговоренными в договоре условиями и сроками;

5. По окончании действия договора выгодоприобретатель получает активы, доход от управления в виде денежных средств или ценных бумаг.

Как правило, доходы управляющего устанавливаются в виде комиссионного вознаграждения, которое определяется как регулярные (ежеквартальные, ежегодные) отчисления от дохода или прибыли – доход без гарантированной ставки. Вознаграждение может устанавливаться и как определенный процент от основной суммы имущества, переданного в доверительное управление, уплачиваемой периодически или после окончания действия договора о трасте – гарантированная ставка дохода.

Договоры с гарантированной ставкой подразумевают консервативное управление (покупка государственных и муниципальных облигаций). Явным недостатком данной системы для учредителя (инвестора) – отсутствие у управляющего стимула в эффективном размещении активов, поскольку независимо от получения и объема полученной прибыли, управляющий получает фиксированную комиссию.

Что касается запрещающих норм, профессиональный участник рынка ценных бумаг не вправе осуществлять доверительное управление в отношении ценных бумаг зависимых от него организаций, а также дочерних организаций от зависимых организаций данного профессионального участника. Данное положение закреплено Постановлением ФКЦБ РФ от 20.01.1998 года №3.

Помимо вышеуказанного документа, процедура доверительного управления средствами инвестирования в ценные бумаги при передаче их брокерам закреплена в «Положении о ведении счетов денежных средств клиентов и учете операций по доверительному управлению брокерами», утвержденном Постановлением ФКЦБ России от 20.10.1997 г. №38.

Денежные средства и ценные бумаги, переданные доверительному управляющему, обособляются от собственных денежных средств управляющего, на них не может быть обращено взыскание по обязательствам управляющего, и эти денежные средства не могут быть включены в их конкурсную массу в случае банкротства. Данные по доверительному управлению не включаются в бухгалтерскую отчетность, составляемую управляющим и представляемую государственным органам. Учет, связанный с осуществлением операций по доверительному управлению, ведется обособленно на отдельном (обособленном) балансе по каждому клиенту и по каждому договору доверительного управления.

Клиенты доверительного управляющего самостоятельно несут ответственность за отражение в бухгалтерском учете в установленном законодательством порядке операций со своим имуществом. Управляющий не производит уплаты налоговых платежей за своих клиентов, за исключением случаев, когда клиентом доверительного управляющего является физическое лицо, не зарегистрированное в качестве предпринимателя без образования юридического лица, либо юридическое лицо, не являющееся резидентом РФ и не ведущее инвестиционную деятельность в РФ через постоянное представительство (иностранное юридическое лицо). В этих случаях управляющий ведет бухгалтерскую отчетность по операциям с имуществом такого клиента, а также несет ответственность за правильное и своевременное ее представление в налоговые органы и удержание налога с доходов указанных лиц в установленном законодательством РФ порядке. Следует отметить, что заключение договора доверительного управления с доверительным управляющим не приводит к появлению постоянного представительства в РФ иностранного юридического лица, не имевшего ранее такого представительства.

Доверительный управляющий обязан ежеквартально вручать клиентам отчет о проведенных операциях, включая информацию о движении ценных бумаг и денежных средств. Предоставление иной информации и предоставление информации в иные сроки определяются договором с клиентом. При этом доверительный управляющий гарантирует тайну операций и счетов своих клиентов. Справки по операциям и счетам юридических лиц и граждан выдаются третьим лицам в порядке и на основаниях, предусмотренных законодательством РФ о банковской тайне.

В соответствии с пунктом 3.3. «Положения о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг», утвержденным постановлением ФКЦБ России от 02.10.1997 г. №27, доверительный управляющий регистрируется в реестре акционеров. При осуществлении регистрации в системе ведения реестра ему открывается лицевой счет с отметкой «ДУ». Ценные бумаги, учитываемые на лицевом счете доверительного управляющего, не учитываются на лицевом счете зарегистрированного лица, в интересах которого действует доверительный управляющий.

Пунктом 2.4. предусмотрено для расчетов по деятельности, связанной с доверительным управлением, открытие отдельных расчетных счетов на имя доверительного управляющего. Тем самым, устраняется возможность открытия счета в банке на имя учредителя управления и назначения доверительного управляющего распорядителем счета.

Надо признать, что правила, установленные в рамках гражданского законодательства для доверительного управления имуществом, не могут быть применены на общих основаниях, если объектом доверительного управления выступают ценные бумаги. Связано это с тем, что ценные бумаги являются очень специфичным объектом доверительного управления.

В то же время, правовые аспекты, отличающие его от других объектов, Гражданским Кодексом не урегулированы, поскольку ст. 1025 ГК РФ предусматривает принятие специального закона о доверительном управлении ценными бумагами. Проект такого закона был подготовлен и направлен в Госдуму Российской Федерации, но принятие его откладывается.

В настоящий момент основания, условия и порядок осуществления доверительного управления ценными бумагами определены лишь ведомственными нормативными актами Федеральной службы финансовым рынкам Российской Федерации и Центрального банка Российской Федерации, что не является достаточной нормативной базой для управления таким особым объектом, как ценные бумаги.

В связи с наличием неурегулированных моментов в существующем законодательстве, разбросанностью норм, регламентирующих доверительное управление ценными бумагами, по отдельным законам и подзаконным актам, неоднозначностью их толкования в процессе осуществления доверительного управления ценными бумагами возникают противоречия. Таким образом, для приведения к единообразию процесса осуществления доверительного управления в сфере обращения ценных бумаг требуется принятие закона о доверительном управлении ценными бумагами.

На основании изложенного определим правовые формы доверительных отношений: 1) доверительная собственность – это вещное право лица на имущество, переданное ему на основе особого доверия и для целей, указанных собственником имущества; 2) доверительное управление – это обязательство, в силу которого собственник передает имущество на основе особого доверия лицу, которое обязуется управлять имуществом в интересах собственника или указанного им лица за вознаграждение.

Эти определения выражают основные черты возможных в России законодательных конструкций. При формулировании императивных условий новых правовых форм законодатель должен учесть приемлемый для России проверенный зарубежный опыт.

«Доверительная собственность – это применение правила морали», – писал Э. Дженкс. Данный тезис должен быть положен в основу правового закрепления этических норм, регулирующих предпринимательское использование чужого имущества. Государственное регулирование доверительных отношений призвано установить минимум необходимых и достаточных императивных требований, а также равновесие моральных и рыночных правил.

1.2. Коллективное доверительное управление портфелем финансовых активов

Формирование эффективного рынка доверительных услуг связано с возникновением у организаций и населения потребности доверить ведение своих финансовых и юридических дел специалистам, гарантирующим высокий доход, сохранность собственности и выполнение обязательств. Наибольшее распространение в России получили услуги доверительного управления портфелем финансовых активов (ценных бумаг).

В первую очередь можно выделить коллективное управление (управление портфелями ценных бумаг фондов коллективного инвестирования) и индивидуальное управление (управление персональными портфелями ценных бумаг). Наглядно все виды доверительного управления портфелем финансовых активов, существующие в современных российских условиях представлены и систематизированы на рис. 2.



Рис. 2. Виды доверительного управления портфелем финансовых активов

Проведем сравнительный анализ вышеуказанных видов доверительного управления.

Коллективное инвестирование – это услуги доверительного управления финансовыми ресурсами в целях максимизации прибыли, которая достигается в результате концентрации финансового капитала и вложения его в надежные и высокоприбыльные активы. По сути дела, существуют две схемы коллективного инвестирования: паевые инвестиционные фонды (ПИФ) и общие фонды банковского управления (ОФБУ).

ПИФ – это механизм создания общего имущества владельцев инвестиционных паев путем приобретения каждым учредителем доверительного управления пая (паев), который обладает качествами ценной бумаги, со всеми вытекающими отсюда вещными правами. Перед тем как учредитель доверительного управления становится владельцем инвестиционного пая, он уже совершает инвестиционную операцию, приобретая имущество, которое может продать, обменять, заложить и т.п. Имущество ПИФ принадлежит владельцу инвестиционных паев на праве общей долевой собственности, но выдел из него доли в натуре не допускается. Владелец инвестиционных паев может только получить денежный эквивалент стоимости пая на момент его погашения управляющей компанией за счет средств ПИФ.

Доверительное управление ПИФ осуществляет управляющая компания, образовавшая фонд, в интересах учредителей доверительного управления – владельцев инвестиционных паев. Такая управляющая компания должна отвечать ряду условий:

- быть созданной в форме закрытого или открытого акционерного общества, общества с ограниченной ответственностью, общества с дополнительной ответственностью;

- в числе участников не должно быть Российской Федерации, субъектов Российской Федерации, муниципальных образований;

- иметь возможность совмещать деятельность по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами только с деятельностью по доверительному управлению ценными бумагами и деятельностью по управлению страховыми резервами страховых компаний;

- размер собственных средств должен быть не ниже устанавливаемого федеральным органом исполнительной власти (не менее 30 млн. рублей);

- быть способной обеспечить соотношение размера собственных средств и суммарной стоимости активов (инвестиционных резервов) акционерных инвестиционных фондов, активов паевых инвестиционных фондов и пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов, находящихся у нее в управлении, не ниже уровня, устанавливаемого федеральным органом исполнительной власти (в настоящее время уровень не установлен).

Управляющая компания должна иметь лицензию на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами.

В соответствии с российским законодательством ПИФ – это обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителями доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией. ПИФ бывают открытые (возможность вывести или внести деньги существует в любой рабочий день), интервальные (деньги принимаются и выводятся только в заранее определенный отрезок времени, но не реже двух раз в год) и закрытые (деньги можно вывести только по истечении срока действия фонда).

В структуру ПИФ входят управляющая компания, спецдепозитарий, спецреестр, аккредитованный банк, аудитор (рис. 3). Регулирующую функцию в отношении ПИФ осуществляет Правительство Российской Федерации в соответствии с нормативными правовыми актами РФ. Контроль и надзор за деятельностью управляющей компании ПИФ после упразднения ФКЦБ России осуществляет Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) в соответствии с нормативными правовыми актами Российской Федерации и нормативными правовыми актами Правительства Российской Федерации. Для расчетов по операциям, связанным с доверительным управлением ПИФ, на имя управляющей компании открывается отдельный банковский счет (счета) с указанием на то, что она действует в качестве доверительного управляющего, и названия паевого инвестиционного фонда. Банк является субъектом инфраструктуры ПИФ. Нормативные правовые документы требуют, чтобы управляющая компания для работы с ПИФ пользовалась услугами специализированного депозитария и специализированного регистратора – так называемыми директивными услугами.

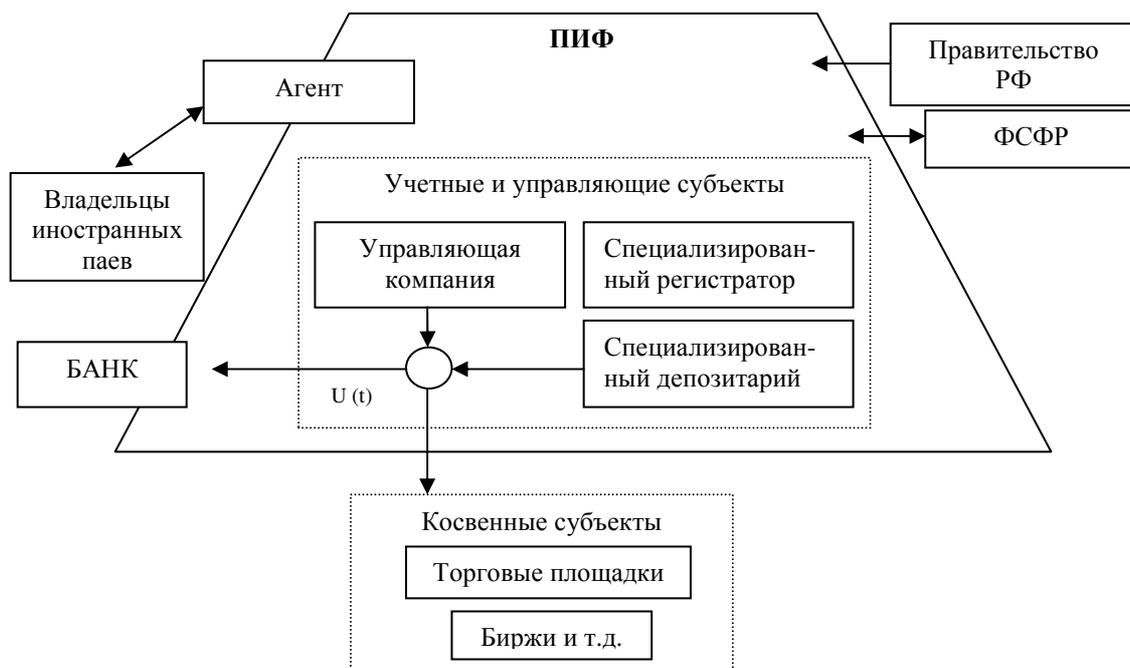


Рис. 3. Инфраструктура паевого инвестиционного фонда

Особенность инвестиционного пая как инструмента рынка ценных бумаг в том, что инвестор не платит подоходный налог до тех пор, пока не продаст свой пай. Таким образом, если инвестор вкладывает свои деньги на срок более одного года, он получает возможность рекапитализировать свои доходы. С этим связан значительный рост количества ПИФ с середины 90-х годов по настоящее время (см. рис. 4).

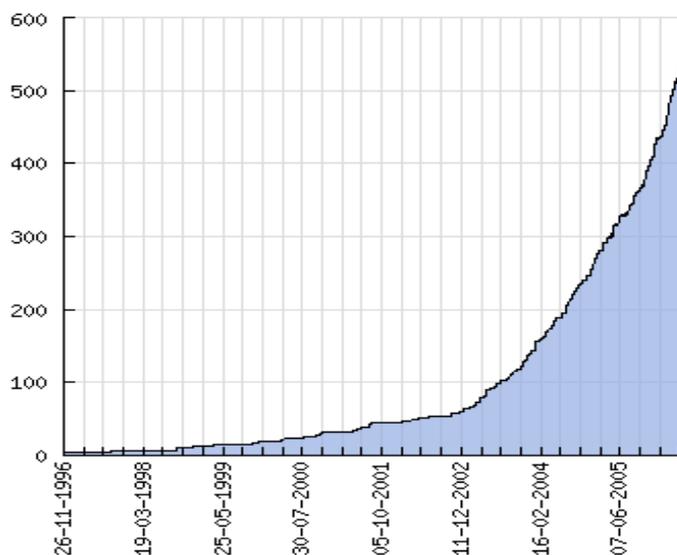


Рис. 4. Рост количества ПИФ

Фонд снижает риск, который несет каждый отдельный вкладчик. Инвестор ПИФ осведомлен о направлениях инвестирования, и поэтому имеет возможность выбрать фонд, соответствующий его предпочтениям.

Небывалый рост российского фондового рынка, наблюдавшийся в 2004 году, благоприятно отразился на финансовых показателях практически всех паевых фондов. По итогам 2005 г. ни один ПИФ не показал отрицательную доходность. Так, из 91 открытого ПИФ (СЧА более 30 млн. руб.) 67 заработали для своих пайщиков более 20%, что в два

раза выше инфляции (10,9%) и средней ставки по банковским депозитам (10,5%) за аналогичный период.

Если в 2004 году основной задачей перед управляющими было обеспечение дохода для своих пайщиков хотя бы выше инфляции, то 2005 год прошел под знаком «гонки за максимальным результатом». Это послужило причиной увеличения не только доходов пая, но и роста стоимости чистых активов ПИФ (рис. 5). К сентябрю 2006 года показатели СЧА ПИФ по России достигли 380 млрд. рублей. Что касается доходности, лучший результат показали фонды рискованных стратегий, показатели которых в большей степени зависели от ситуации на рынке акций, который и стал определяющим для рынка коллективных инвестиций в 2005-2006 годах.

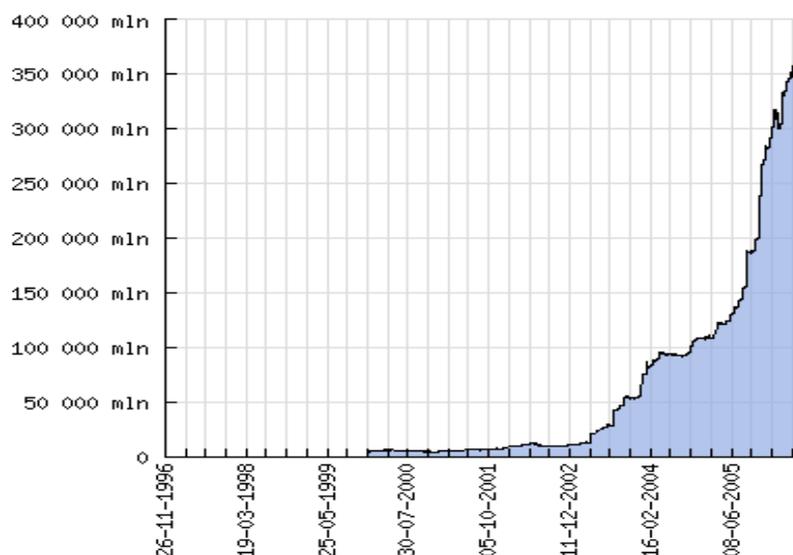


Рис. 5. Рост стоимости чистых активов ПИФ

Наилучший результат среди открытых ПИФ по итогам 2005 года показал «Альянс-Росно-Акции» (УК «Альянс РОСНО»), за 12 месяцев увеличивший благосостояние своих пайщиков на 89,06%. Второе место по доходности занимает фонд «Добрыня Никитич» под управлением «Тройка Диалог» с приростом стоимости пая 87,85%. Замыкает тройку самых доходных паевых фондов за год и тройку самых доходных ПИФ акций – «КапиталЪ-Перспективные вложения» Управляющей компании «КапиталЪ» (+85,66%).

Среди фондов смешанных стратегий лидирующую позицию занимает ПИФ «Гранат» (УК «Росбанка») прирост стоимости пая которого за 1 год составил чуть менее 80%. Доходность 77,92% показал фонд «Финам Первый» (под управлением «Финам Менеджмент»), что позволило ему занять второе место.

Первое место среди фондов «консервативных» стратегий принадлежит ПИФ «Открытие-Облигации» (УК «Открытие»), который за 12 месяцев 2005 года заработал для своих пайщиков более 24%, что существенно ниже аналогичных показателей фондов акций и смешанных инвестиций, но вполне приемлемо для этого типа ПИФ⁹.

Тем не менее, даже самые лучшие показатели открытых фондов не могут превзойти доходность интервальных, способных за 1 год заработать для своих инвесторов более 100% (табл. 1).

Рейтинг ПИФ по доходности на 31.08.2006 г.

ПИФ	Управляющая компания	Тип фонда	Прирост стоимости пая
Алмаз	УК Росбанка	Интервальный, акции	69,26%
Витус - фонд акций	Витус	Интервальный, акции	68,20%
УНИВЕР – фонд акций	Универ	Открытый, акции	65,72%
Смелый	Лазурит	Интервальный, смешанный	63,67%
АГАНА – Экстрим	АГАНА	Открытый, акции	60,85%
Индекс ММВБ	Пиоглобал Эссет Менеджмент	Интервальный, индексный	52,26%
Солид – Индекс ММВБ	СОЛИД Менеджмент	Открытый, индексный	50,06%
Витус - фонд накопительный	Витус	Интервальный, смешанный	46,38%
Евразия	Инвариант	Интервальный, смешанный	46,37%
ПРОСПЕКТ-Индекс ММВБ	ПРОСПЕКТ - Монтес Аури	Открытый, индексный	46,12%

Так, на 140,32% выросла стоимость пая интервального ПИФ «Энергия Капитал». По словам начальника отдела развития «Интерфин Капитала» Евгения Фазлеева, «Энергия Капитал» является отраслевым фондом, ориентированным на инвестиции в электроэнергетику. Однако стоит учитывать и тот факт, что интервальные фонды могут держать в своем инвестиционном портфеле до 50% неликвидных и потенциально более высокодоходных акций второго эшелона, тогда как для открытых фондов этот рубеж составляет всего 10%.

Характерной чертой развития ПИФ на современном этапе является стабильность. Это проявляется как в поступательном развитии инфраструктуры отрасли, так и в устойчивых финансовых показателях. Перспективы развития коллективного инвестирования посредством ПИФ во многом зависят от целого ряда факторов политического и экономического характера. Большое значение для развития отрасли будет иметь происшедшая либерализация законодательной базы паевых фондов (увеличение доли ценных бумаг одного эмитента в активах фонда и доли недвижимости в активах интервального фонда). Более прочному положению фондов на рынке будет способствовать появление новых достаточно надежных и ликвидных финансовых инструментов, таких, например, как корпоративные облигации Газпрома, ЛУКОЙЛа. Однако уже сейчас ПИФ отличается достаточно высоким доходом даже в среднесрочной перспективе.

ОФБУ – это фонды, создаваемые банками для коллективного инвестирования среди пайщиков. Пайщиками могут быть как физические, так и юридические лица. Для вступления в фонд необходимо заключить с банком договор доверительного управления. В ОФБУ разрешено принимать не только деньги и ценные бумаги, но также и драгоценности. Доверительный управляющий ОФБУ – кредитная организация, созданная и функционирующая в соответствии с требованиями текущего законодательства и удовлетворяющая на момент регистрации ОФБУ следующим условиям:

- с момента государственной регистрации прошло не менее одного года;
- размер собственных средств (капитала) должен составлять не менее 100 млн. рублей;

лей;

- на шесть последних отчетных дат перед датой принятия решения о создании ОФБУ организация должна быть отнесена к I категории по финансовому состоянию («Финансово стабильные банки»), определяемой территориальным учреждением Банка России.

Кредитная организация должна иметь не только лицензию Банка России, но и (в соответствии с федеральными законами) лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг, дающую право на осуществление деятельности по доверительному управлению ценными бумагами в случае, если объектом доверительного управления будут являться ценные бумаги.

Если кредитная организация будет создавать ОФБУ, в состав которого будут входить валютные ценности (иностранная валюта, ценные бумаги, выраженные в иностранной валюте, драгоценные металлы и природные драгоценные камни), необходимо получить соответствующую лицензию Банка России на осуществление операций с иностранной валютой и / или драгоценными металлами.

Регулирующую функцию в отношении ОФБУ осуществляет Банк России в соответствии с нормативными правовыми актами Российской Федерации (рис. 6).

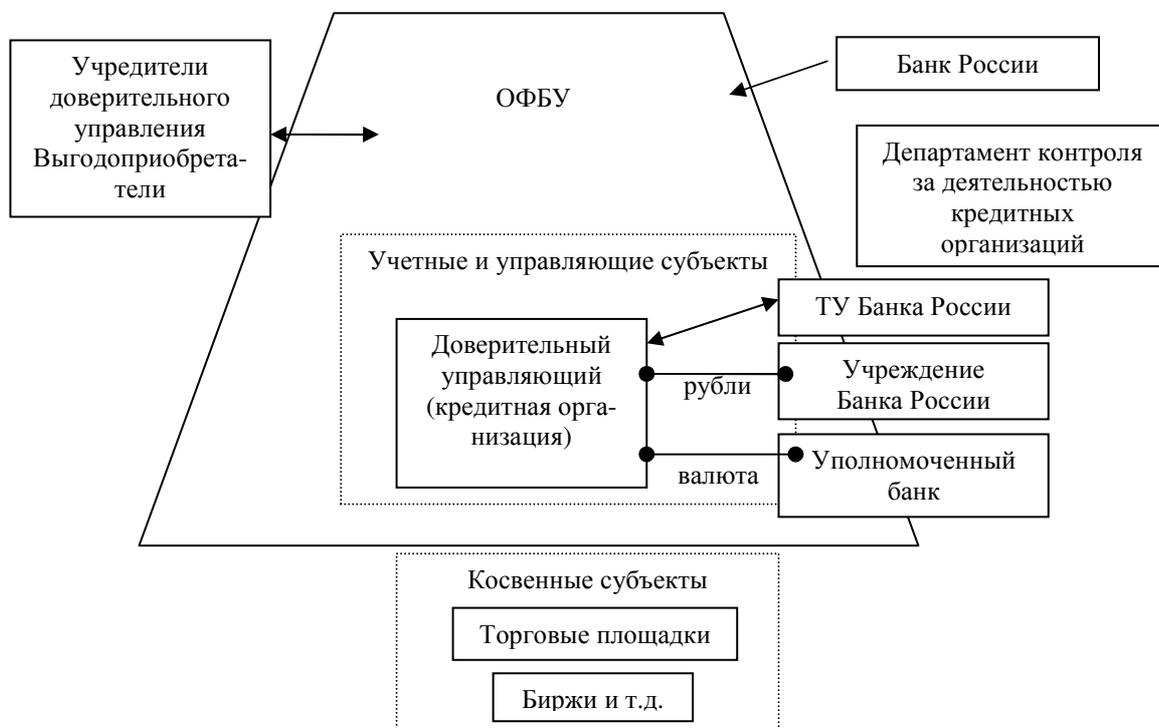


Рис. 6. Инфраструктура общих фондов банковского управления

Контроль и надзор за деятельностью доверительного управляющего ОФБУ осуществляет Департамент контроля за деятельностью кредитных организаций на финансовых рынках Банка России через Территориальное управление Банка России в соответствии с нормативными правовыми актами Российской Федерации и нормативными правовыми актами Банка России. Для проведения расчетов в рублях по доверительному управлению доверительный управляющий открывает в учреждении Банка России отдельный лицевой счет балансового счета «Финансовые организации». Указанный счет открывается доверительному управляющему по месту открытия своего корреспондентского (субкорреспондентского) счета. Для проведения доверительным управляющим расчетов по доверительному управлению в иностранной валюте счет открывается в других уполномоченных банках.

Доходы, за вычетом вознаграждения, причитающегося доверительному управляющему, и компенсации расходов доверительного управляющего на управление ОФБУ, делятся пропорционально доле каждого учредителя доверительного управления в имуществе ОФБУ. Подразделение кредитной организации, проводящее доверительные операции, составляет справку – ведомость о доходах, причитающихся выгодоприобретателям (за подписью управляющего ОФБУ), на основании которой осуществляется выплата доходов. Для осуществления операций с имуществом ОФБУ доверительному управляющему не нужно ничего согласия, кроме собственного решения.

Аудит операций доверительного управляющего, а также выполнение оценочных операций для имущества ОФБУ которое этого требует, совершается в общем порядке, регламентированном Банком России для кредитных организаций, и ничем особенным не выделяется.

Как правило, в ОФБУ устанавливают минимальную планку вноса – сейчас это сумма от одной до трех тысяч рублей. После внесения денег инвестору выдается сертификат долевого участия.

Если доходность по ПИФ может достигать 80-90%, то у ОФБУ этот показатель носит весьма консервативный характер. Как видно из табл. 2, лучшая доходность, которую показали ОФБУ в 2005-2006 годах, составила 41%¹⁰. Что касается СЧА, то этот показатель заметно отстает от показателей ПИФ в несколько десятков раз (рис. 7, табл. 3).

Вкладчик в любой момент может продать свой сертификат обратно банку, но, как показывает практика, целесообразнее держать пай не менее года. ОФБУ рассчитаны на долгосрочные вложения, краткосрочные вложения, как правило, невыгодны.

ПИФ и ОФБУ – структуры родственные, но отождествлять их нет никаких оснований. Проведем сравнительный анализ типов фондов (табл. 3, 4)¹¹.

Таблица 2

Рейтинг ОФБУ по доходности на 31.08.2006 г.

ОФБУ	Банк	Прирост стоимости пая
Базовые отрасли	Уральский Банк Реконструкции и развития	41,86%
Хедж-фонд	Славянский кредит	41,23%
Центр-инвест Первый	Центр-инвест	39,94%
Славянский	Славянский кредит	37,79%
Универсальный (УБРР)	Уральский Банк Реконструкции и развития	29,76%
Перспектива	Лэфко-Банк	29,23%
Юниаструм Индексный фонд российских акций	Юниаструм	29,02%
Юниаструм Индексный Фонд Китайских Акции	Юниаструм	28,66%
Гарант Фонд 1	Юниаструм	28,13%
Универсальный	ТАНДЕМБАНК	24,41%

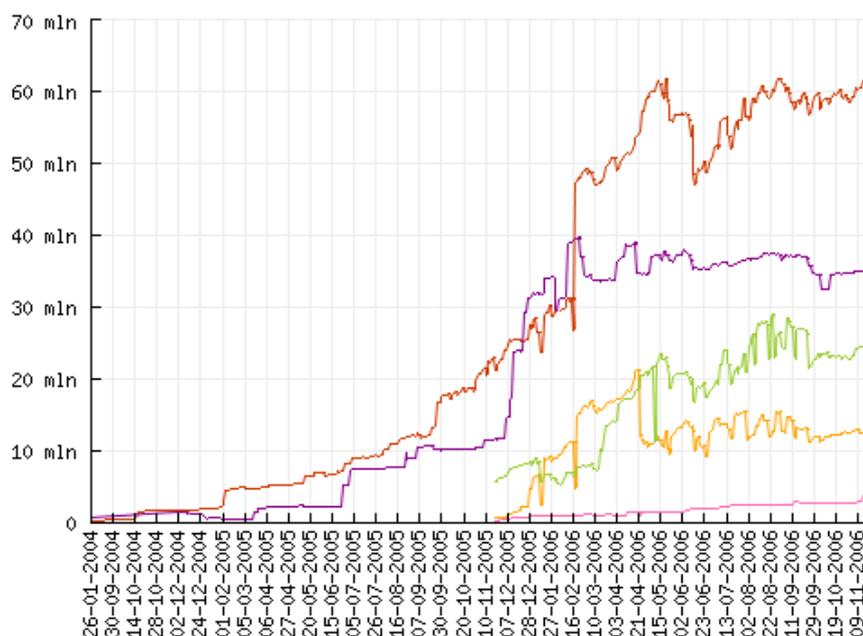


Рис. 7. Рост стоимости чистых активов ОФБУ

Регулирование и ОФБУ и ПИФ предполагает наличие у обоих разработанной инвестиционной политики, выраженной в форме инвестиционной декларации, в соответствии с которой доверительный управляющий обязан вести инвестиционные операции с общим имуществом фонда. Требования к инвестиционной декларации ПИФ определяются требованиями регулирующего органа к составу и структуре активов фонда (Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 14 августа 2002 г. №31/пс). Эти требования в настоящее время различны по типу фонда (закрытый, открытый, интервальный) и в зависимости от генеральной инвестиционной направленности фонда – его категории.

Таблица 3

Сравнительная характеристика финансовых показателей ПИФ и ОФБУ

Год	ОФБУ	ПИФ
Сумма чистых активов (млрд. руб.)		
2004	2 852	108 949
2005	7 733	234 035
2006	-	380 000
Средний размер доходности (%)		
2004	10-20	20-40
2005	20-40	40-60
2006	20-35	40-70

Таблица 4

Сравнительная характеристика форм коллективного доверительного управления

Характеристика	ОФБУ	ПИФ
Доверительный управляющий	Коммерческий банк	Управляющая компания
Государственное регулирование	Деятельность достаточно свободна (по сути, только Инструкция ЦБ РФ №63 *)	Имеется жесткая система регулирования, что в целом повышает защиту инвесторов

Объект доверительного управления	Большой спектр, включая денежные средства в валюте РФ и в ин. валюте, ценные бумаги, природные драг. камни и драг. металлы, производные финансовые инструменты, западные активы, депозиты	Денежные средства. Имеются возможности инвестирования в недвижимость
Инструменты	Пай ОФБУ – «номинальный пай» – ценной бумагой не является. Индикатор динамики доходности вложения конкретного пайщика	Пай ПИФ – ценная бумага – может быть предметом залога. Обращение паев подчинено законодательству о ценных бумагах. Ликвидны и распространены
Форма получения дохода учредителем управления	- Накопленные проценты на долю в составе ОФБУ - Присоединение накопленных процентов - Возврат принадлежащей доли, рассчитанной как пропорц. часть суммы активов ОФБУ за вычетом вознаграждения доверительного управляющего	Разница между ценой приобретения пая и ценой его погашения или продажи, получаемая в соответствующий момент в денежной форме только владельцем инвестиционного пая
Доходность, 01.01 - 31.08.2006 **	Отрицательная: до - 55,23% Положительная: 0,59 - 41,86%	Отрицательная: до – 10,19% Положительная: 0,02 – 69,26%
Издержки фонда	Выплачивает комиссию управляющей компании, банку, специализированному депозитарию и специализированному регистратору. Верхняя граница суммы вознаграждений – не более 10% среднегодовой СЧА	Выплачивает комиссию (не регламентирована) только управляющей компании. Как правило, фиксированная часть (1-1,5% в год от среднегодовой СЧА) и премия (10-20% в год от инвестиционного дохода)
Наличие риска при падающем рынке	Меньший риск. Поскольку ОФБУ более свободны в плане инвестирования, могут инвестировать средства в западные активы, до 100% средств держать в депозитах, возможно открытие «коротких» позиций.	Большой риск. Т.к. имущество ПИФ не может быть предметом залога, нет возможности к открытию «коротких» позиций. В периоды массового падения рынка - переложиться в менее падающие активы и частично уйти в деньги.

* Инструкция ЦБ РФ № 63 «О порядке осуществления операций доверительного управления и бухгалтерском учете этих операций кредитными организациями РФ» от 02.07.1997 г.// Справочно-информационная система «Гарант».

** Рейтинги ОФБУ и ПИФ по доходности. По данным информационного сервера “InvestFunds”//www.investfunds.ru

Разобраться в этой регламентации требований, направленной на диверсификацию рисков ранжированного уровня по типу и категории фонда довольно трудно (так же как и работать с ними управляющей компании и специализированному депозитарию). Для владельца инвестиционных паев это выражается в качественном отношении: «доходность» против «ранг риска по типу и категории фонда». С другой стороны, при всей имеющейся сложной регламентации, ожидать какого-либо значительного различия в доходности однотипных фондов равной категории от различных управляющих компаний не приходится. Это сильно зарегулированная сторона паевых инвестиционных фондов. Хотя и декларируется право владельца инвестиционного пая требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления фондом, фактическая его реализация не понятна – на изменение инвестиционной декларации фонда он влиять не может.

В ОФБУ не существует градации наименований вложений активов в зависимости от типов фондов (открытый, интервальный, закрытый) из-за отсутствия требований к та-

кой градации. Отсутствуют и некоторые другие ограничения, заложенные в нормативных документах ФКЦБ. Для ОФБУ требования к инвестиционной политике заключаются всего в одном положении, по которому ОФБУ не может вкладывать более 15% своих активов в ценные бумаги одного эмитента либо группы эмитентов, связанных между собой отношениями имущественного контроля или письменным соглашением. Это ограничение не распространяется на государственные ценные бумаги. У доверительного управляющего есть право формировать инвестиционную политику, выраженную в инвестиционной декларации, как можно более соответствующую экономической ситуации и право доказать учредителю доверительного управления что при определенном уровне риска его инвестиционная политика для данного ОФБУ будет наиболее доходной. ОФБУ имеют неограниченные возможности по реализации инвестиционных стратегий с западными ценными бумагами, драгоценными металлами, что позволяет составить диверсифицированный портфель и регулировать инвестиционные риски. Доверительный управляющий не может изменить инвестиционную декларацию (как и общие условия) без письменного согласия на то всех учредителей доверительного управления данного ОФБУ. А это можно назвать, в отличие от ПИФ, уже реализованным правом требовать от доверительного управляющего надлежащего управления общим имуществом.

Еще одной особенностью и отличием ОФБУ от ПИФ является то, что для их работы не нужны спецдепозитарий и спецрегистратор, все эти функции могут выполнять подразделения самого банка – доверительного управляющего, что может способствовать увеличению потенциальной прибыльности для управляющего либо снижению издержек инвестора.

В отношении ОФБУ объектами доверительного управления для кредитной организации, выступающей в качестве доверительного управляющего, могут быть денежные средства в валюте Российской Федерации и в иностранной валюте, ценные бумаги, природные драгоценные камни и драгоценные металлы, принадлежащие резидентам Российской Федерации на правах собственности.

В состав активов под управлением ПИФ могут входить денежные средства, в том числе в иностранной валюте, а также:

- государственные ценные бумаги РФ и субъектов РФ;
- муниципальные ценные бумаги;
- акции и облигации российских открытых акционерных обществ;
- ценные бумаги иностранных государств; акции иностранных акционерных обществ и облигации иностранных коммерческих организаций;
- недвижимое имущество и имущественные права на недвижимое имущество.

Существенной особенностью ОФБУ является то обстоятельство, что подобные фонды могут инвестировать в любые ценные бумаги, в частности векселя, что практически не могут делать ПИФ. В целом в рамках работы ОФБУ гораздо легче и удобнее предлагать клиентам варианты инвестиционной декларации и учитывать их предпочтения. К этому стоит добавить, что возможно создание фондов драгметаллов для кредитных организаций, обладающих лицензией на работу с ними. Хотя, конечно, на этом пути существует много преград, в том числе и отсутствие в стране монетарного золота, при наличии только товарного, облагаемого НДС¹².

Паи ПИФ способны свободно обращаться на фондовом рынке. Их можно купить и продать любому лицу. Купить паи ОФБУ можно только в банке доверительного управляющего, в то время как паи ПИФов можно приобрести как у управляющего, так и в сети агентов и на свободном рынке. Паи ОФБУ можно предъявлять к выкупу только самому банку – доверительному управляющему. Вторичное обращение недопустимо.

Весьма существенной особенностью работы фондов является организация входа и выхода из фондов клиентов. В ПИФ можно передавать (за исключением закрытых фондов недвижимости и т.д.) только денежные средства. В отличие от этого в ОФБУ существует прямое вхождение ценными бумагами, что может быть крайне важно для потенциального

инвестора, обладающего определенным пакетом ценных бумаг и нередко не желающего, в том числе по психологическим мотивам, предварительно реализовывать этот пакет для вступления в паевой фонд.

По законодательству ПИФ – это имущественный комплекс без образования юридического лица, который не является плательщиком налогов. С момента передачи денег в фонд (покупки пая фонда) и до момента получения денежных выплат (продажи пая управляющему) средства инвестора не облагаются налогами, т. е. все промежуточные доходы опять реинвестируются, причем внутри фонда прибыли и убытки от операций с ценными бумагами различных категорий полностью сальдируются. В том случае если пай ПИФ – ценная бумага физического лица – находился в его владении более 3 лет, то подоходный налог с владельца пая не удерживается. Таких налоговых преимуществ не имеют вложения в ОФБУ, индивидуальное доверительное управление или брокерское обслуживание.

Что касается порядка налогообложения клиентов ОФБУ, в соответствии с Налоговым кодексом операции фонда ОФБУ необходимо рассматривать по каждому клиенту и затем облагать его соответствующим налогом. Вместе с тем существует позиция, которая говорит об обратном. Поскольку в ОФБУ клиент имеет общую долевую собственность с другими учредителями доверительного управления, то невозможно выделить конкретное имущество, принадлежащее каждому клиенту, и соответственно нельзя определить объект налогообложения и вместе с тем сумму налога. Поэтому делается вывод, что налогами будет облагаться прибыль/убыток при выходе клиента из фонда (при получении дохода). Окончательную ясность в этот вопрос внесло бы признание паев ОФБУ ценной бумагой.

До 1998 г. ПИФ и ОФБУ имели информационные показатели, которые были практически никому не известны. В настоящее время ПИФ – узнаваемый продукт, популяризацией которого среди населения активно занимаются управляющие компании и Лига управляющих. Систематически освещает эту отрасль и пресса. Вместе с тем ОФБУ до сих пор практически неизвестны инвесторам.

Несомненно, что в ближайшие годы отрасль коллективных инвестиций будет и дальше увеличивать свои обороты. Уже сейчас все больше наших граждан направляют свои сбережения в экономику России, в ценные бумаги российских предприятий.

Подводя итог проведенному анализу форм коллективных инвестиций, можно сказать, что важнейшей проблемой коллективных инвесторов является отсутствие единых стандартов управления инвестициями и единого законодательства, регулирующего взаимоотношения в этой сфере. Единство стандартов означает распространение общих принципов управления на все виды коллективных инвестиций.

1.3. Индивидуальное доверительное управление портфелем финансовых активов

Рыночные реформы в России привели к появлению финансовых инструментов, при эффективном использовании которых инвестор может получить значительную прибыль. Однако, на практике, потенциальный инвестор с небольшими сбережениями по-прежнему не рассматривается управляющими компаниями как полноправный клиент услуги индивидуального доверительного управления. Предпочтения отдаются крупным предприятиям, фирмам, имеющим значительные свободные активы. От этого страдают граждане-владельцы денежных средств, финансовый рынок и экономика страны, остро нуждающаяся в инвестициях.

В отличие от ПИФ и ОФБУ, относящихся в коллективному инвестированию и объединяющих в единый портфель небольшие суммы сотен и тысяч инвесторов, индивидуальное доверительное управление предоставляет инвестору с солидной суммой средств все многообразие способов зарабатывать на ценных бумагах для достижения его инвестиционных целей.

Индивидуальное доверительное управление, являясь эксклюзивной, элитной услугой, учитывает, предпочтения инвестора – он самостоятельно для себя определяет ту портфельную стратегию, которая отвечает его запросам доходности и риска и фиксируется в инвестиционной декларации. Кроме того, индивидуальное управление не ограничено в объектах инвестирования, как в случае коллективного инвестирования.

Поскольку при осуществлении индивидуального доверительного управления имущество учредителя учитывается отдельно и вкладывается в доходные активы (управляется) тоже отдельно, не возникает необходимости в сложных методиках расчетов долей по вложениям и распределению доходов и расходов для нескольких учредителей.

Существуют два вида вознаграждений управляющей компании:

1) вознаграждение за управление берется вне зависимости от результатов управления и связано с издержками компании по управлению активами клиента (1-2% от средней стоимости активов в год);

2) вознаграждение за успех берется с прироста рыночной стоимости активов клиента (10-15 % прибыли клиента).

Если сравнивать фонды коллективного управления с индивидуальным доверительным управлением, то, конечно, оптимизацию потоков платежей, налоговое планирование, построение оптимального портфеля по индивидуальным инвестиционным потребностям учредителя, предложить в рамках ОФБУ или ПИФ невозможно.

Эффективность индивидуального доверительного управления зависит от объема инвестиций: управление большими суммами более эффективно, поскольку возможно приобретение различных видов активов на более выгодных условиях, что увеличивает доходность, снижает степень риска и уменьшает относительные издержки из-за наибольшей диверсификации («экономия от масштаба»). Поэтому, как правило, эта услуга доступна только крупному инвестору. Например, минимальная сумма для инвестиций в десятке крупнейших управляющих компаний – 250 000 – 500 000 дол. (табл. 5).

Таблица 5

Сравнительная характеристика крупнейших управляющих компаний по основным показателям индивидуального доверительного управления

Управляющая компания	Привлеченные средства, млн. руб	Доходность за 1 год, до вычета издержек и вознаграгр.	Минимальная сумма инвестиций, руб. (эквивалент)	Базовые ставки вознаграждения УК в год	
				% от средней стоимости активов	% от прироста стоимости (дохода)
Тройка Диалог	9 904,85	19,79%	250 000 дол.	1	10
		66,30%			
		110,76%			
		91,67%			
		90,18%	500 000 дол.	2	25, свыше 3% годовых в валюте
		72,67%	250 000 дол.		20, свыше 3% годовых в валюте
18,99%	1 000 000 дол.	1	25, свыше 3% годовых в валюте	15, свыше 5% годовых в валюте	
УралСиб	2 417,91	70-80%	13 500 000 дол.	2	20
		15-20%		1,75	16
		60-80%		2	20
		10-15%		1,75	16
УК Банка Москвы	2 413,83	10-15%	100 000 дол.	0,75-2,0	10-20
		15-25%			
		20-30%			

		25-35%					
		30-100%					
		8-15%	200 000 дол.	0,75-2,0	10-20		
		5-15%					
		30-100%	500 000 дол.				
Альфа-Капитал	2 177,74	8-16%	250 000 дол.			-	-
		12-25%				-	-
		22-45%		-	-		
КИТ Финанс	1 698,03		15 000 000 дол.	-	-		
				-	-		
				-	-		
				-	-		

Индивидуальное доверительное управление можно классифицировать на *частное* и *корпоративное*. Частные услуги предоставляются физическим лицам. Сегодня состоятельные инвесторы становятся все более искушенными в работе на финансовых рынках и требовательными к качеству предоставляемых услуг. В этих условиях доверительные управляющие делают ставку на разнообразие и качество предоставляемых услуг и сопутствующих продуктов.

При этом особое внимание уделяется тому, чтобы услуги в области управления активами были представлены «ноу-хау». Кроме того, в современных условиях большое значение придается сегментации клиентской базы. Данные опроса 105 ведущих европейских участников рынка управления активами свидетельствуют¹³, что в качестве основных целей группы клиентов выступают: улучшение обслуживания, разработка соответствующих продуктов для каждой категории клиентов, позволяющих удерживать существующих и привлекать новых инвесторов. Кроме того, в ходе сегментации выявляются наиболее приоритетные группы клиентов, с которыми связано получение наибольшего дохода, на них и концентрируется работа персонала. Критерии формирования групп клиентов многообразны: по величине накопленного состояния, по склонности к риску, по инвестиционным целям и др.

Другой тип индивидуального доверительного управления – корпоративное (институциональное). Клиентами в этом случае выступают юридические лица: компании, корпорации, организации различной формы собственности. Институциональное доверительное управление возникает в том случае, если собственник имущества, не специализирующийся на его управлении, передает данное имущество профессиональному участнику рынка для более эффективного использования. Например, большой удельный вес в услугах по управлению данного типа составляют услуги компаниям по эффективному размещению эмиссии акций, обслуживанию облигационного займа.

По характеру предоставляемых услуг институциональное доверительное управление подразделяется на следующие группы:

1. Обслуживание облигационного займа. Причем право распоряжаться имуществом, служащим обеспечением займа переходит доверительному управляющему (собственнику). Заемщик, желая продлить срок займа, заключает договор с доверительным управляющим, который самостоятельно предпринимает все необходимые для этого действия. Это может быть процедура перезалога имущества или, по договоренности с кредитором, более эффективное его использование;

2. Временное управление делами компании в случае ее банкротства, санкции, реорганизации;

3. Обслуживание работников компании. Управление пенсионными, страховыми, социальными фондами работников предприятия, инвестирование аккумулированных средств и выплата вкладчикам всех причитающихся сумм;

4. Осуществление расчетных и платежных функций от имени клиента. Оплата долговых ценных бумаг, выплата дивидендов акционерам и т.д.;

5. Организация и управление «фондом погашения задолженности». Источником формирования такого фонда могут служить временно свободные денежные средства и другие оборотные активы предприятия. Используются средства такого рода фондов на следующие цели: погашение долговых обязательств перед кредиторами, выкуп заложенного имущества, выплата процентов и дивидендов, оплата расходов по ведению и составлению отчетов для держателей облигаций учредителя доверительного управления, регулирующих и контролирующих органов;

6. Депозитарные услуги – хранение и учет акций предприятия-эмитента;

7. Управление любым другим имуществом (недвижимость, нематериальные активы и т.д.), предприятие-собственник которого не имеет возможности распоряжаться им с максимальной эффективностью.

В целом индивидуальное доверительное управление (корпоративное и частное) предусматривает целый ряд сопутствующих услуг, среди которых консультирование клиентов по вопросам оценки, покупки, продажи имущества, эффективного вложения денежных средств, другие услуги консультанта по финансовым вопросам. Консультирование клиентов проводить выгодно, прежде всего, для кредитно-финансовых учреждений: расширяется спектр предоставляемых услуг, следствием чего является увеличение своей клиентской базы и повышения собственного рейтинга в глазах потенциальных клиентов; если консультирование проводится на платной основе, то эти услуги находят отражение в балансе как одна из статей, составляющих прибыль.

Наряду с перечисленными особенностями, индивидуальное доверительное управление имеет ряд других преимуществ перед коллективными фондами. Например, ПИФ подвержены снижению доходности на падающем рынке, однако в случае индивидуального доверительного управления можно зарабатывать даже на падении котировок акций. Суть вопроса в том, что индивидуальное доверительное управление допускает использование маржинальной торговли или торговли в кредит. В случае предполагаемого падения рынка заемные ценные бумаги продаются, а после падения покупаются для возврата. Полученный доход идет в портфель клиенту. В расчете на рост котировок акции могут покупаться как на все клиентские, так и на заемные деньги. За счет этого возрастает доход на каждый вложенный учредителем управления рубль. При этом адекватно возрастают и суммы возможных убытков.

С ценными бумагами и в интересах клиента доверительный управляющий может совершать и так называемые «сделки РЕПО». Операции РЕПО (фактически кредитование под залог ценных бумаг) – это сделки по продаже (покупке) ценных бумаг с обязательной последующей обратной их покупкой (продажей) через определенное время по определенной цене. Доверительный управляющий может также выйти на срочный рынок и совершать высокодоходные операции с фьючерсами и опционами или хеджировать (страховать) риски с помощью этих инструментов. И, наконец, при индивидуальном доверительном управлении возможность установить ряд условий для ограничения риска. Это может быть «стоп-лосс», который гарантирует инвестору, что его портфель не опустится ниже заданного уровня, например, 95% от первоначальной стоимости (если инвестор не терпим к риску), либо управляющий имеет возможность даже гарантировать минимальную доходность на уровне 5-10%.

Обобщая характеристики индивидуального доверительного управления как наиболее перспективного и быстро развивающегося на российском рынке в современных условиях, видим явное превосходство этой формы над коллективными инвестициями. Однако наряду с преимуществами существуют и недостатки:

1) высокий уровень минимальной суммы инвестирования (от 10 000 дол. при объединении со средствами других инвесторов и инвестировании в рамках базовой стратегии; от 250 000 до 300 000 дол. – при разработке индивидуальной стратегии);

2) отсутствие жесткого контроля со стороны других юридических лиц;

3) взимание налогов с физических лиц осуществляется по окончании каждого года, а не при выводе средств, не позволяя таким образом реинвестировать сэкономленные суммы налога.

Для детального изучения особенностей индивидуального доверительного управления проведем его сравнительный анализ с коллективным.

С точки зрения открытости в случае доверительного управления клиент имеет возможность видеть все операции, которые происходят с его портфелем. В любой момент времени он может узнать состояние своего портфеля и в случае острой необходимости может по телефону отдать приказ срочно реализовать все активы.

В противоположность доверительному управлению в ПИФ клиент не имеет представления, что происходит с его средствами. Он может отслеживать лишь стоимость своих паев.

Очевидно, клиентам интересно знать, что происходит с их активами. Инвестор чувствует себя гораздо комфортнее, когда четко представляет, что происходит.

Доверительное управление подобно прозрачному сейфу, в который клиент положил деньги и наблюдает за тем, как они работают. Эта услуга обеспечивает абсолютную прозрачность. ПИФ же является в данном смысле черным ящиком, что порождает некоторое недоверие. Особенно это актуально, когда на рынке наблюдается снижение котировок и стоимость паев также уменьшается. Тут у клиентов могут возникнуть вопросы, на которые сотрудникам ПИФ будет непросто ответить.

И для доверительного управления, и для ПИФ ключевым моментом привлечения клиентов является доверие. В зарубежной практике основой для доверия является репутация и объем средств в управлении, а также исторические результаты работы управляющего. В России обе услуги новые, и ни один участник рынка не может похвастаться ни двадцатилетним успешным опытом, ни большими объемами в управлении.

Поэтому, при отсутствии значимых на Западе параметров оценки доверия доверительное управление, как услуга более понятная для инвестора и более персонифицированная, может развиваться гораздо более успешно, чем ПИФ.

Важным критерием сравнения данных услуг является эффективность. При доверительном управлении управляющий мотивирован в получении прибыли от управления активов, поскольку его вознаграждение в некоторых случаях напрямую рассчитывается от величины прибыли по счетам доверительного управления клиентов. В ПИФ берется некоторая комиссия за вход/выход в/из фонда, плюс комиссия за управление в виде фиксированного процента от величины активов.

Управляющий ПИФ менее мотивирован в получении прибыли, его финансовое благосостояние напрямую в меньшей степени зависит от доходов по управлению ПИФ: даже при падении рынка он будет получать полагающиеся ему комиссии и вознаграждения.

Дивидендные выплаты являются значимой статьей дохода как доверительного управления, так и ПИФ, однако и здесь существуют различия. К сожалению, в нашей стране эмитент вправе выплачивать дивиденды в течение длительного срока с момента утверждения их размера на годовом собрании. Более того, зачастую информация о реальной дате выплаты дивидендов, не говоря уже о заблаговременном уведомлении акционеров о дате отсечения в реестре, отсутствует. Это создает определенные неудобства для всех участников рынка.

При доверительном управлении клиент, имеющий на момент отсечения в реестре на счете соответствующие акции, клиент получит эти дивиденды, даже если он закроет свой счет к моменту выплаты дивидендов.

Это несомненное преимущество индивидуального доверительного управления перед коллективным, где клиент может продержат свой пай через все даты отсечения и не получить никаких дивидендов. Дело в том, что в ПИФ дивиденды учитываются при реальном поступлении на счет. То есть если владелец пая не дожидается реального поступле-

ния дивидендов на счет и продаст пай раньше, то «его» дивиденды получают другие пайщики. Это не совсем справедливо.

Этим недостатком ПИФ можно пользоваться. Например, если на дату отсечения в ПИФ была большая доля акций (например, Сибнефти) по которым предполагаются большие дивиденды, имеет смысл покупать паи данного фонда за день до фактического получения данных дивидендов ПИФ. При поступлении на счет значительных дивидендов стоимость пая автоматически увеличится. Здесь существует некоторое пространство для махинаций сотрудниками ПИФ.

При индивидуальном доверительном управлении издержки клиентов составляют расходы на операции с ценными бумагами (биржевые комиссии, депозитарные сборы и т.д.), комиссия управляющего (как правило, от 10 до 30% от чистой прибыли) и зачастую (однако не всегда) комиссия управляющего вне зависимости от результатов управления (1 – 2% годовых от стоимости активов).

В ПИФ издержки считаются гораздо более сложным способом. При вложениях/изъятиях паев из фонда с пайщика берется от 1 до 3% от суммы. Так же как и при ведении счета доверительного управления списываются операционные издержки. ПИФ не любит говорить своим клиентам, что существует еще комиссия за управление фондами, составляющая от 1,5 до 6% годовых от стоимости активов фондов.

Очевидно, политика издержек в доверительном управлении выглядит гораздо более привлекательной для клиента, чем в ПИФ. Лучше отдать часть прибыли доверительному управляющему, чем в случае отсутствия оной еще и нести высокие издержки «за управление».

Для осуществления индивидуального доверительного управления достаточно иметь лицензию на доверительное управление, которую можно совмещать с другими видами деятельности (брокерской, дилерской, депозитарной).

Для организации ПИФ следует организовать целую технологическую цепочку, в которую должны входить:

- зарегистрированный ПИФ;
- специализированная управляющая компания;
- регистратор;
- специализированный депозитарий;
- сеть агентов, уполномоченных принимать заявления на приобретение/погашение паев.

Бесспорно, в плане организации индивидуального доверительного управления несравнимо проще и дешевле. И хотя ПИФ находятся под более пристальным контролем, фактически пайщику приходится косвенно оплачивать услуги всей инфраструктуры.

По технологии управления ПИФ представляет собой единый портфель, по которому управляющий проводит сделки. Единственная сложность здесь в бэк-офисном учете: следует постоянно отслеживать стоимость паев, а также проводить операции по внесению/изъятию денежных средств в фонд (из фонда).

В доверительном управлении все гораздо сложнее и эффективнее. Дело в том, что каждый счет индивидуального доверительного управления персонифицирован, и в каждый момент времени по данному счету должен быть известен остаток денежных средств и точное количество (дробное число не допускается) ценных бумаг. Предположим, что количество таких счетов доверительного управления превышает 20, тогда портфельному менеджеру достаточно проблематично ими управлять. Дело в том, что, так как все счета доверительного управления ведутся отдельно, то по каждому такому счету придется вводить отдельные заявки в систему. Для того чтобы ввести в биржевой терминал 20 заявок, уходит минимум полчаса. Очевидно, что это достаточно неудобно. Большинство управляющих специально поддерживают высокие требования к начальным вложениям в индивидуальное доверительное управление (как правило, не менее 50 000 дол.). Это связано с тем, что один портфельный управляющий физически не сможет эффективно управлять бо-

лее чем 10 счетами, а если эти счета будут небольшими, то такая деятельность заведомо будет нерентабельной.

В то же время при доверительном управлении индивидуальный подход к клиенту гарантирован.

Таким образом, ПИФ – более доступный инструмент, нежели чем доверительное управление. Входной билет в ПИФ стоит от 100 долларов. Минимальные начальные инвестиции в индивидуальное доверительно управление составляют 5000 дол., да и то в случае большой работы в области автоматизации внутренней учетной системы.

Это, пожалуй, единственный пункт, где преимущество ПИФ пока выглядит бесспорным.

Из предыдущих рассуждений можно заключить, что по большинству параметров услуга ведения счета индивидуального доверительного управления выглядит гораздо более привлекательной, чем ПИФ, причем как для клиентов, так и для профессиональных участников.

Для наглядности составим сравнительную таблицу изученных видов доверительного управления – коллективного и индивидуального.

Коллективное управление обладает следующими характеристиками:

- средним качеством предоставляемых услуг;
- низкой степенью свободы выбора инвестиционной стратегии;
- снижением доходности на падающем рынке;
- использование собственных средств исключительно;
- небольшим размером начального капитала (от 1000 рублей);
- открытостью и прозрачностью управления;
- большой заинтересованностью управляющего в прибыли;
- простой и дешевой организационной структурой;
- фактическим обладанием дивидендами на момент отсечения в реестре;
- ограничением риска на усмотрение управляющей компании.

В отличие от коллективного управления *индивидуальное управление* характеризуется:

- высоким качеством обслуживания клиента;
- неограниченным выбором объектов инвестирования;
- возможностью зарабатывать на падении котировок акций;
- возможность осуществления маржинальной торговли;
- необходимостью сравнительно крупного начального взноса для открытия счета (от 300 000 руб.);
- возможностью отслеживать только стоимость пая;
- независимостью комиссия ПИФ от дохода;
- очень дорогим содержанием инфраструктуры ПИФ;
- фактическим обладанием дивидендами на момент перечисления на счет ПИФ;
- установлением «стоп-лосс» по решению инвестора.

До недавнего времени основная масса сбережений населения хранилась в иностранной валюте и на вкладах в банках, в основном в Сбербанке. Планомерный рост курса американского доллара и относительно высокие ставки по банковским вкладам обеспечивали защиту сбережений от инфляции. Однако в последнее время мы наблюдаем значительное снижение курса доллара, вызванное, во-первых, увеличением долларовой массы в России, и, как следствие, превышение предложения американской валюты над спросом и, во-вторых, отказом Центрального Банка от поддержания курса доллара. При этом евро, ставший альтернативой доллару, оказался непригодным для сбережений. Начиная с 2003 г. его курс после длительного периода роста стал тоже планомерно снижаться.

Банковские вклады постепенно перестают быть привлекательными для населения. Центральный Банк регулярно пересматривает уровень ставки рефинансирования в сторону понижения. Так, за период 2002-2006 годов Банком России осуществлено постепенное

снижение учетной ставки с 25 до 12%. Вслед за ставкой рефинансирования начал снижать доходность рублевых вкладов и Сбербанк. В результате, максимальная процентная ставка по вкладам была снижена с 18,5 до 9%. Остальные банки вынуждены были следовать примеру Сбербанка, снижая доходность своих вкладов¹⁴.

Таким образом, в условиях, когда уровень инфляции превышает доходность по банковским вкладам, а курсы основных иностранных валют не только не растут, но и снижаются, население вынуждено искать альтернативные способы сохранения и приумножения сбережений.

Такой альтернативой, безусловно, являются инвестиции в ценные бумаги, осуществляемые, в том числе, посредством передачи денежных средств в индивидуальное доверительное управление. Остановимся подробнее на преимуществах данного способа инвестирования:

1. Инвестор (учредитель управления) выбирает для себя ту стратегию инвестирования, которая отвечает его запросам доходности и риска; в случае, если инвестор обладает некоторым опытом инвестирования, то он сам может установить определенные параметры портфеля – состав, структура, различное соотношение доходности, риска и ликвидности;

2. Индивидуальное управление в отличие от паевых фондов не ограничено в объектах инвестирования (следует особо отметить, что общие фонды банковского управления тоже не ограничены в плане состава и структуры активов, более того, объектами инвестирования помимо высокорискованных акций и производных ценных бумаг, могут быть и драгоценные металлы);

3. В случае индивидуального доверительного управления можно зарабатывать и на падающем рынке, используя маржинальную торговлю;

4. Доверительный управляющий может совершать высокодоходные операции с фьючерсами и опционами и, что немаловажно, хеджировать с их помощью риски;

5. При индивидуальном доверительном управлении можно установить ряд условий для ограничения риска, например, «стоп-лосс», гарантирующий инвестору, что стоимость его портфеля не опустится ниже заданного уровня;

6. Инвестор регулярно получает детальный отчет о совершенных сделках и состоянии портфеля;

7. Инвестор, передавая средства в доверительное управление, в отличие от ПИФ, не теряет часть средств за счет надбавок и скидок, сумма которых в некоторых случаях может существенно повлиять на конечную доходность вложений;

8. Безусловно, доходность при индивидуальном доверительном управлении достигает гораздо больших значений, чем при коллективных инвестициях (табл. 6)¹⁵.

Таблица 6

Сравнительный анализ показателей средней доходности при коллективном и индивидуальном инвестировании на 30.11.2006 г.

Инструменты инвестиций	Средняя доходность за 1 год	Средняя доходность за 2 года	Средняя доходность за 5 лет
Коллективное инвестирование			
ПИФы общие (RIUF-WT)	+47.68 %	+90.74%	+139.26%
ПИФы акций (RUIF-WS)	+45.21 %	+110.85%	+181.92%
ПИФы смешанных инвестиций (RUIF-WM)	+36.36 %	+77.21%	+117.40%
ПИФы облигаций (RUIF-WB)	+7.35 %	+23.72%	+43.31%
Индивидуальное инвестирование			
Акции (ММВБ)	+64.76 %	+152.74%	+609.32%
Акции второго эшелона (PTC2)	+36.53 %	+109.00%	+192.88%
Облигации (RUX Cbonds)	+7.98 %	+19.84%	+101.13%

Можно сделать вывод, что индивидуальное доверительное управление при условии добросовестного и эффективного управления является более гибким, более доходным и менее рискованным по сравнению с коллективной формой доверительного управления. Кроме того, персональное доверительное управление более прозрачно для клиента и при определенных условиях менее затратно.

Итак, особенностью доверительного управления ценными бумагами в России является тот факт, что в силу сложившегося законодательства, регулирующего эту сферу деятельности у нас, по сути, существует три различные системы применения механизма доверительного управления по отношению к одним и тем же объектам – ценным бумагам и средствам инвестирования:

1. Доверительное управление по схеме ПИФ (коллективные инвестиции).
2. Доверительное управление по схеме ОФБУ (коллективные инвестиции).
3. Доверительное управление в качестве профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (индивидуальные инвестиции).

Несмотря на явные, иногда принципиальные различия, рассмотренные схемы имеют общую природу. Прежде всего, их объединяет принципиальная основа договорных отношений.

В качестве услуг по инвестированию в инструменты фондового рынка также предлагается брокерское обслуживание – как классическое, так и на базе систем Интернет-трейдинга. После кризиса 1998 года брокерское обслуживание получило, несомненно, большее распространение по сравнению с доверительным управлением. Это произошло в первую очередь за счет развития систем Интернет-трейдинга.

Существует своего рода клише, объясняющее преимущество доверительного управления перед брокерским обслуживанием: если у вас нет специальных знаний, если вы занятой человек и не может уделять много времени операциям на фондовом рынке, доверительное управление – оптимальный вариант. Но есть целый ряд факторов, определяющих, что лучше для конкретного инвестора. Необходимо тщательно их проанализировать и только потом делать выбор. Естественно, что еще одним условием, ограничивающим выбор, будет сумма, которой располагает инвестор. К тому же постоянные издержки (например, ежемесячные депозитарные сборы) и уплата налога (13% для физических лиц) часто не принимаются во внимание, а ведь такие затраты способны существенно снизить зафиксированный финансовый результат.

Следующий немаловажный аспект – это срок. Брокерский договор не предусматривает каких-либо ограничений по сроку инвестирования. Закрыв позицию на следующий день после ее открытия, инвестор может забрать деньги и не понести никаких дополнительных расходов. Клиентов доверительного управления, в свою очередь, предупреждают о желательности удержания инвестиций в течение некоторого периода времени (хотя бы 6 месяцев). Понимая, что побуждения явно недостаточно, управляющие очень часто устанавливают ценовые условия в виде скидок от стоимости пая, которые плавно уменьшаются по мере увеличения срока владения.

Риск принятия неправильных решений при брокерском обслуживании достаточно высок. Более детально необходимо остановиться на риске, который берет на себя клиент при вступлении в отношения с профучастником по доверительному управлению. Перечисление денег на его счет можно рассматривать как принятие клиентом кредитного риска, что требует внимательного подхода к выбору профучастника, особенно если он совмещает брокерское обслуживание или доверительное управление с собственными операциями. Но существует еще один важный момент, про который очень часто забывают. Речь идет о статье 1022 ГК РФ: «...долги по обязательствам, возникшим в связи с доверительным управлением имуществом, погашаются за счет этого имущества. В случае недостаточности этого имущества взыскание может быть обращено на имущество доверительного управляющего, а при недостаточности и его имущества – на имущество учредителя управления, не переданное в доверительное управление». Таким образом, если при бро-

керском обслуживании вы можете потерять исключительно переданные средства, то при доверительном управлении вы отвечаете всем своим имуществом. Это говорит о необходимости очень внимательно выбирать управляющего.

Однако интересно разобраться в причинах такого нюанса. Ранее было сказано о том, что некоторые виды доверительного управления предусматривают маргинальную торговлю, то есть торговлю с использованием кредитного плеча в виде денежных средств или ценных бумаг. Может создаться ситуация, когда операции при таких условиях будут убыточными, и размер убытка может стать многим больше изначально инвестированной суммы. В ситуации, когда успех торговых операций будет зависеть исключительно от внешних условий или конъюнктуры рынка, а не от действий управляющего, на наш взгляд, ответственность должна распределяться пропорционально между управляющим и учредителем доверительного управления. Возможно, статья 1022 ГК РФ – это попытка ограничить риск профучастников путем разделения их ответственности между двумя сторонами доверительных отношений. Однако несовершенство российского законодательства на практике дает возможность использовать эту лазейку в интересах недобросовестных доверительных управляющих. В этой ситуации стоит сделать упор на развитие нормативной базы по защите прав частных инвесторов. К примеру, если будут разработаны определенные условия или ограничения, при которых будет вступать в действие данная статья, то риск инвесторов будет снижен до приемлемого уровня и учредители управления получат возможность самостоятельно влиять на принятие решений, тем самым, разделяя с управляющим риск от операций.

В последнее время, помимо классического доверительного управления и брокерского обслуживания, возможно оказание услуг, так или иначе совмещающих данные понятия, – консультативное брокерское обслуживание, при котором клиент получает консультации у брокера, но все решения принимает самостоятельно, а также доверительное управление, учитывающее пожелание клиента в рамках принятой инвестиционной стратегии¹⁶. При этом управляющий оставляет за собой право окончательного решения: выполнять пожелание клиента или нет – ведь вся ответственность лежит на нем.

Опираясь на данные нашего исследования, мы считаем, что в настоящее время в мировой практике насчитывается довольно большое количество видов услуг по доверительному управлению, что свидетельствует о том, что они уже достаточно адаптировались к изменяющимся экономическим условиям и способны удовлетворить практически любой спрос со стороны клиентов. В мире доверительное управление или траст уже зарекомендовали себя как полноправный и необходимый институт финансового рынка, который имеет свою структуру, достаточно разработанную законодательную базу, популярность у субъектов экономических отношений и надежность.

Все это говорит о необходимости его развития в условиях российской экономики, но для этого требуются усилия государства по разработке законодательной базы и механизма ее реализации исполнительной властью регионов, коренного изменения нормативной базы функционирования доверительного управления и методов ее стимулирования.

Уровень инвестиций оказывает существенное воздействие на объем национального дохода. Инвестиции (капиталовложения) в масштабах страны определяют процесс расширенного воспроизводства.

Крупнейшим источником ресурсов для инвестирования являются сбережения населения. Уровень сбережений зависит от множества факторов и отражает наличие различных социально-экономических причин их образования у различных сберегателей, проявляющихся как определенные сберегательные мотивы. Мотивы, побуждающие население делать сбережения, служат источником формирования целевых сбережений домашних хозяйств, которые можно характеризовать как своеобразные целевые фонды. Существуют следующие фонды накопления населения:

- текущие фонды – на покупку товаров длительного пользования;
- фонды накопления на непредвиденный случай и старость;

- фонды инвестиционных сбережений.

Рассмотрение этих фондов накопления является весьма важным в силу того, что именно от того какие фонды накопления образуются и в связи с какими целями, зависит и выбор того или иного типа финансового посредника.

Поскольку сбережения, создаваемые населением, необходимы субъектам хозяйствования в форме инвестиций, должен существовать определенный механизм для перемещения фондов накопления населения. Эти механизмы создаются благодаря функционированию финансовых рынков как неотъемлемого элемента эффективной организации экономики.

Финансовый рынок представляет систему взаимосвязей сети институтов, обеспечивающих взаимодействие предложения и спроса на деньги. Иначе говоря, финансовый рынок представляет собой множество каналов, при помощи которых денежные фонды перераспределяются от кредиторов к заемщикам. Условно можно выделить два основных канала:

- самостоятельное участие владельца сбережений в процессе инвестирования в качестве индивидуального инвестора;
- объединение сбережения индивидуальных инвесторов в коллективные инвестиции для работы на финансовых рынках.

Оба эти способа вписываются в систему доверительных отношений, которые и стали предметом рассмотрения данной главы. Имея общую природу, эти отношения разделяются на две правовые формы: доверительная собственность (траст) и доверительное управление.

В первом параграфе определены сущность и применение этих схожих и одновременно разных понятий. Несмотря на многочисленные дебаты по этому вопросу в России и за рубежом, мы пришли к выводу, что оба явления нашли свои сферы применения в масштабах всего мира и нашей страны в том числе. И хотя траст законодательно в России невозможен, граждане нашей страны широко используют данный институт на оффшорных территориях с целью защиты своей собственности от посягательств третьих лиц. Что касается доверительного управления, то благодаря многообразию его форм и видов, такие услуги способны удовлетворять интересы широкого круга инвесторов, как частных, так и корпоративных. С другой стороны, существует множество проблем, связанных с развитием этого института в России, которые, прежде всего, касаются нормативной базы и договорной основы двух сторон.

Экономические аспекты индивидуального доверительного управления финансовыми активами, заключаются во взаимоувязке интересов сторон договора доверительного управления: учредителя управления и доверительного управляющего. Однако на практике нередки случаи отсутствия баланса таких интересов. В этой ситуации ставится вопрос о потере доверия к доверительному управляющему, либо повышению имущественной ответственности доверительного управляющего. И в том, и в другом случае развитие ситуации ведет к конфликту экономических интересов сторон доверительного управления и неизбежному ущемлению прав одного из участников договора. В целях избежания подобной практики, необходимо законодательное и нормативное разделение имущественной ответственности по договору доверительного управления и определение категории и критериев доверия.

Упорядочивание системы доверительных отношений в России должно привести к определению приоритетов этой сферы: закон, интересы собственника (выгодоприобретателя) и самостоятельный экономический эксперимент менеджера с той степенью риска, за который он сам несет ответственность.

¹ См.: *Фунтикова Н.В.* О регулировании доверительной собственности и договора доверительного управления имуществом // Журнал российского права. 2002. №12. С. 43.

² См.: *Тутыхин В.* Иностраные трасты в российском бизнесе: новые возможности // Рынок ценных бумаг. 2004. №22. С. 35.

-
- ³ См.: *Исеев Р.М., Ткач А.Н.* Английский траст: история и современность // Юрист.2002. №2. С. 12.
- ⁴ Гражданский кодекс РФ. Ч. 2, гл. 53, ст.1012 // Справочно-информационная система «Гарант».
- ⁵ Источник: Официальный сайт «Институт экономики переходного периода» // www.iet.ru
- ⁶ См.: *Тутыхин В.* Указ. соч. // РЦБ. 2004. №22. С. 54.
- ⁷ См.: *Прасс П., Чернолецкая Е.* Опекa средств инвестора – инструмент развития доверительного управления // РЦБ. 2005. №22. С. 46.
- ⁸ Положение ФКЦБ РФ от 23.11.1998 №50 «О лицензировании различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг РФ» // Справочно-информационная система «Гарант».
- ⁹ Источник: Сайт финансовой аналитики // www.finam.ru
- ¹⁰ Источник: Сайт финансовой аналитики // www.finam.ru
- ¹¹ Источник: *Сачин Д.* ПИФы и ОФБУ: сравнительный анализ, возможности // Рынок ценных бумаг. 2004. №12. С.32.
- ¹² См.: *Сачин Д.* ПИФы и ОФБУ: сравнительный анализ, возможности // Рынок ценных бумаг. 2004. №12. С.34.
- ¹³ European wealth and private banking Industry survey / IBM Business Consulting Services . 2003. P. 24.
- ¹⁴ См.: *Кузин А.* Где растут личные финансы // Финанс. 2004. №34. С. 12
- ¹⁵ Источник: Информационный сервер // www.investfunds.ru
- ¹⁶ См.: *Матюшин С.* Доверительное управление как альтернатива брокерскому обслуживанию // РЦБ. 2004. № 12. С. 74.

Глава 2. Механизм индивидуального доверительного управления портфелем финансовых активов и его элементы

2.1. Структура и характеристика инвесторов

Механизм индивидуального доверительного управления, как и любой другой, является системой, состоящей из некоторых элементов и связей между ними. Элементами механизма индивидуального управления являются: участники (учредитель и управляющий) индивидуального доверительного управления, инвестиционные стратегии и инструменты портфельного инвестирования (рис.8).



Рис. 8. Элементы механизма индивидуального доверительного управления портфелем финансовых активов

Чтобы установить имеющиеся между ними связи и взаимодействие, необходимо рассмотреть каждый элемент в контексте всей системы. Этой задаче и посвящена вторая глава.

Выбор конкретной стратегии зависит от суммы, предполагаемого срока инвестирования, склонности инвестора к риску и, конечно же, от квалификации управляющего.

Каждый управляющий имеет свои технологии формирования и управления инвестиционным портфелем. Российский рынок управляющих (институциональных инвесторов) в настоящий момент сложился еще не окончательно. В целом индивидуальное доверительное управление – процесс, в котором участвуют две стороны (два субъекта): учредитель – частный либо корпоративный инвестор; управляющий – институциональный инвестор (рис. 9).



Рис. 9. Инвесторы в механизме индивидуального доверительного управления финансовыми активами

Учредитель – частный инвестор

Частные инвесторы, в отличие от корпоративных, имеют более неоднородную структуру. Они различаются как по размеру предполагаемых к инвестированию средств, так и по преследуемым целям. Сложность классификации частных инвесторов состоит в том, что каждый человек глубоко индивидуален и его концепция инвестирования сугубо оригинальная. В связи с этим была проделана значительная работа по вычленению ряда признаков, по которым частные инвесторы классифицируются в несколько групп. В результате мы получили три группы, главным критерием отбора в которые послужила стратегическая цель инвестора. Она стала основой для разделения, при этом выявилось множество других различий. На наш взгляд, виды инвесторов-учредителей по целеполаганию можно разделить на фундаментальных, тактических инвесторов и торговцев (табл. 7):

1. Фундаментальные инвесторы. Стратегическая цель – обеспечение ежемесячного дохода на уровне выше среднего по стране, не затрагивая активы основного инвестированного капитала;

2. Тактические инвесторы. Стратегическая цель – получение прибыли от реализации инвестиционного проекта или вложения в фондовые инструменты, которой бы хватило на приобретение какого-либо актива или имущества для дальнейшего инвестирования или использования;

3. Торговцы. Стратегическая цель – переход из разряда торговцев в разряд фундаментальных инвесторов за минимальное количество операций, сыграв на волатильности какого-либо финансового инструмента.

Таблица 7

Сравнительная характеристика типов инвесторов-учредителей в зависимости от целеполагания

Инвестор	Основа принятия решений на рынке	Сумма инвестиционного капитала	Приемлемый риск	Ожидаемая доходность	Период инвестирования
Фундаментальный инвестор	Фундаментальные факторы и их анализ, квалифицированная аналитика	Крупные суммы	Высокая степень избегания риска	Выше среднего уровня по стране	Долгосрочный период, а иногда средства не изымаются из оборота всю жизнь
Тактический инвестор	Графики волатильности, графический анализ, эмоции	От 1 до 100 000 долларов	Высокая степень избегания риска	Среднерыночная	От полугода до двух лет
Торговец	Инсайдерская информация, эмоции, графический анализ	От 0 до бесконечности	Приемлема любая степень риска, если в перспективе хороший доход	Достаточно неопределенный уровень доходности, но стремление быстро разбогатеть	Зависит от особенностей конкретного торговца

Помимо прочего, тип инвестора напрямую связан с самим процессом инвестирования: со степенью риска, типом финансового актива и видом портфеля. Данные такой зависимости представлены в табл. 8.

Таблица 8

Сравнительная характеристика типов инвесторов в зависимости от процесса инвестирования

	Фундаментальный	Тактический	Торговец
Цели инвестирования	Защита от инфляции или длительное вложение капитала и его рост	Либо реинвестирование, либо управление крупным инвестиционным проектом	Возможность быстрого роста вложенных средств
Степень риска	Низкая (реже средняя)	Средняя или высокая	Высокая (реже средняя)
Тип финансового актива	Государственные ценные бумаги, акции и облигации крупных (стабильных) и средних, но надежных эмитентов с длительной рыночной историей	Акции определенных эмитентов либо недооцененные акции средних компаний. Нередко используют производные ценные бумаги (сырьевые срочные контракты)	Высокодоходные ценные бумаги небольших эмитентов, венчурных компаний, либо произвольно подобранные ценные бумаги в последнем случае как правило риск невелик)
Вид портфеля	Диверсифицированный, высоконадежный, чаще низкодоходный	Пакет одноименных акций, агрессивный портфель или портфель умеренного роста	Рискованный, но высокодоходный, либо бессистемный

Учредитель – корпоративный инвестор.

Страховые компании, выступая в роли участников рынка ценных бумаг, характеризуются как активные инвесторы. В целях обеспечения финансовой устойчивости и гарантии выплат они законодательно обязаны инвестировать страховые резервы на принципах диверсификации, возвратности, прибыльности и ликвидности. Страховщики вправе инвестировать и иным образом размещать средства страховых резервов в порядке, установленном нормативным правовым актом органа страхового надзора¹.

Страхование является одной из наиболее динамично развивающихся сфер российского бизнеса. Объемы страховых операций на этом рынке неуклонно растут, а страховые организации играют в экономике все более значимую роль.

Общий объем премий страхового рынка России в 2004 году составил 471,6 млрд. рублей и увеличился на 9% по отношению к предыдущему году. В 2003 году рост страховых премий составил 44%, в 2002 году – 8%, в 2001 году – 61%. Выплаты по договорам страхования за 2004 год составили 307,6 млрд. рублей, увеличившись на 8,1% по сравнению с 2003 годом (127%).

Несмотря на значительное увеличение общей суммы собранных страховыми организациями премий, их доля в валовом внутреннем продукте России в 2004 году была ниже показателей зарубежных стран и составила 2,8%. В 2004 году страховые премии по добровольным видам страхования составили около 70%, по обязательным – 30%, включая долю обязательного медицинского страхования в размере 19,2% и долю обязательного страхования гражданской ответственности в размере 10,4% (рис. 10).

Главной задачей страховых компаний является защита имущественных интересов физических и юридических лиц. Ее выполнение определяет линию поведения этих организаций, в частности, на рынке ценных бумаг. Основными направлениями инвестиций являются государственные ценные бумаги, ценные бумаги субъектов Российской Федерации и органов местного самоуправления, банковские вклады, приобретение прав собственности на долю в уставном капитале акционерных обществ, недвижимое имущество и валютные ценности.

Негосударственный пенсионный фонд – особая организационно-правовая форма некоммерческой организации социального обеспечения, исключительными видами деятельности которой являются:

- деятельность по негосударственному пенсионному обеспечению участников фонда в соответствии с договорами негосударственного пенсионного обеспечения;

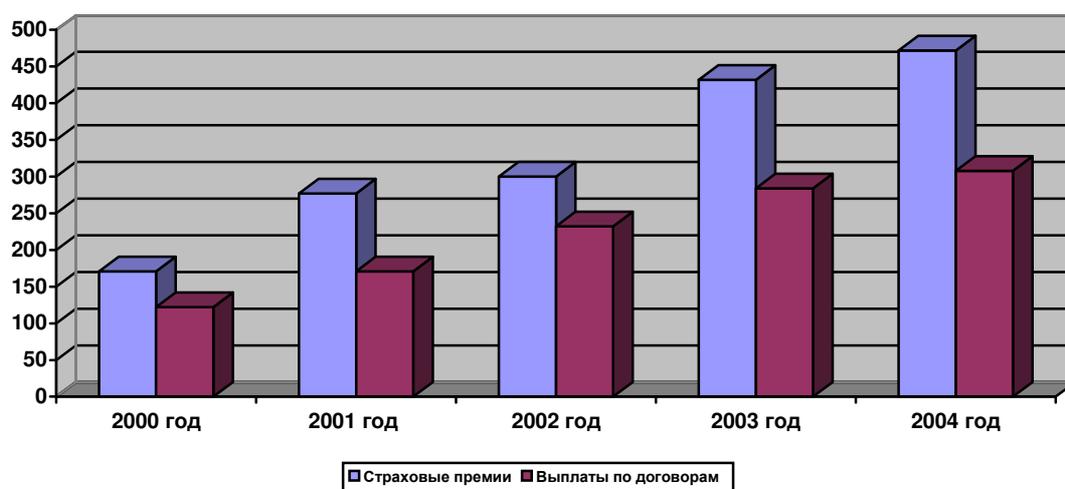


Рис. 10. Финансовая емкость страхового рынка

- деятельность в качестве страховщика по обязательному пенсионному страхованию в соответствии с Федеральным законом от 15 декабря 2001 года №167-ФЗ «Об обяза-

тельном пенсионном страховании в Российской Федерации» и договорами об обязательном пенсионном страховании;

- деятельность в качестве страховщика по профессиональному пенсионному страхованию в соответствии с федеральным законом и договорами о создании профессиональных пенсионных систем.

Организация и функционирование этих фондов связаны с переходом России к новой системе экономических отношений. Негосударственные пенсионные фонды являются некоммерческими организациями, основная задача которых сводится к обеспечению социальной поддержки населения. С этой целью негосударственные пенсионные фонды осуществляют накопление добровольных пенсионных взносов с созданием пенсионных резервов и их размещением с соблюдением принципов надежности, сохранности, ликвидности, доходности и диверсификации. Федеральное законодательство в связи с этим вводит понятие инвестиционного портфеля негосударственных пенсионных фондов. Инвестиционный портфель фонда по обязательному пенсионному страхованию (активы, сформированные за счет средств пенсионных накоплений) передается в индивидуальное доверительное управление управляющей компании (управляющим компаниям)². В результате доход, полученный от размещения пенсионных резервов, направляется на их пополнение.

Негосударственные пенсионные фонды подключились к участию в пенсионной реформе с 2004 года. К настоящему моменту времени 85 негосударственных пенсионных фондов получили возможность осуществлять деятельность по обязательному пенсионному страхованию, 45 из них заключили с участниками фондов договора обязательного пенсионного страхования и в конце 2004 года получили из Пенсионного фонда Российской Федерации средства пенсионных накоплений.

Значительные объемы пенсионных резервов аккумулировали негосударственные пенсионные фонды. В течение 2004 года пенсионные резервы выросли на 84% и достигли 169,8 млрд. рублей или 6,1 млрд. долларов. Число участников НПФ в течение 2003-2004 годов выросло с 4,4 до 5,5 млн. человек или на 27% (рис. 11, 12).

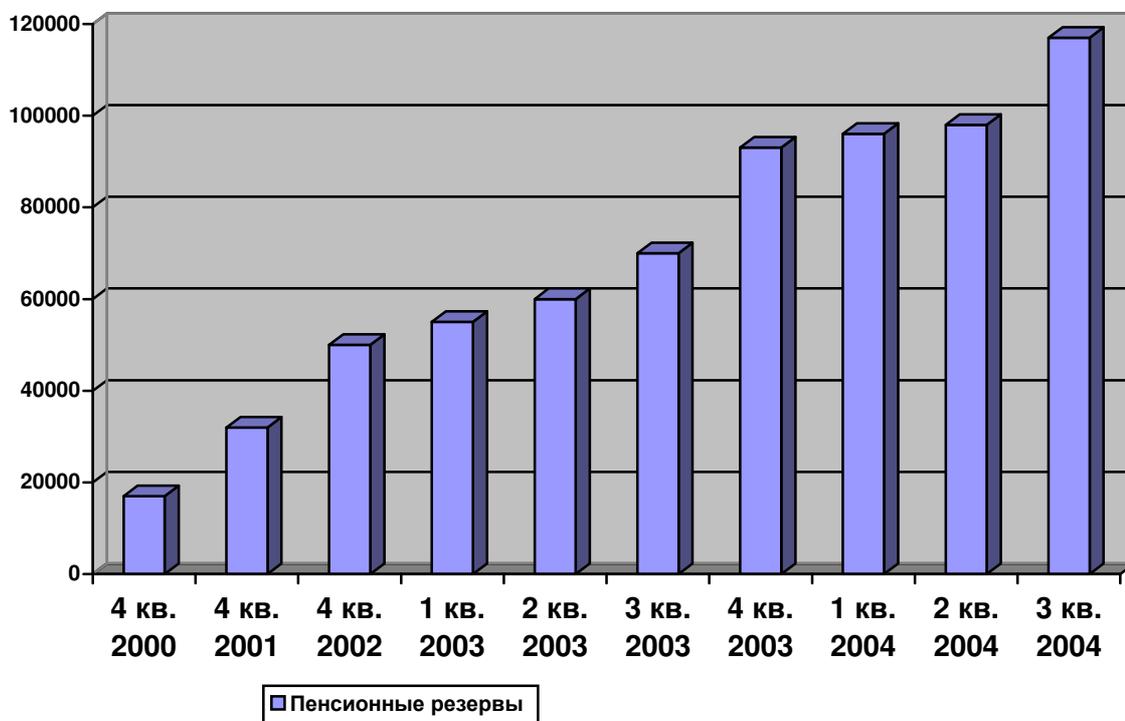


Рис.11. Рост пенсионных резервов НПФ в 2000-2004 гг.

Действительно, пенсионные фонды, вкладывая средства в корпоративные ценные бумаги, создают основу для будущих выплат, поскольку эти деньги направляются в ос-

новном на инвестиции, то есть на создание условий для увеличения производства товаров и услуг.

Инвесторы-учредители управления, частные и корпоративные, представляют тех участников фондового рынка, которые являются источником инвестиционных средств. Однако они придут на рынок ценных бумаг только в том случае, если будут уверены, что правила игры на нем едины для всех и честно соблюдаются.

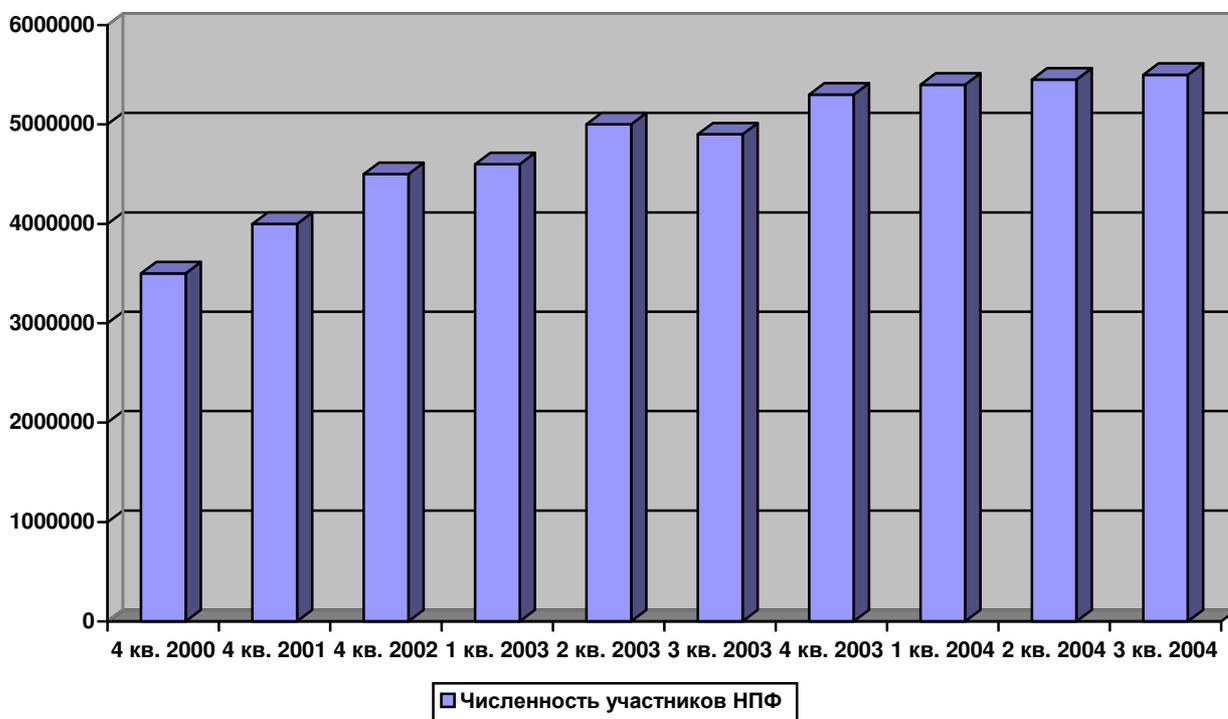


Рис. 12. Рост количества участников НПФ в 2000-2004 гг.

Управляющий – институциональный инвестор.

Совершенно по-иному обстоит дело с институциональными инвесторами. В ряде компаний осуществление индивидуального доверительного управления денежными средствами является либо основным видом деятельности, либо второстепенным.

Институциональные инвесторы (управляющие) – это профессиональные участники фондового рынка, финансовые посредники, аккумулирующие средства частных и корпоративных инвесторов и осуществляющие инвестиционную деятельность от своего лица. Сегодня предприятия, организации и многие частные лица имеют возможность использовать временно свободные активы для среднесрочных вложений с целью получения прибыли, превышающий банковский процент по депозитам. Однако менеджеры предприятий, тем более частные вкладчики, по тем или иным причинам часто не могут самостоятельно осуществлять эффективные операции на финансовых рынках. Это побуждает обращаться к профессионалам и с их помощью выбирать наиболее выгодные способы вложения средств. К таким профессиональным участникам фондового рынка относятся управляющие (инвестиционные) компании и коммерческие банки.

Инвестиционные компании – это организации, осуществляющие инвестиции в ценные бумаги. Они выпускают и продают собственные ценные бумаги в основном мелким индивидуальным инвесторам, на вырученные средства покупают ценные бумаги предприятий и банков и обеспечивают своим вкладчикам доход по акциям.

Инвестиционная компания занимается организацией выпуска ценных бумаг и их размещением, вложением средств в ценные бумаги, а также их куплей-продажей от своего имени и за свой счет. Ресурсы инвестиционных компаний формируются за счет средств

учредителей и эмиссии собственных ценных бумаг, которые могут продаваться только юридическим лицам.

Управляющая компания, являясь подвидом инвестиционной компании, обладает своими особенностями. Управляющая компания – это акционерное общество или общество с ограниченной (дополнительной) ответственностью, созданные в соответствии с законодательством Российской Федерации и имеющие лицензию на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами³.

Управляющие компании должны были стать основными участниками пенсионной реформы. В то же время в результате практического отсутствия работы по информированию населения о возможностях частного управления пенсионными накоплениями, запоздалой рассылки писем Пенсионным фондом Российской Федерации приток пенсионных резервов в частные управляющие компании был существенно ограничен.

Банк – кредитная организация, которая имеет исключительное право осуществлять в совокупности следующие банковские операции: привлечение во вклады денежных средств физических и юридических лиц, размещение указанных средств от своего имени и за свой счет на условиях возвратности, платности, срочности, открытие и ведение банковских счетов физических и юридических лиц⁴.

В соответствии с лицензией Банка России при проведении банковских операций банк вправе осуществлять выпуск, покупку, продажу, учет, хранение и иные операции с ценными бумагами, выполняющими функции платежного документа, с ценными бумагами, подтверждающими привлечение денежных средств во вклады и на банковские счета, с иными ценными бумагами; операций, с которыми не требует получения специальной лицензии в соответствии с федеральными законами, а также вправе осуществлять доверительное управление указанными ценными бумагами по договору с физическими и юридическими лицами⁵.

Кредитная организация имеет право осуществлять профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг в соответствии с федеральными законами.

Таким образом, российские коммерческие банки получили право осуществлять фондовые и доверительные операции. Объектом этих операций являются ценные бумаги.

Основными фондовыми операциями банков являются:

- эмиссия;
- депозитарная деятельность;
- гарантийная деятельность;
- учет векселей;
- хранение;
- кредитование под залог ценных бумаг;
- дилерская деятельность.

Целями проводимых банковских операций с ценными бумагами являются:

1. Формирование и увеличение капитала.
2. Привлечение заемных средств для использования в активных операциях и инвестициях.
3. Получение денежных доходов от операций с ценными бумагами.
4. Получение прибыли от инвестиций в фондовые инструменты.
5. Участие в уставном капитале акционерных обществ для контроля над собственностью.
6. Использование ценных бумаг в качестве залога.

Банки осуществляют инвестиционно-банковскую деятельность и деятельность по управлению активами. Большинство известных мировых инвестиционных банков также увеличивают активность в России. Часть из них зарегистрировали в Москве свои дочерние компании или заявили о намерении сделать это в ближайшее время. Бизнес большинства из них связан с торговыми операциями на рынке ценных бумаг и с организацией первич-

ных размещений российских компаний за рубежом. Конкурентные преимущества российских инвестиционных банков пока обеспечиваются более эффективной аналитикой по корпоративному сектору и особенностям созданной инфраструктуры доступа нерезидентов на внутренний рынок ценных бумаг. Однако в ближайшем будущем конкуренция обострится, и без улучшения ликвидности национального рынка акций и модернизации его инфраструктуры многие сегодняшние участники рынка проиграют конкуренцию международным инвестиционным банкам.

Институциональные инвесторы представляют собой огромный сектор профессиональных участников рынка. В большей или меньшей степени каждый из них способен оказывать услуги по доверительному управлению денежными средствами или ценными бумагами. Эффект от таких операций напрямую зависит от типа институционального инвестора. В связи с этим, стоит заметить, что исходя из качественных и количественных характеристик данных инвесторов, наибольшим потенциалом обладают управляющие компании. Причинами тому может служить то, что работа на рынке ценных бумаг – это их основной вид деятельности; практически в каждой управляющей компании создана инфраструктура для эффективного управления средствами клиентов; в настоящее время наблюдается информативная активность и реклама таких компаний и оказываемых ими услуг.

В конечном итоге, управляющие компании все чаще являются дочерними либо входят в состав крупных российских холдингов, которые, в свою очередь, делают погоду непосредственно на рынке. Принятые стратегии развития рынка ценных бумаг на уровне Правительства РФ также говорят о развитии именно этого сектора профессиональных участников, отмечая особую стратегическую роль таких компаний.

2.2. Сущность и классификация инвестиционных стратегий

Сложно дать однозначное определение понятия «стратегия», оно многогранно. Анализ существующих в научной литературе точек зрения позволяет выделить несколько позиций в определении стратегии:

- это средство достижения конкретного результата;
- она объединяет все части организации в единое целое;
- охватывает все основные аспекты организации;
- это долгосрочный план организации;
- обеспечивает совместимость всех частей планов организации;
- дает ответы на ключевые вопросы относительно сущности;
- это результат анализа сильных и слабых сторон организации, а также определения возможностей и препятствий ее развития;
- заранее спланированная реакция на изменения внешней среды;
- это искусство планирования руководства, основанного на правильных и далеко идущих прогнозах.

В рамках теории инвестиций под стратегией обычно понимается набор наиболее общих правил, определяющих долгосрочные действия, которые обеспечивают выполнение целей инвестора⁶. Здесь следует сделать оговорку: принято считать, что термин «стратегия» используется для характеристики инвестирования, ориентированного на длительный период времени; тактика – на короткий. Но в данном случае невозможно заведомо определить время, в течение которого выбранный стиль управления будет использоваться. Фондовый рынок неустойчив. Активный инвестор регулярно пересматривает свои позиции и стратегию, поэтому здесь более применимо понятие тактика; пассивный инвестор ориентируется на длительные сроки, однако в любой момент может изменить свои решения. Чтобы избежать неточности в восприятии терминов, в работе будет использоваться общепринятый в данном случае термин «стратегия».

Есть мнение, что стратегией инвестора является правило формирования объемов покупок и продаж ценных бумаг исходя из определения целей и ограничений инвестора. В каждый момент времени инвестор имеет возможность продать некоторое количество каждого инструмента, а затем купить некоторое количество каждого инструмента. Конечно, количество покупаемого и продаваемого инструмента ограничено естественными балансовыми ограничениями.

Стратегией инвестора называют также отображение, аргументами которого является время и вся информация, доступная игроку к этому моменту времени, а значением этого отображения считают объемы продажи и покупки каждого инструмента в текущий момент времени. Предполагается, что доступной является вся информация о ценах на все инструменты, начиная с некоторой даты и вплоть до текущего момента времени. Этот объем информации считается минимальным, в то же время возможно построение стратегий с привлечением информации о других факторах, значения которых будет доступны инвестору к текущему моменту времени.

Стратегия есть лучший (для игрока) на множестве вариантов алгоритм действий, обеспечивающий наиболее быстрый и наименее затратный способ достижения поставленных целей. В связи с этим, в рамках данной работы под стратегией инвестирования будем понимать осмысленный план действий управляющего, оптимизированный согласно с его целями порядок «ведения игры» по осуществлению инвестиций при любом возможном повороте событий на рынке ценных бумаг, обеспечивающий наиболее быстрый и наименее затратный способ достижения целей.

В период кризиса, как и в периоды экстремального роста, большую часть инвесторов охватывает паника, результат, как правило, бывает плачевным. Чтобы не поддаться общему возбуждению, инвестору необходимо иметь определенную стратегию инвестирования.

Многие экономисты находят массу общего между торговлей на рынке и азартными играми. При этом не все в инвестиционном процессе подвержено воле случая. Несмотря на существование теории случайности цен (чаще доходности), цены формируются не случайным образом, а под влиянием действий сил спроса и предложения.

Под стратегией понимается набор алгоритмов, который в каждый момент времени определяет все действия по отношению к любому финансовому инструменту, существующему на данный момент. Так, если взять некоторую начальную сумму денег и выполнять рекомендации стратегии, то для любого момента времени мы будем иметь набор купленных (в «длинной» позиции) и проданных (в «короткой» позиции) инструментов. Такой набор называется портфелем финансовых инструментов. Таким образом, портфель на данный момент времени – это результат работы стратегии.

Стратегии управления портфелем можно классифицировать по различным признакам.

Во-первых, можно проводить классификацию по той информации, которую использует стратегия для выработки своих рекомендаций. Если информация включает сведения об истории компаний, экономике государств, то такие стратегии относятся к фундаментальным стратегиям (фундаментальный анализ); если используется только информация о ценах и объемах сделок по финансовым инструментам, то их причисляют к техническим стратегиям (технический анализ).

Во-вторых, можно классифицировать стратегии по свойствам алгоритмов, которые входят в стратегию. Так, например, в теории Марковица используется стратегия, которая могут осуществлять какие-то активные действия только в одной начальной точке. В последующие моменты времени стратегия бездействует и не вырабатывает никаких рекомендаций. В последний момент инвестиционного периода все открытые позиции закрываются. Такие стратегии носят название «кусочно-постоянные».

В данном случае уместно отметить, что широкое распространение теории Марковица привело к тому, что часто в литературе вместо понятия «стратегия» и «оценка стра-

тегии» используются понятия «портфель» и «оценка портфеля». Предлагают рискованные, доходные, среднедоходные, малорискованные портфели и т.п. Все эти понятия, связанные с портфелем, осмыслены только при предположении, что в дальнейшем портфель не будет изменяться, как это происходит при использовании кусочно-постоянных стратегий. Если стратегии могут совершать активные действия в любые моменты времени, то такие характеристики портфеля становятся бессмысленными. Оценивать нужно не портфель, а стратегию, которая управляет портфелем. Текущее состояние портфеля в следующий момент времени может сильно измениться из-за активных действий стратегии, поэтому оно не определяет, что будет с состоянием счета в будущем. Все зависит от рынка и стратегии управления⁷.

Таким образом, портфель является инструментом реализации стратегии или величиной, постоянной в определенный момент времени. Стратегия, в свою очередь, субстанция переменная, представляющая в каждом конкретном случае свой определенный набор алгоритмов действий, направленных на эффективное изменение состава портфеля.

Стратегию инвестирования независимо от вида доверительного управления выбирает учредитель управления. Поэтому каждый тип стратегии соответствует целям и задачам инвестора. Рассмотрим типы стратегии в зависимости от типов частных инвесторов. Самой распространенной является классификация стратегий на активную, пассивную и сбалансированную. Цели активной стратегии:

- получение положительного прироста активов инвестора на горизонте более 6 месяцев;
- значительное превышение доходности значения типичной ставки инвестиций в депозиты высоконадёжных банков на горизонте 12 месяцев;
- обеспечение ликвидности (полное превращение инвестиций в денежную форму) в срок не более трёх рабочих дней.

Портфель данной стратегии агрессивен к прибыли. Нет ограничений на доходность сверху, она определяется конъюнктурой на рынке акций. При этом для ограничения рисков агрессивного портфеля производится регулярная переоценка стоимости портфеля и в случае снижения стоимости портфеля на 15% от последнего достигнутого максимума все активные операции по портфелю прекращаются

Основная задача управляющего заключается в эксплуатации нерациональности принятия решений участниками торгов, что приводит к появлению зависимостей в ценовых рядах, которые потенциально могут быть использованы для извлечения прибыли и снижения риска инвестиций. Алгоритм торговой модели создан на базе устойчивых зависимостей поведения цен активов, выявленных при детальном статистическом анализе исторических данных и прошли проверку на реальном рынке для устранения проблемы «переобученности» торговой модели.

Объектами инвестирования являются обыкновенные и привилегированные акции наиболее капитализированных российских эмитентов. Оптимальный срок вложения средств принято считать от 12 месяцев и более.

Преимуществами стратегии инвестирования являются высокая потенциальная доходность и привлекательность, основанные на реальных перспективах динамичного развития в России фондового рынка в целом.

Недостатки портфеля связаны с рисками инвестирования, которые оцениваются как высокие. Они заключаются в возможной потере части начального капитала. Максимальный риск фиксируется на уровне 15% снижения капитала от последней максимальной переоценки капитала. Данная стратегия повышает волатильность инвестируемого капитала, но при этом повышается и ожидаемая доходность инвестиций. Стратегия предлагается инвесторам с высокой терпимостью к риску возможной потери части капитала. Как правило, ее придерживаются «торговцы», рассчитывая на возможность быстрого роста вложенных средств.

Пассивная стратегия целью управления определяет получение дохода превышающего депозитные ставки в коммерческих банках, при среднем уровне риска. Данный портфель консервативен к рискам и достаточно агрессивен к прибыли. Это достигается путем фиксирования минимальной доходности на фиксированном инвестиционном горизонте, при этом нет ограничений на доходность сверху, которая определяется конъюнктурой на рынке акций.

Основная задача управляющего заключается в формировании и управлении портфелем, состоящим из долговых инструментов (облигаций и векселей) и долевых инструментов (акций). Комбинация этих инструментов рассчитывается исходя из соотношения: гарантированная доходность по облигациям к возможным потерям по акциям. Таким образом, возможные убытки по акциям ограничены ожидаемой доходностью по облигациям. В случае успешной реализации стратегии инвестор получает доходность по портфелю, в полтора-два раза превышающую уровень депозитных ставок.

Риск инвестирования при данной стратегии можно оценить как средний. Он заключается в возможной потере “безрисковой” (банковской) ставки. Для обеспечения сохранности средств, переданных в управление, управляющий формирует оптимально консервативную структуру портфеля ценных бумаг. Для поддержания требуемого уровня надежности и доходности инвестиций вложения, имеющие повышенный риск (акции), составляют не более 50% от размера активов, переданных в управление. Данная стратегия позволит управляющему обеспечивать «фундаментальному» инвестору устойчивый прирост средств переданных в управление на долгосрочную перспективу.

При сбалансированной стратегии денежные средства инвестируются с долгосрочной перспективой в наиболее недооценённые акции российского рынка, растущие быстрее среднеотраслевых показателей и обладающие достаточной ликвидностью.

Основным преимуществом портфеля является превышение доходности недооценённых бумаг над среднерыночными показателями. Недооценённые акции являются менее рискованными, они более устойчивы к снижениям на рынке акций.

Риск сбалансированной стратегии заключается в возможном снижении стоимости портфеля в случае ухудшения конъюнктуры на рынке акций. Однако «тактический» инвестор при использовании данной стратегии имеет возможность минимизировать данный риск при помощи смены типа финансового актива.

На основе вышесказанного сформулируем основные правила построения стратегии:

1. Сформулировать цели, четко определить, какие результаты следует получить, и что дают эти результаты;
2. Не переоценивать свои возможности. Если путей к достижению цели нет, постараться ослабить свой проигрыш;
3. Найти и изучить закономерности. Не забывать, что каждый действует также как и все остальные: стремиться к выгоде и (или) снижению потерь;
4. Оптимизировать свои действия, исходя из поставленных целей.

Исходя из рассмотренных выше правил, обозначим основные этапы построения стратегии при осуществлении индивидуального доверительного управления.

Этап 1: Формулирование цели инвестирования.

Согласно правилу №2, инвестор должен оценивать свои возможности и не ставить себе заведомо недостижимых целей. При построении стратегии, ему необходимо учитывать факторы, которые могут ограничить его свободу выбора.

На данном этапе инвестору (учредителю управления) необходимо не просто понять, какой результат он желает получить, но и определиться со сроком его получения, размером капитала, с которым инвестор готов расстаться на некоторое время ради достижения поставленных целей, а также соотнести свою цель с уровнем своих профессиональных знаний в области рынка ценных бумаг. Известно, что чем больше срок капитала, тем рискованнее инвестиции. В то же время, профессиональные инвесторы утверждают, что

минимальный интервал, на который инвестор должен ориентироваться, не может быть меньше года. Прежде всего, это связано с существованием календарных эффектов на российском фондовом рынке. Этот факт отличает индивидуальное доверительное управление от других видов, так как срок инвестирования (не менее года) оговаривается в договоре и предполагает ответственность сторон при нарушении данного соглашения (в каждом конкретном случае).

Этап 2: Выбор инструментов.

Охарактеризуем основные инструменты российского фондового рынка с точки зрения их пригодности и получения наибольшего эффекта при формировании портфеля. Рассмотрим основные тенденции динамики таких инструментов (акции, облигации, депозитарные расписки, опционы, фьючерсы и индексы) за последние 2 года.

Объем торговли акциями в 2004 году увеличился на 45–50%. Опережающий рост объема торговли акциями по сравнению с капитализацией рынка свидетельствовал о повышении ликвидности рынка акций. Однако по уровню ликвидности российский рынок акций сильно уступал не только большинству развитых рынков, но некоторым развивающимся рынкам (тайваньскому, корейскому, турецкому и тайландскому). В январе 2006 года российские акции вновь подорожали, благодаря высоким ценам на нефть, притоку средств инвестиционных фондов на развивающиеся рынки и снятию ограничений на торговлю ценными бумагами Газпрома. В перспективе данная тенденция сохранится, хотя не исключается возможность глубокой, но непродолжительной коррекции.

Следует отметить, что доля акций российских компаний, находящихся в свободном обращении, составляет не более 5-25% акционерного капитала, причем наблюдается тенденция уменьшения этой доли. Одна из главных причин этого – перевод торговли акциями на зарубежные площадки. Перевод осуществляется через механизм конвертирования акций российских компаний, обращающихся на российских биржах, в депозитарные расписки, торгуемые на зарубежных торговых площадках. Многие компании, впервые включенные в листинг у российских организаторов торгов, пошли на этот шаг исключительно с целью получить разрешение на проведение первичного размещения на Лондонской или Нью-йоркской фондовой бирже в форме депозитарных расписок. Другая причина – нежелание мажоритарных акционеров терять полный контроль над предприятием в условиях, когда вопросы недружественного поглощения законодательно не отрегулированы.

Рынок корпоративных облигаций в России стал активно развиваться лишь в 2001 году. Буквально за несколько лет этот сегмент финансового рынка стал значимым источником привлечения финансовых инвестиций для сотен российских компаний. Однако в сопоставлении с аналогичными рынками других стран видно, что ёмкость этого сегмента финансового рынка пока невелика. Гораздо больше средств российские компании привлекают на европейском облигационном рынке.

Пока проблема дефолтов на этом рынке не существует, хотя 2004 год высветил такую проблему рынка корпоративных облигаций, как дестабилизирующий фактор присутствия на рынке в качестве эмитентов низко надежных коммерческих банков. Все случаи технических дефолтов, которые были зафиксированы на рынке в течение 2004 года, были связаны исключительно с коммерческими банками. В 2005 году рынок долговых обязательств показал стабильный, но незначительный рост. Облигации по-прежнему остаются надежным и ликвидным финансовым инструментом.

Депозитарная расписка (ADR) – ценная бумага, выпускаемая на акции иностранной компании, свидетельствующая о том, что акции иностранной компании депонированы в каком-либо надежном банке. Депозитарные расписки выпускаются банками и удостоверяют право собственности их владельца на определенное количество ценных бумаг иностранного эмитента, депонированных в этом банке.

Депозитарные расписки имеют форму сертификата или выписки со счетов банковского депозитария. Как правило, банки, выпускающие депозитарные расписки, имеют широкие международные связи, способствующие упрощению торговли акциями иностранных эмитентов. Чаще всего ADR предоставляются крупными коммерческими банками, например, такими как Bank of New York, Morgan Guaranty Trust Company, Citicorp и др. Эти банки выполняют функции по хранению ценных бумаг и получают небольшие комиссионные вознаграждения за свои услуги.

Владелец ADR, как и настоящий акционер, имеет право на дивиденды, подлежащие уплате по иностранным акциям в той валюте, в которой они депонированы. Кроме того, держатель ADR может получить доход от прироста курсовой стоимости ценных бумаг. Так как ADR выпускаются в долларах, на их цену оказывает влияние валютный курс. Следовательно, рыночная стоимость ADR – это стоимость депонированной банком ценной бумаги, умноженная на долларовую стоимость внутренней валюты и скорректированная с учетом количества включенных в ADR депонированных акций. Использование ADR позволяет эмитентам – неамериканским компаниям – привлекать иностранных инвесторов, так как ADR предоставляют доступ к американскому рынку капитала – крупнейшей инвестиционной базе; а инвесторам дает возможность избегать излишних валютных операционных затрат и позволяет осуществлять сделки с зарубежными ценными бумагами в течение рабочих часов на фондовом рынке инвестора, а не в течение торговых часов фондового рынка, на котором зарегистрированы ценные бумаги, лежащие в основе ADR, и на котором проводятся торговые операции с этими ценными бумагами.

Фьючерс – определенным образом оформленный контракт на приобретение известного количества ценных бумаг в установленный период по базисной цене, которая фиксируется при заключении контракта. Он представляет собой договор, согласно которому одно лицо продает другому определенное количество ценных бумаг по фиксированному курсу, но с обязательством осуществить сделку не сразу, а к установленному сроку. Покупатель обязан принять ценные бумаги в указанный срок и уплатить за них сумму, оговоренную в контракте независимо от реальной курсовой стоимости бумаг к этой дате. Таким образом, момент выполнения продавцом и покупателем своих обязательств не совпадает с датой заключения сделки.

Контракты, в основе которых лежат финансовые инструменты (ценные бумаги, валюта, драгоценные металлы, фондовые индексы) называются финансовыми фьючерсными контрактами. Контракты, в основе которых лежат товары (например, сельскохозяйственная продукция, сырье) называются товарными фьючерсами (фьючерсными контрактами).

Фьючерсные контракты заключаются на бирже и являются срочными сделками, так как заключаются на определенный срок.

Если инвестор уверен в своих прогнозах относительно будущего развития событий на рынке, он может заключить фьючерсный контракт. Но если такой уверенности нет, то с целью избежания риска инвестору следует заключить опционный контракт.

Опцион эмитента – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и/или при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене, определенной в опционе эмитента⁸.

Суть опциона заключается в оформлении контракта на право покупки или продажи определенного количества ценных бумаг. В отличие от фьючерса опцион позволяет инвесторам и биржевым посредникам определять и ограничивать риск в форме премии – надбавки, выплачиваемой за право покупать или продавать ценные бумаги по срочным контрактам. Владельцы опционов не ограничены максимально возможными ценами и сроком исполнения и могут воспользоваться преимуществами, которые дают складывающиеся на рынке тенденции. Разнообразие рыночных ситуаций и тактик в торговле опционами, их различные комбинации с фьючерсами делают эти финансовые инструменты достаточно привлекательными для инвесторов.

Индексы – сравнительно новый инструмент на фондовом рынке, который представляет собой набор из ценных бумаг всех видов и всех эмитентов, представленных на рынке. Это своего рода портфель, в котором доля каждой бумаги полностью совпадает с ее долей на рынке. Такой инструмент очень привлекателен как для индивидуальных инвесторов, так и для институциональных по причине удобства и простоты. Намного проще и безопаснее сделать прогноз относительно одного индекса, нежели анализировать каждую ценную бумагу, которая представлена на рынке. К тому же, именно индекс является индикатором состояния на рынке ценных бумаг. Однако не все институциональные инвесторы могут воспользоваться данным инструментом, существуют некие ограничения для различных форм инвестирования.

Этап 3: Выбор эмитентов на основе применения фундаментального и технического анализа.

Фундаментальный и технический анализ являются основой принятия решений на фондовом рынке. Однако каждый из них имеет свою специфику и специализацию в зависимости от ситуации и области применения. Свои оценки фундаментальный анализ строит на основе внутренней информации компании, такой как баланс, план развития, финансовая документация, данные об объеме и ассортименте продукции, качестве менеджмента. При этом важная роль отводится информации, касающейся макроэкономического окружения компании и состоянию отрасли. Фундаментальный анализ отражает существование феномена двойственности «цена-стоимость». Свои оценки фундаментальный анализ строит на определении теоретической «внутренней» стоимости финансового актива путем капитализации дохода, что является общепринятым подходом к выявлению неправильно оцененных инструментов. Данный подход основан на дисконтированной стоимости денежного потока, который инвестор рассчитывает получить за счет владения финансовым активом. При этом инвестор может использовать приемлемую учетную ставку для определения дисконтированного денежного поступления. Далее, полученный показатель «внутренней» стоимости актива сравнивается с ее текущей ценой. С другой стороны, зная текущую рыночную цену финансового актива и величину обещанных доходов, вычисляется доходность, которая сравнивается с приемлемой для инвестора учетной ставкой.

В отличие от фундаментального, технический анализ изучает поведение ценных бумаг за прошлый период и пытается на основе этой информации прогнозировать дальнейшее движение котировок.

Фундаментальный и технический анализы можно определить также как своего рода подходы к управлению портфелем, которые тесно взаимодействуют на практике. Доказательством тому служит тот факт, что вся информация, доступная рынку, немедленно отражается в цене. Происходит изменение котировок, оставляющее след на графике, поэтому техническому аналитику новая фундаментальная информация становится доступной достаточно быстро.

Эффективность каждого из видов анализа отражена по различным рассматриваемым факторам в таблице 9, но и от пропорции участников, следующих конкретным методам: чем больше «верующих» в данный метод, тем более вероятно, что исполнение прогноза повлечет за собой влияние на цены.

Взаимодействие фундаментального и технического анализа на практике часто приобретает две различные формы.

В первом случае участники рынка принимают решение о направлении движения, основываясь на фундаментальном анализе, а затем обращаются к техническому анализу для выбора уровней «входа» и «выхода» с рынка. При этом для исполнения задуманной стратегии обращают внимание на уровни поддержки и сопротивления, на положения графиков скользящих средних и т.д. Во втором случае технический анализ помогает участникам рынка определить новые возможности рынка, после чего они обращаются к фундаментальному анализу за объяснением и, по-

лучив удовлетворяющий ответ, снова возвращаются к техническому для определения ценовых уровней «входа» и «выхода».

Таблица 9

**Сравнительная эффективность методов
фундаментального и технического анализа**

Рассматриваемые факторы	Фундаментальный анализ	Технический анализ
Сложность овладения методом	Более сложный, ввиду необходимости анализа и прогнозирования многих составляющих для принятия решений	Проще в познании, помогают современные технологии
Основное преимущество	Познание сути явления	Простота восприятия
Основной недостаток	Сложность выбора базовых предположений для построения прогнозов	Сложность выбора ключевой конфигурации, определяющей поведение актива в будущем
Точность определения вектора движения	Высокая степень зависимости от успеха конкретного анализа	Визуально определяется достаточно легко
Точность оценки уровня «входа»	Не предполагается использование времени и уровня «входа» в рынок	Преодоление рынком заранее заметных контрольных уровней – простой сигнал
Точность оценки уровня «выхода»	Недостаточная точность: прогноз основан на определенных факторах. Если появляются новые, уходит время на определение их значения	Более точен, т.к. у каждого сценария прогноза есть конкретные ценовые определители «входа» и «выход»
Точность определения уровня корректировки прогноза	Усложняется, поскольку надо учитывать преобладающие ожидания рынка: насколько изменения факторов отражаются в цене	Точность высока, т.к. постоянно видны границы тенденций
Точность определения временного горизонта прогноза	Сложно оценить для метода в целом	Плохо приспособлен для определения временного горизонта

Из сравнительной таблицы видно, что оба метода анализа имеют как достоинства, так и недостатки: а поскольку их взаимосвязь очевидна и подтверждена практикой, эффективное управление портфелем возможно лишь при разумном сочетании и рациональном использовании как фундаментального, так и технического анализа. Аналитики, владеющие методами и фундаментального, и технического анализа, могут квалифицированно прогнозировать поведение цен на рынке и разрабатывать в соответствии с этими прогнозами стратегию управления портфелем финансовых активов.

Специфика индивидуальных стратегий состоит в оперативности принятия решения. Так, при изменении ситуации на рынке в сторону снижения эффективности действующей стратегии, доверительный управляющий имеет возможность вносить коррективы непосредственно в данный момент согласно договору. При коллективном доверительном управлении изменение стратегии займет гораздо больше времени и сделать это достаточно сложно, учитывая регламентированность действий управляющего.

Этап 4: Определение процентного соотношения доли эмитентов в портфеле.

При формировании портфеля и изменении его состава или структуры финансовый аналитик формирует (или поддерживает) такое инвестиционное качество собранных активов, чтобы обеспечить заданное соотношение доходность/риск. Смысл портфельных стратегий инвестора – улучшить инвестиционные характеристики всей совокупности ценных бумаг, достижимые только при их комбинации и невозможные с позиции отдельно взятого финансового актива.

С учетом качества ценных бумаг можно сформировать различные инвестиционные портфели, в каждом из которых будет определенный баланс между риском, приемлемым для владельца портфеля, и ожидаемой доходностью (отдачей от вложенных средств) на определенный период времени. Соотношение этих факторов позволяет определить вид портфельных инвестиций с различных точек зрения, например источников дохода или позиций инвестора (рис. 13). При других классификациях портфелей структурообразующими признаками могут выступать те инвестиционные качества ценных бумаг, которые являются определяющими для данного типа инвестора, например ликвидность, минимизация налоговых выплат, отраслевая или региональная принадлежность и др.

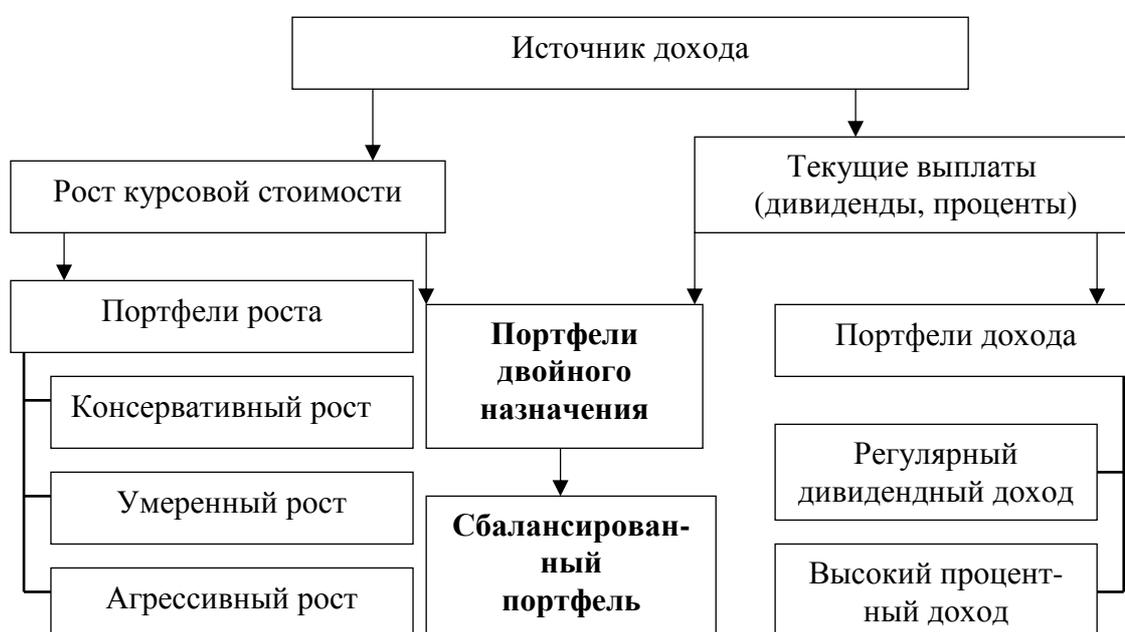


Рис. 13. Классификация инвестиционных портфелей в зависимости от источников дохода

Принимая решение о целесообразности вложения денежных средств в финансовые активы, инвестор должен определить риск, присущий этим активам, ожидаемую доходность и далее оценить, достаточна ли эта доходность для компенсации ожидаемого риска. Чаще всего инвестор работает не с отдельным активом, а с некоторым их набором (инвестиционным портфелем). Отсюда следует, что, оценивая риск конкретного актива из инвестиционного портфеля, можно действовать двояко: либо рассматривать этот актив изолированно от других активов, либо считать его неотъемлемой частью портфеля.

При этом оценки риска актива и целесообразности операций с ним могут меняться. Например, актив, имеющий более высокий уровень риска при рассмотрении его изолированно, может оказаться практически безрисковым с позиции портфеля, при определенном сочетании входящих в этот портфель активов⁹. Более подробно на математических аспектах данного подхода мы остановимся в третьей главе данной работы. В части индивидуального доверительного управления существует только одно ограничение доли одного актива – не более 50% от составленного портфеля, что является фактором достаточно боль-

шой свободы управляющего при составлении портфеля. На наш взгляд, данное ограничение носит формальный характер, так как управляющий при составлении любой стратегии не будет нарушать этого правила, осознавая невыгодность и рисковость вложения половины средств в одноименный актив.

Этап 5: Оптимизация замены.

На данном этапе, по сути, осуществляется мониторинг установленных параметров портфеля (доходность и риск). Причем, в случае несоответствия текущего состояния заданным параметрам, производится замена актива, не отвечающего требованиям, на другой. Производятся действия по выбору другого эмитента посредством фундаментального и технического анализа, подобно тому, как формировался изначальный портфель. Данный этап при осуществлении индивидуального управления может применяться неограниченное количество раз, так как это обуславливается изменением ситуации на рынке. Таким образом, исходя из интересов инвестора, управляющий обязан обеспечивать наибольшую эффективность управления на любой момент времени при любой конъюнктуре рынка.

После подробного рассмотрения этапов построения инвестиционной стратегии актуальным становится вопрос диверсификации портфеля. Увеличение количества ценных бумаг в инвестиционном портфеле (или, иными словами, диверсификация) направлено на снижение риска данного портфеля. Диверсификация является одним из основных принципов формирования инвестиционного портфеля.

Относительно вопроса степени диверсификации портфеля авторы учебника «Рынок ценных бумаг» под редакцией В.А. Галанова, например, придерживаются мнения, что максимальное сокращение портфельного риска достижимо в том случае, если портфель включает 40-70 различных ценных бумаг. Дальнейшее увеличение состава портфеля нецелесообразно, так как возникает эффект излишней диверсификации, который может привести к невозможности качественного управления портфелем, высоким издержкам поиска ценных бумаг, высоким издержкам по покупке небольших партий ценных бумаг¹⁰. Кроме того, перечень надежных, доходных и ликвидных бумаг крайне ограничен на российском фондовом рынке. По большому счету, количество российских эмитентов, ценные бумаги которых в полной мере отвечают критериям доходности, надежности и ликвидности, не превышает двух десятков.

На наш взгляд, предложенное количество (40-70 эмитентов) различных ценных бумаг в портфеле является неоправданным. По нашему мнению, целесообразно использование не более 15 эмитентов в одном портфеле, потому что все выше перечисленные недостатки уже относятся к тому количеству, которое называют авторы учебника.

Риск портфеля во многом зависит от корреляции (взаимосвязи) между изменениями курсов входящих в портфель ценных бумаг. При сильной корреляции между отдельными ценными бумагами риск за счет вложений в различные ценные бумаги нельзя ни уменьшить, ни увеличить. Если же курсы абсолютно не коррелируют между собой, то в идеале, рыночный риск можно было бы исключить полностью.

Ранее существовало мнение, что проводить диверсификацию на российском рынке неразумно, так как риск вложений в разные акции примерно одинаков. Согласно такому мнению, покупать надо акции конкретной компании, имеющей потенциал роста, в то время как диверсификация вложений по разным секторам промышленности, регионам, классам инструментов неразумна.

С такой точкой зрения нельзя согласиться, так как инвестирование всех средств в одну бумагу сопряжено с очень высоким уровнем риска. В особенности такая стратегия неприменима при индивидуальном управлении клиентским портфелем ценных бумаг. На российском фондовом рынке вполне возможна диверсификация активов, в значительной степени снижающая риск обесценения портфеля. В настоящее время постоянно увеличивается число акций предприятий различных отраслей народного хозяйства, которые обладают необходимыми инвестиционными качествами и ликвидностью для

включения в портфель. Кроме того, в портфель помимо акций могут включаться низкорисковые долговые бумаги.

Существует множество исследований и руководств о том, как заработать деньги на рынке акций, основываясь на знании методов фундаментального и технического анализа. Разными авторами предлагается множество торговых систем, созданных профессионалами рынка за долгие годы работы на зарубежных рынках. Многие из них предлагают инвестору готовое программное обеспечение, разработанное на основе выработанных ими алгоритмов работы¹¹. Однако все эти методические разработки вряд ли будут эффективны применительно к российскому рынку в силу ряда факторов.

Во-первых, практически все предлагаемые торговые системы протестированы на огромном количестве данных. Проверить работу системы на российском рынке возможно, но возникает определенный процент недоверия к результату. Все-таки методы технического анализа опираются на закономерности, а закономерность может быть признана таковой, если она проявилась на большом массиве данных. Российский рынок акций существует более 10 лет, однако интенсивное его развитие началось после 1998 года. До этого времени акции не представляли интереса для большинства инвесторов. Известно, что цены формируются под влиянием спроса и предложения, но если инструмент не интересен основному количеству участников рынка, то, соответственно, их влияние незначительно. В связи с этим, в целях нахождения объективных закономерностей лучше всего использовать данные, начиная с 1999 года.

Если система, перед тем как дать сигнал к покупке или продаже, требует анализа относительно большого массива данных, количество проявлений закономерности, на которую она опирается, пропорционально сокращается. Небольшая статистическая совокупность данных подвергает сомнению адекватность закономерности.

Во-вторых, известно, что поведение участников рынка оказывает влияние на движение цен. Психологическая модель поведения людей отличается в зависимости от территориального местонахождения, религии, экономики, жесткости законодательства и других факторов. Закономерно полагать, что поведение российского инвестора отличается от поведения гражданина, например, США, при прочих равных условиях. А значит, закономерности движения зарубежных рынков акций, могут оказаться случайными на российском рынке.

В-третьих, готовые разработанные торговые системы обычно предлагаются инвесторам, желающим их использовать, по цене достаточно высокой для того, чтобы среднестатистический индивидуальный инвестор мог позволить себе воспользоваться ими. Кроме того, такие системы содержат достаточно сложные алгоритмы построения, поэтому индивидуальный инвестор не может построить их самостоятельно.

Для инвесторов, не готовых приобрести эти программы, существует три возможных варианта:

- воспользоваться услугами индивидуального доверительного управления;
- использовать пассивную стратегию инвестирования (купить и держать);
- изучить график движения цен самостоятельно и попытаться выстроить собственную торговую систему.

Третий вариант вызывает большие сомнения в достижении желаемого результата, так как напрямую зависит от профессиональной подготовленности инвестора в области рынка ценных бумаг, аналитической информации, доступной ему, а также программного обеспечения для осуществления технического анализа. Данная совокупность условий, однако, не является гарантией достижения поставленных целей в силу ряда проблем, объективно существующих на российском фондовом рынке. Поэтому использование услуг индивидуального доверительного управления в последнее время приобретает особое значение и получает дополнительное развитие как эффективный способ осуществления инвестирования средств частных инвесторов.

Рассмотренные этапы построения инвестиционной стратегии выявили необходимость знания четкой цели и конечного результата инвестиционного процесса. Специфика индивидуального доверительного управления говорит о большой свободе действий управляющего, что является, с одной стороны большой ответственностью, с другой – возможностью обеспечения большей доходности и меньшего риска. Однако определяющую роль в нем играет выбор инструментов и последующее определение эмитентов. В этой связи подробнее остановимся на характеристиках инструментов российского рынка ценных бумаг, таких как эффективность, доходность и риск.

2.3. Инвестиционные характеристики акций: соотношение эффективности, доходность и риска в портфеле ценных бумаг

В современной экономической науке существуют различные взгляды на определение эффективности инвестиционных инструментов вообще и инструментов индивидуального доверительного управления в частности. Прежде всего, необходимо отметить, что общая эффективность организации оценивается с точки зрения того, каким образом осуществляемая деятельность соотносится с ее целями и задачами. Поэтому количественно эффективность можно представить как отношение объема продукции к единице затраченных ресурсов. В случае инвестиционной деятельности объемом продукции является весь объем денежных потоков, который получает инвестор в период владения финансовым активом, а затраченные ресурсы – это объем первоначальных вложений.

В то же время понятие «эффективность» должно анализироваться не только с позиции построения математических формул и моделей, но и с позиции оценки «качества» инвестиционного инструмента. Здесь вопрос лишь в том, как правильно выделить компоненты, влияющие на качество инструмента.

Можно определить качество как совокупность характеристик объекта, относящихся к его способности удовлетворять установленные или предполагаемые потребности. Исходя из данного определения, предлагается система показателей качества, состоящая из частных и главных показателей.

1. Частные показатели качества:

- 1.1. Безопасность инструмента;
- 1.2. Доступность инструмента;
- 1.3. Отрегулированность инструмента;
- 1.4. Уровень клиентского сервиса:
 - технологичность и удобство обслуживания,
 - компетентность персонала и культура обслуживания,
 - комфортабельность мест обслуживания,
 - дополнительные возможности и услуги;
- 1.5. Деловая репутация, стиль управления:
 - размер активов под управлением,
 - репутация управляющей компании,
 - долголетие управляющей компании,
 - образование и опыт управляющего,
 - стаж управляющего,
 - отражение деятельности управляющего в СМИ;

2. Главные показатели качества:

- 2.1 Доходность инструмента,
- 2.2 Надежность инструмента,
- 2.3 Ликвидность инструмента.

Очевидно, что данная иерархия показателей применима к оценке качества любой ценной бумаги, поэтому показатели 1.1-1.3, связанные с обобщенной оценкой качества

инструмента доверительного управления, как такового, не нуждаются в детальной расшифровке.

С другой стороны в свете российской специфики отрасли доверительного управления важность показателей качества 1.4 и 1.5 более чем очевидна. Хотя эти показатели и основываются на субъективном восприятии качества, но они являются теми необходимыми дополнительными компонентами, без которых невозможно построение модели комплексной оценки эффективности инструментов индивидуального доверительного управления.

Суммарно все показатели можно определенным образом объединить в интегрированный показатель качества, но для этого необходимо выделить ключевые доминирующие характеристики и придать им вес, несмотря на то, что на первый взгляд кажется, что в такой структуре существуют взаимозависимые связи. Так, низкий уровень сервиса свидетельствует о низкой корпоративной культуре, а это в свою очередь может обернуться для инвестора низкими показателями доходности.

В рамках главных показателей качества используются, в том числе, следующие ключевые понятия: «доход» и «доходность». Доход может быть реализован в виде курсового дохода в результате прироста капитала и текущего дохода, который получает инвестор в виде регулярных платежей от эмитента ценных бумаг.

В рамках развития отрасли доверительного управления доходность напрямую зависит от роста стоимости финансового актива, но при этом возможен вариант получения регулярного дохода в виде дивидендов в случае покупки акций акционерных инвестиционных фондов. В целом этот доход называется совокупным. В зарубежных источниках в совокупный доход включаются различные факторы, которые влияют на повышение стоимости финансового актива либо дохода, в том числе и налоговые изменения.

Доход как абсолютная величина сама по себе недостаточна для проведения комплексного анализа, поэтому другой важный показатель – «доходность», равный отношению дохода к первоначальной стоимости вложения. Безусловно, в первоначальную стоимость вложения необходимо включать все осуществленные инвестором затраты по приобретению ценной бумаги. Таковыми являются стандарты как российской, так и международной практики учета, но в рамках проведения анализа и моделирования приходится проводить определенные упрощения, дабы обладать сравнимой информацией.

Многие ученые до сих пор не могут прийти к единому мнению и правильно разделить понятия «доход» и «доходность». В учебном пособии Буренина А.Н. «Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов» приводится определение, в соответствии с которым «доходность – это относительный показатель, который говорит о том, какой процент приносит рубль инвестированных средств за определенный период времени»¹². В русско-английской финансово-банковской энциклопедии происходит смешение понятий, поскольку доходность понимается в широком смысле: «доходность инвестиции – деньги, накопленные или заработанные в результате инвестиций в течение года»¹³.

Во многих источниках приводится возможность расчета математического ожидания доходности на основе придания различных весов различным вероятным значениям доходности. Эти веса рассчитываются на основе выработанных экспертных суждениях либо на основе результатов математического моделирования.

По сути, самое важное при анализе инвестиционных качеств того или иного финансового актива – это оценить, насколько рискованным является данное вложение. Надежность (риск) – это второе качество финансовой инвестиции. Ведь наряду с оценкой доходности, которую инвестор ожидает получить в результате совершения той или иной операции, необходимо знать, насколько высока возможность потери начального капитала.

В экономической литературе существуют различные подходы к определению понятия «риск». Встречаются мнения, согласно которым одна и та же ситуация одним человеком может восприниматься как риск, а другим – как удобный случай. Риск, по сути, – это совокупный фактор вероятности возникновения нежелательного события и его по-

следствий. С другой стороны, это возможность возникновения в ходе инвестиционного процесса ситуации и ее последствий, которые, вследствие неопределенности причин и/или неточных решений, не были или не могли быть учтены при принятии инвестиционного решения или в ходе самого инвестиционного процесса¹⁴.

Энциклопедия банковского дела и финансов определяет риск как «вероятность понести убытки или упустить выгоду», а также «неуверенность в получении соответствующего дохода или убытка»¹⁵. Во многих определениях, приводимых российскими авторами, вероятность наступления неблагоприятного события сознательно заменяется неопределенностью наступления того или иного события. Такая позиция обосновывается тем, что в практике существования отрасли доверительного управления в России не накоплен достаточный опыт для формирования распределения вероятности наступления неблагоприятных событий.

Риск – это прежде всего некоторое действие, а значит, у этого действия должен быть источник, а поскольку в модели организации индивидуального доверительного управления участвует множество сторон, то и источниками будут являться все участники этих взаимоотношений.

Рассмотрим различные виды рисков подробнее путем разделения их на три группы (рис.14).

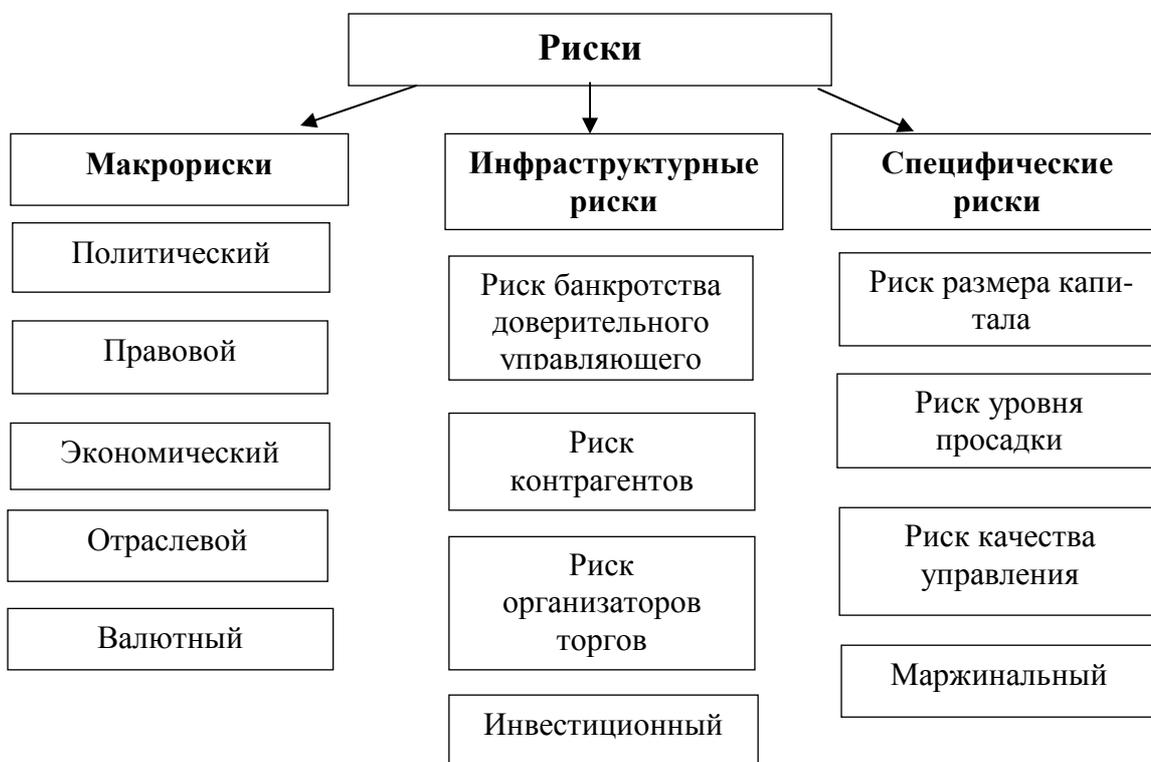


Рис. 14. Классификация рисков при индивидуальном доверительном управлении в системе общих рисков

Первая группа объединяет макрориски. Они включают в себя неблагоприятные изменения на макроуровне государства. Прежде всего, к ним относится политический риск, который связан с особенностью государственного устройства, с возможностью неблагоприятных изменений политической ситуации в стране и за рубежом. Правовой риск выражается в изменениях, пробелов и противоречиях в действующем законодательстве, регулирующем порядок и условия обращения ценных бумаг, совершения сделок на рынке ценных бумаг. Экономический риск связан с нестабильной экономической ситуацией в стране и в мире (в том числе кризисом денежно-кредитной системы, инфляцией), что мо-

жет свести на нет или обесценить доходы, полученные по результатам операций на рынке ценных бумаг.

К первой группе также относятся рыночные риски – риски участников инвестиционного процесса, связанные с неблагоприятным функционированием рынка ценных бумаг в течение длительного периода времени и не зависящие от данного конкретного инвестиционного инструмента: политических, экономических событий или изменения потребительских предпочтений. В данном случае налицо взаимосвязь рассмотренных рисков. Отраслевой макрориск связан с неблагоприятным функционированием определенной отрасли, что непосредственно сказывается на деятельности занятых в ней компаний, а значит, и на показателях стоимости принадлежащих им акций. Часто негативное состояние такой отрасли передается компаниям из других, зависимых отраслей.

Валютный риск связан с возможностью неблагоприятного изменения курса рубля по отношению к американскому доллару, при котором доходы от операций с ценными бумагами, равно как и инвестиции, могут быть подвергнуты инфляционному воздействию.

Вторая группа рисков условно названа инфраструктурными. В процессе управления инвестициями могут измениться управляющий и другие организации, обслуживающие этот процесс. К примеру, в схеме взаимодействия инвестор – фонд инвестор не может оказывать влияние на выбор управляющей компании, регистратора, аудитора или оценщика, и если такое изменение необходимо, он может лишь выйти из такого фонда, если сложившаяся структура ему не подходит.

К таким рискам относится риск банкротства эмитента, который заключается в возможности наступления неплатежеспособности эмитента ценной бумаги, что приведет к резкому падению цены (вплоть до полной потери ликвидности) на такую ценную бумагу (в случае с акциями) или невозможности погасить ее (в случае с долговыми ценными бумагами). Применительно к акциям этот риск в наибольшей степени определяется финансовым положением и платежеспособностью предприятия-эмитента.

Риск контрагентов, также относящийся к этой группе, заключается в возможности возникновения потерь вследствие недобросовестного исполнения своих обязательств участниками рынка ценных бумаг или банками, осуществляющими расчеты. Риск, связанный с работой организаторов торговли выражается в вероятности потери средств полностью или частично в результате неплатежеспособности, банкротства, иного неисполнения своих обязательств организатором торгов и/или другими участниками рынка.

Также выделяют инвестиционный риск, который определяется изменчивостью или периодическими колебаниями доходности ценных бумаг. Выделяют три фактора, влияющих на колебание инвестиционных результатов: состав портфеля, степень диверсифицированности портфеля и политику управления портфелем.

Третья группа включает в себя специфические риски, связанные с индивидуальным доверительным управлением. Многие аналитики одним из рисков данной услуги выделяют риск размера капитала. Он заключается в меньших возможностях инвестирования (по сравнению с ПИФ) и диверсификации. Значительное количество клиентов ориентируются на сумму, установленную как минимальную (300 тыс. рублей), и их средства не многим больше нее. Тогда как коллективное инвестирование, имея в своем распоряжении огромные средства тысяч инвесторов, снижает данный риск до незначительного уровня.

Риск уровня просадки также велик при осуществлении индивидуального доверительного управления. При коллективном управлении данный уровень четко устанавливается и жестко соблюдается, составляя, как правило, незначительный процент от общей суммы. При индивидуальной стратегии очень немногие управляющие вообще его устанавливают. В таком случае возникает проблема определения такого уровня потерь, при котором дальнейшее управление становится бессмысленным и активы необходимо переводить в денежные средства.

В настоящее время, учитывая появление огромного количества профессиональных участников, оказывающих услуги индивидуального доверительного управления, все более

актуальным становится риск качества управления. При отсутствии жестких ограничений и законодательных норм, регламентирующих деятельность таких управляющих, данный риск также остается высоким, если учредитель не имеет полной и достаточной информации о компании. Каждый инвестор индивидуально решает, какими критериями качества управления руководствоваться. Однако доступные средства массовой информации и сами управляющие готовы предоставить и статистическую, и рейтинговую информацию обо всех участниках рынка ценных бумаг данного профиля, что является хорошей гарантией эффективного выбора для инвестора.

Особо выделяется специфический риск, связанный с исполнением маржинальных поручений клиента. Совершая маржинальные сделки и/или необеспеченные сделки, клиент несет те же риски, что и при обычной торговле на фондовом рынке, но при этом у клиента возникают некоторые дополнительные виды рисков. В связи с тем, что котировки ценных бумаг могут значительно изменяться как в течение дня, так и от одного торгового дня к другому, операции с использованием денежных средств или ценных бумаг, предоставленных компанией в заем клиенту и/или сделок купли-продажи ценных бумаг на условиях исполнения обязательств по сделке в день ее заключения в случае, если в момент ее заключения суммы денежных средств либо количества ценных бумаг недостаточно для исполнения по ней (необеспеченных сделок) несут специфические риски и могут потребовать от клиента оперативных решений. При этом бремя риска при совершении маржинальных операций и все последствия, возникшие вследствие их совершения, принимаются инвестором на свой счет.

При совершении маржинальных сделок инвестор в сравнительно короткий промежуток времени может недополучить прибыль, понести убыток, потерять все свои средства, находящиеся на счете доверительного управляющего. Возврат заемных денежных средств или ценных бумаг может быть затруднителен или невозможен. Это может произойти, например, когда в силу быстрого движения цен торги будут приостановлены или ограничены. Поручения, направленные на ограничение убытка инвестора, необязательно ограничат эти убытки до предполагаемого уровня, так как в сложившейся на рынке ситуации может оказаться невозможным исполнить такое поручение по любой цене.

Возможным фактором, влияющим на увеличение степени риска инвестора, является требование по поддержанию необходимого уровня маржи, отражающей степень покрытия им своих обязательств по совершенным им сделкам. В случае уменьшения значения маржи инвестор должен либо довести денежные средства на свой счет, либо реализовать часть своих активов вне зависимости от состояния рыночных цен и фиксации убытков от такой продажи.

Таким образом, основными инвестиционными характеристиками инструментов фондового рынка являются доходность и риск, в совокупности составляя эффективность инвестиции. К тому же, два этих показателя становятся критерием отбора не только самих инструментов, но и составленных из них портфелей. Рассмотрение данного вопроса представляет особое значение перед построением индивидуальной стратегии управления средствами частных и корпоративных инвесторов на доверительной основе.

Все заявленные выше элементы составляют единый механизм индивидуального доверительного управления. Для наиболее эффективной реализации этого механизма, в большей степени необходимо выявление связей между элементами и более глубокое их исследование. Это задача более обширного научного поиска, поэтому в целях нашего исследования мы остановимся на одном из элементов данного механизма, а именно на построении методики индивидуального доверительного управления. В следующей главе представлен авторский подход к формированию портфеля акций российских эмитентов как наиболее доходный и гибкий способ портфельного инвестирования в современных условиях.

¹ Федеральный закон от 27 ноября 1992 г. «Об организации страхового дела в Российской Федерации» №4015-1// Справочно-информационная система «Гарант».

-
- ² Федеральный закон от 7 мая 1998 г. «О негосударственных пенсионных фондах» № 75-ФЗ // Гарант.
- ³ Там же.
- ⁴ Там же.
- ⁵ Федеральный закон от 3 февраля 1998 г. «О внесении изменений и дополнений в Закон РСФСР «О банках и банковской деятельности в РСФСР» № 17-ФЗ // Гарант
- ⁶ См.: *Бондаренко В.А., Карabanова О.Г.* Роль и значение выбора стратегии в деятельности предприятия // Вестник ОГУ. №3. 2000. С. 128.
- ⁷ См.: *Молодцов Д.* К теории управления портфелем // Рынок ценных бумаг. №6. 2006. С. 54
- ⁸ Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ // Справочно-информационная система «Гарант».
- ⁹ См.: *Иванов А., Саркисян А.* Риск и доходность инвестиционного портфеля // Рынок ценных бумаг. №4. 2004. С. 85.
- ¹⁰ Рынок ценных бумаг: учебник/ под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 2002. С. 234.
- ¹¹ См.: *Бестужева О.* Портрет частного инвестора // РЦБ. №7. 2004. С.43.
- ¹² *Буренин А.Н.* Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. – М.: Научно-техническое общество имени С.Н. Вавилова, 2002. С. 72.
- ¹³ *Вулфер Ч.Д.* Энциклопедия банковского дела и финансов: Пер. с англ. – Самара: Корпорация «Федоров», 2000. С. 350.
- ¹⁴ См.: *Трегуб А.* Паевые инвестиционные фонды: качество инструмента и риск инвестора // Финансист. №1-2. 2002. С.19.
- ¹⁵ *Вулфер Ч.Д.* Энциклопедия банковского дела и финансов. Самара: Корпорация «Федоров», 2000. С. 1102.

Глава 3. ПРИКЛАДНЫЕ АСПЕКТЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В РАМКАХ ИНДИВИДУАЛЬНОГО ДОВЕРИТЕЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ В СОВРЕМЕННЫХ РОССИЙСКИХ УСЛОВИЯХ

3.1. Проблемы и перспективы развития института доверительного управляющего

Несмотря на продолжительный срок существования института доверительного управления, этот вид аккумуляции свободных средств для инвестирования в реальный сектор экономики не получил должного развития и по-прежнему занимает незначительный удельный вес в общем объеме инвестиций. В связи с этим возникает потребность выяснения причин создавшегося положения, что в свою очередь указывает на существование ряда проблем, мешающих развитию института эффективного доверительного управляющего как значимого механизма привлечения свободных денежных средств частных инвесторов.

Проведенное теоретическое исследование сущности и экономико-финансовых основ института доверительного управления, и индивидуального доверительного управления портфелем финансовых активов в частности, позволяет нам систематизировать и представить все виды проблем и противоречий, которые целесообразно классифицировать на проблемы, возникающие на макро-, мезо- и микро-уровне (рис. 15).

Макро-уровень: проблемы неблагоприятного инвестиционного климата.

Глобальной проблемой считается оценка инвестиционного климата в России как недостаточно благоприятного. Существует большое количество факторов, формирующих понятие инвестиционного климата. Применительно к России эти факторы могут рассматриваться как две группы барьеров, связанных с инвестированием в экономику. К *первой группе* относятся факторы, характерные для России, так называемые страновые риски:

- социально-политическая нестабильность;
- неадекватная защита прав собственности;
- низкая платежная дисциплина;
- значительное распространение коррупции и преступности и т.д.

Вторая группа включает факторы, связанные с конкретным субъектом инвестирования:

- информационную закрытость инвестиционного актива;
- незаинтересованность существующего менеджмента и местных властей в реализуемом проекте;
- низкий уровень корпоративного управления¹.

Недостаточно благоприятный инвестиционный климат выталкивает производительный капитал из страны. Вывоз капитала сокращает объем внутренних инвестиций и капиталовложений, снижает возможности роста российского производства и его структурной перестройки, нарушает устойчивость финансовых рынков, приводит к асимметрии основных его сегментов, отрицательно влияя на состояние платежного баланса, валютные резервы и курс рубля. Многие вопросы решаются в пользу зарубежных стран и укрепляют конкурентную силу зарубежных партнеров, в том числе путем создания искусственного спроса на более дешевые международные кредитные ресурсы.

В свою очередь вывоз капитала, не компенсированный ввозом, осуществляется в ущерб инвестициям. Но существует и обратная зависимость: вывоз капитала производится в силу невозможности инвестирования его внутри страны. Невозможность инвестирования – это и неблагоприятный инвестиционный климат, и узость внутреннего рынка, неразвитость фондового рынка, и все еще недостаточная надежность банковской системы, и высокие риски. Отток капитала нельзя ограничить мерами по усилению административного контроля, если экономика не может принять инвестиции

Учитывая наличие достаточно сильной корреляции между размерами инвестиций и темпами экономического роста, упование российского правительства на саморегулируемость и на частный сектор, отсутствие в России промышленной политики, можно конста-

тировать постепенное накопление в России дестабилизирующей ситуации, охлаждающей инвестиционные настроения и подталкивающей потенциальных инвесторов к вывозу капитала за рубеж.

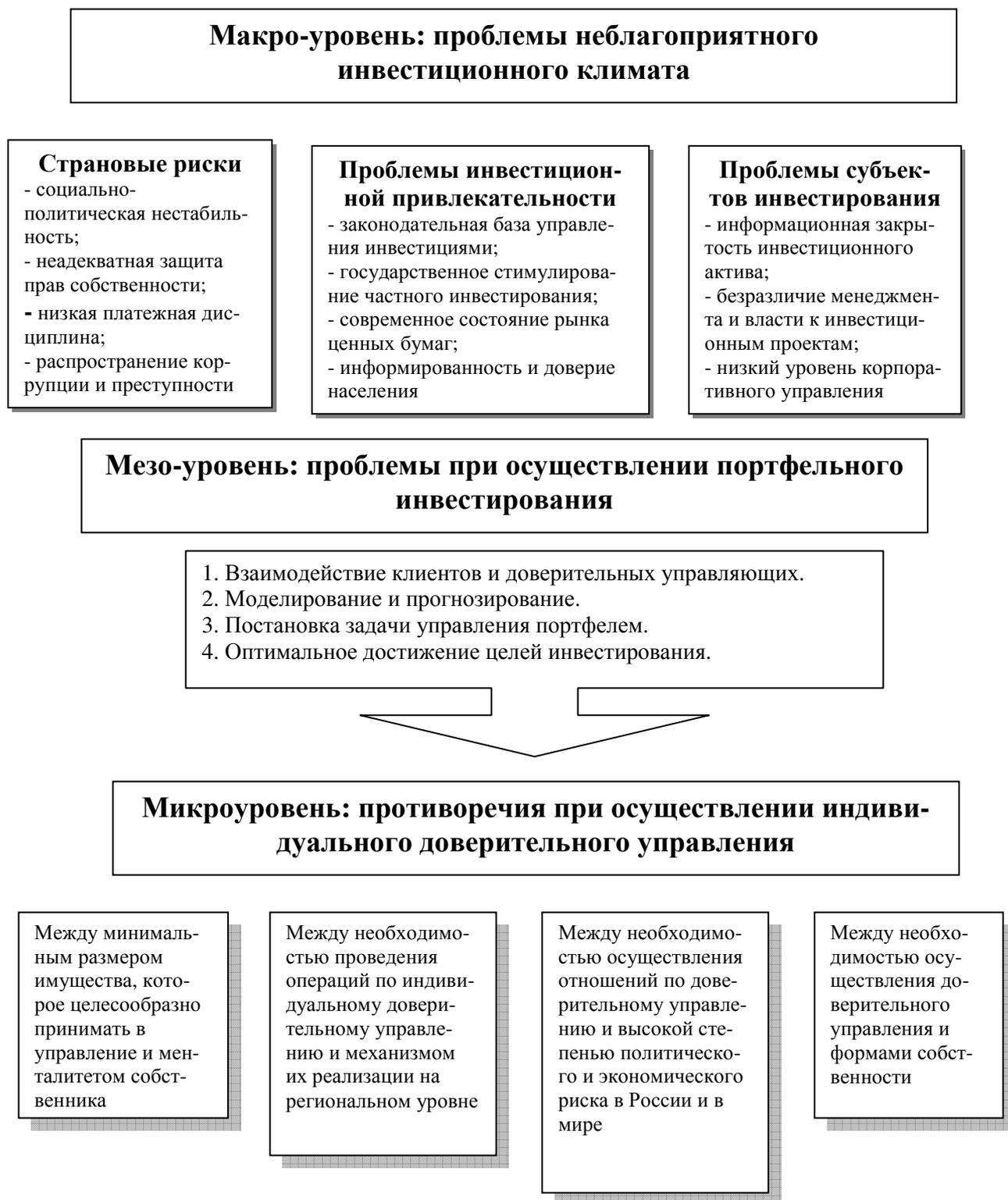


Рис. 15. Классификация проблем и ограничений, возникающих при осуществлении индивидуального доверительного управления в современных условиях

Таким образом, на базе улучшения инвестиционного климата, но без наличия в России комплекса мер по стимулированию инвестиций в экономику в рамках структурной

промышленной, политики невозможна эффективная трансформация сбережений в инвестиции.

Однако не следует упускать из вида преднамеренное, вне зависимости от состояния экономики, накопление сбережений для вывоза за рубеж. Можно прямо признать, что, по крайней мере, часть владельцев российских капиталов по своим профессиональным и деловым качествам не способна эффективно их использовать в самой России. Вместо получения предпринимательского дохода они предпочтут проценты или ренту на свой капитал в зарубежных оффшорных зонах.

Существенный вред инвестиционному климату приносит наличие теневой экономики. Речь идет о манипулировании ценами на фондовом рынке и использовании инсайдерской информации, то есть внутренней информации эмитента. Причем в последнем случае это в равной мере относится как к корпоративным ценным бумагам, так и к государственным. Особенно значительный ущерб может быть нанесен именно при использовании инсайдерской информации в отношении государственных ценных бумаг. Борьба с использованием инсайдерской информацией в корыстных целях представляется исключительно важной².

Для большинства стран, в том числе и России, все более актуальными становятся вопросы ответственности за инсайдерскую информацию.

Теневая экономика увеличивает затраты, облагает «налогом» полученный доход и усиливает неопределенность. Она приводит к сокращению инвестиций. Это происходит в силу того, что незаконные, скрытые доходы, полученные мошенническим путем, путем коррупции, украденные, то есть невыплаченные, налоги и т.д. необходимо прятать. Таким образом, эти средства выводятся из оборота.

Поэтому для обеспечения устойчивого функционирования российских организаций и экономики в целом необходима выработка наиболее эффективных мер по борьбе с отмыванием денежных средств, полученных незаконным путем.

Одним из факторов, определяющим благоприятный инвестиционный климат, является прозрачность информации. Это важнейшее условие доверия инвесторов к потенциальным объектам инвестирования. Недостаточность, недостоверность, запоздалость информации вызывают недоверие к информации, увеличивают риск для пользователей финансовой отчетности. Без системы раскрытия информации невозможно обоснование инвестиционного решения. Соблюдение информационной прозрачности современного фондового рынка, фундаментального принципа его функционирования, является важнейшей гарантией защиты прав инвесторов.

Налицо недостаточность государственного регулирования экономических процессов, следствием чего является нестабильный инвестиционный климат в стране. В России, где рыночные механизмы еще не совершенны, роль государства в регулировании экономики, а также в решении поставленных выше проблем должна быть значительной.

С нашей точки зрения к наиболее значимым и оказывающим существенное влияние на развитие портфельного инвестирования в рамках доверительного управления относятся проблемы инвестиционной привлекательности:

- состояние законодательной базы управления инвестициями,
- государственное стимулирование частного инвестирования,
- современное состояние фондового рынка,
- информированность и доверие населения.

Остановимся на них более подробно.

1. Состояние законодательной базы управления инвестициями.

Важнейшая проблема развития частного инвестирования заключается в отсутствии единых стандартов управления инвестициями и единого законодательства (регулирования отношений) в данной сфере. Единство стандартов означает распространение общих принципов управления на все виды частных инвестиций.

Несмотря на то, что недостаточная степень развития законодательной базы сдерживает развитие доверительного управления целом, тем не менее, имея тенденцию к дальнейшему развитию, оно должно быть направлено на:

- устранение практики регулирования отношений доверительного управления ценными бумагами подзаконными нормативными актами путем принятия единого закона, учитывающего особенности доверительного управления этим объектом;
- использование ведомственного нормотворчества исключительно для развития положений закона;
- совершенствование механизмов и повышение ответственности субъектов правоотношений за исполнение принятых обязательств;
- развитие схем по усилению защиты прав инвесторов на рынке ценных бумаг;
- формирование нормативной базы, регуливающей отношения по доверительному управлению на фондовом рынке с участием иностранного элемента.

2. Государственное стимулирование частного инвестирования.

Недостаточная привлекательность частного инвестирования, а также несущественное увеличение его масштабов определяется отсутствием должной системы государственного стимулирования. В отношении частных инвесторов оно принимает две главные формы:

- непредоставление государственных гарантий;
- отсутствие налоговых льгот в должном режиме, а также сложность налогообложения.

Так, отсутствие каких-либо государственных гарантий на вложение в институт доверительного управления снижает его конкурентоспособность по сравнению с вкладами в банк. Это происходит ввиду вступления в действие с осени 2004 года системы страхования банковских вкладов.

Льготы по налогообложению предоставляются не по всем формам доверительного инвестирования, а по тем, что предоставляются, существует большое количество неоднозначных трактовок и сложность их применения.

Объем привлекаемых на рынках ценных бумаг инвестиций сдерживается также отсутствием унификации налогообложения доходов от финансовых инструментов различного типа, что является еще одним проявлением раздробленности финансового рынка. В настоящее время Налоговым кодексом РФ установлены различные налоговые ставки на процентный доход по государственным и корпоративным облигациям, что затрудняет, по мнению Банка России, оперативное сопоставление участниками рынка уровня доходности по различным инструментам.

В рамках решения данной проблемы, предлагается изменить систему налогообложения индивидуального доверительного управления. Необходимо дать возможность инвесторам реинвестировать свою прибыль, полученную по результатам доверительного управления, при условии пролонгации договора доверительного управления. То есть в конце финансового года не взимать налог с полученного дохода, как это делается сейчас, в случае, если инвестор не забирает прибыль, а вкладывает вместе с основными активами в индивидуальное доверительное управление. На наш взгляд, данный подход обеспечит дополнительную заинтересованность инвесторов в использовании трастовых услуг.

Стимулирующими факторами притока средств на фондовый рынок могут также послужить отмена налога на дивиденды в размере 9%, удерживаемого эмитентами, и отмена налога на купонные платежи в размере 13%, который касается корпоративных и банковских облигаций. Применение перечисленных мер обеспечит расширение сфер применения ресурсов рынка ценных бумаг в России.

3. Современное состояние фондового рынка.

Еще одним элементом неблагоприятного инвестиционного климата является недостаточное развитие российского фондового рынка.

Фондовый рынок является важнейшим механизмом рыночной экономики, предоставляющим возможность привлечения инвестиций и перераспределения капитала. Эффективно работающий фондовый рынок служит основным поставщиком инвестиционных ресурсов в реальный сектор экономики. При помощи этого рынка в развитых экономиках обеспечивается решение многих макроэкономических проблем, среди которых особое значение имеет проблема экономического роста. В России фондовый рынок только в самое последнее время начал приближаться к выполнению своих макроэкономических функций.

Чтобы создать условия для экономического роста, фондовый рынок должен обеспечивать трансформацию сбережений в инвестиции. Развить российский фондовый рынок в механизм такой трансформации – одна из важнейших задач современного этапа социально-экономических реформ. Актуальность этой задачи повышается в связи с тем, что проблема обеспечения экономического роста стала самой важной и острой макроэкономической проблемой.

Недостаточное развитие рынка ценных бумаг, в основном из-за отсутствия эффективного механизма государственного регулирования, приводит к ухудшению инвестиционного климата, недоверию потенциальных инвесторов и в результате – к угрозе экономической безопасности страны.

Нельзя не согласиться с тем, что «в ситуации отсутствия бюджетных средств, неспособности коммерческих банков обеспечить долгосрочные кредиты для реального сектора экономики привлечение инвестиций через механизм рынка ценных бумаг выходит на первое место»³.

Однако дополнительные выпуски акций акционерными обществами в целях привлечения инвестиций, к сожалению, не стали правилом, несмотря на существование самой острой потребности в обновлении, модернизации или даже просто в восстановлении основных фондов. Это во многом объясняется тем, что при сравнительно низком курсе акций этих компаний на вторичном рынке, где они изредка появляются, дополнительная эмиссия может привести к утрате менеджментом (реальными владельцами) контроля над компаниями.

Эти данные показывают, что в России наиболее значимые для рынка компании, как правило, имеют одного крупного акционера-контролера, который не склонен выпускать на рынок значительный объем акций. Это мотивируется тем, что пока есть перспективы существенного роста капитализации компании, главный акционер стремится избежать появления в совете директоров представителей других влиятельных акционеров. Другая причина – избежать недружественного поглощения, так как эта проблема в России на законодательном уровне пока не урегулирована.

Рассматривая сложившуюся ситуацию на рынке ценных бумаг, необходимо отметить, что в настоящее время в корпоративном секторе этого рынка обращается весьма ограниченный круг финансовых инструментов, в основном это акции первоклассных эмитентов. Акции подавляющего большинства предприятий пока еще присутствуют на фондовом рынке лишь эпизодически. Это не вызывает удивления, если учесть многолетнее нарушение нормального ритма инвестиционных процессов, обусловившее почти полную остановку процессов обновления и модернизации основных фондов промышленных предприятий. Это неизбежно привело к резкому ухудшению их хозяйственно-финансового состояния. В этих условиях рассчитывать на возрастание интереса со стороны основных операторов фондового рынка к рынку акций и дальнейшее развитие, по крайней мере, в ближайшее время, этого сектора фондового рынка не приходится. Ведь повторная эмиссия ценных бумаг и их размещение на первичном рынке с целью наращивания акционерного капитала, необходимого для развития производства, наталкивается на естественное недоверие потенциальных инвесторов⁴.

Именно это и служит основой для пессимистических прогнозов развития фондового рынка, о которых выше уже шла речь.

В результате на российском рынке ценных бумаг возникает замкнутый круг. Без привлечения дополнительных капиталов и обеспечения финансовой поддержки развития промышленных предприятий невозможно повысить инвестиционную привлекательность как эмитируемых, так и уже выпущенных в обращение ценных бумаг. В то же время рыночные качества ценных бумаг и их надежность для инвесторов пока остаются весьма сомнительными и не могут быть необходимой основой привлечения эмитентами инвестиционных ресурсов.

Несколько облегчить выход из создавшейся ситуации можно ускоренным развитием рынка корпоративных облигаций, целью эмиссии которых служит привлечение эмитентами (промышленными корпорациями и предприятиями) на условиях займа финансовых ресурсов для реализации программ развития производства. На развитых рынках можно выделить четыре основные группы (по признакам отраслевой принадлежности): коммунальные объекты, транспорт, промышленность, банки и финансовые компании. Для российского фондового рынка характерны пока региональные, промышленные и банковские облигации.

Увеличилось число попыток российских эмитентов выйти на рынок рублевых корпоративных облигаций. Прежде всего, началось размещение облигаций ЛУКОЙЛа. Этому событию было придано огромное значение как новому этапу развития российского фондового рынка. Затем последовало размещение облигаций Газпрома и других компаний. По различным оценкам, в число потенциальных эмитентов могут влиться еще десятки компаний. Однако их успешность вызывает сомнение у многих экспертов.

Таким образом, существует тенденция расширения круга компаний, облигации и акции которых превращаются в высоколиквидные активы и курс которых постоянно растет. Сейчас рост этого сегмента определяют два фактора: во-первых, покупают акции компаний второго эшелона отечественные спекулянты в надежде продать их по более высокой цене, во-вторых, приобретают эти акции и долгосрочные стратегические инвесторы.

В ряде публикаций можно встретить утверждение, что современное состояние отечественного фондового рынка не позволяет надеяться на то, что он станет дееспособным механизмом финансирования модернизации российской экономики. Этот рынок в нынешнем виде слабо подготовлен для выполнения общественно значимых функций трансформации сбережений в инвестиционные ресурсы для нужд реального сектора экономики, что является закономерным итогом многолетнего накопления разрушительных тенденций.

Российский фондовый рынок по-прежнему характерен негативными особенностями, препятствующими применению принципов портфельного инвестирования, что в определенной степени сдерживает интерес субъектов рынка к этим возможностям.

Прежде всего, следует отметить невозможность ведения статистических рядов по большинству финансовых инструментов (отсутствие исторической статистической базы), что приводит к невозможности применения в современных российских условиях классических западных методик и количественных методов анализа и прогнозирования.

Следующая проблема общего характера – это проблема внутренней организации тех структур, которые занимаются портфельным менеджментом. Как показывает опыт, даже во многих достаточно крупных банках до сих пор не решена проблема текущего мониторинга собственного портфеля. В таких условиях нельзя говорить о каком-либо более или менее долгосрочном планировании развития индивидуального доверительного управления в банках в целом. И в результате отдельные подразделения банков не осознают общую концепцию, что приводит к нежеланию, а в ряде случаев и к потере возможности эффективно управлять как портфелем активов и пассивов банка, так и клиентским портфелем. По нашему мнению, целесообразно создавать в банках специальные структурные подразделения, осуществляющие вложения на принципах портфельного инвестирования.

Итак, современное состояние российского финансового рынка в целом и отдельных его секторов (фондового, банковского и страхового) в Российской Федерации характеризуется малым спектром существующих видов финансовых инструментов, отсутствием

комплексных финансовых услуг и в результате – низким качеством и эффективностью с точки зрения вклада в экономический рост.

4. Информированность и доверие населения.

Одной из значительных проблем современного отечественного фондового рынка является отсутствие института частного инвестора. Многие исследования инфраструктуры рынка ценных бумаг сходятся в одном, что данный институт находится в стадии зарождения. Многие люди под властью традиционных взглядов не принимают риски фондового рынка и продолжают хранить свои средства в более надежных, но неприбыльных формах. Однако необходимость увеличения количества инвесторов – физических лиц на фондовом рынке очевидна. Благодаря этому значительные средства, отвлеченные из оборота, будут инвестироваться в развитие предприятий и финансово-кредитных учреждений. Следует отметить, что в последнее время наметились положительные тенденции в изменении существующей ситуации. Так по статистике в 3,5 раза увеличилась сумма чистых активов в ОФБУ и в 2 раза – в ПИФах, что свидетельствует о повышении инвестиционной грамотности населения и предпосылках дальнейшего развития института частного инвестора.

Существенное влияние на невысокий уровень развития института индивидуального доверительного управления оказывает тот факт, что по-прежнему существует недоверие населения, связанное с неудачным экономическим опытом.

До сих пор негативно сказываются на инвестиционном поведении населения отрицательные последствия деятельности финансовых пирамид, которые в 1993-1994 годах поглотили основную массу свободных денежных сбережений населения и их крушение в 1994-1995 годах. По разным оценкам в 1993-94 гг. население инвестировало более 20 триллионов неденоминированных рублей. Свою отрицательную лепту внес и финансовый кризис 1998 года, который негативно сказался на отношении населения к финансовому рынку в целом, а также к государству как гаранту возврата вложенных инвестиций.

Если рассмотреть, к примеру, события последних 100 лет, сразу станет понятно, что Россия дискредитировала себя как гарант экономического благосостояния своих граждан. В эти события входит ситуация с возвратом вкладов, принудительно замороженных на 10 лет в Сбербанке. Эти накопления не прошли индексацию и вернулись к своим владельцам в номинальном выражении, то есть совершенно обесценившимися. Также свой отрицательный вклад в развитие доверия населения к финансово-кредитным учреждениям внес летом 2004 года микро-кризис банковской системы, когда в результате многочисленных проверок некоторые банки были лишены лицензий.

Одной из основных причин недостаточного развития доверительного управления является информационная неосведомленность граждан из-за отсутствия в необходимом объеме маркетинговой и рекламной деятельности самих институтов доверительного управления, а также слабая их распространенность в регионах. Так, долгое время подавляющая часть управляющих компаний была сосредоточена в Москве⁵.

Повышение уровня знаний населения о возможностях инвестирования свободных денежных средств – важная задача для доверительных управляющих. По данным исследования, проведенного с целью выявления степени информированности населения, половина опрошенных (50%) не имеет самостоятельного опыта инвестирования и предпочитает пользоваться услугами финансовых посредников⁶. Некоторые из них (28%) имеют небольшой опыт инвестирования и собираются самостоятельно исследовать различные возможности. Самыми малочисленными группами оказались те респонденты, которые никогда раньше не инвестировали (14%), и те, у которых был значительный самостоятельный опыт работы на фондовом рынке (8%).

В этой связи обучение технологиям поведения на рынке ценных бумаг может стать важным неэкономическим стимулом привлечения средств граждан в экономику страны. Такое обучение должно осуществляться на разных уровнях. Высшие учебные заведения

должны сыграть в этом не последнюю роль, обеспечивая высокие профессиональные знания и практические навыки потенциальных инвесторов.

Мезоуровень: проблемы при осуществлении портфельного инвестирования.

На сегодняшний день существуют определенные проблемы, возникающие при осуществлении портфельного инвестирования и являющиеся основным сдерживающим фактором развития индивидуального доверительного управления в России:

- взаимодействие клиентов и доверительных управляющих;
- моделирование и прогнозирование;
- оптимальное достижение целей инвестирования;
- постановка задачи управления портфелем.

1. Проблема взаимодействия клиентов и доверительных управляющих.

Проблема выбора управляющего в настоящее время решается на уровне личных отношений. Сложилась практика, когда частные инвесторы выбирают доверительного управляющего не по таким объективным критериям, как финансовая устойчивость, отношение к клиенту, наличие квалифицированного персонала и т. п., а «по знакомству», что зачастую приводит к серьезным конфликтам и разочарованиям.

В то же время получить достоверную информацию для выбора управляющего трудно. Это объясняется как отсутствием централизованного источника информации о финансовых организациях, предоставляющих услуги по индивидуальному доверительному управлению, так и отсутствием сведений о подобных услугах в информации общего характера о банках, а также объясняется неунифицированностью названий управлений и отделов банков, выполняющих такие функции.

Даже если банк или финансовая компания декларируют, что занимаются данным видом деятельности, получить у них исчерпывающую информацию, необходимую для принятия решения об инвестировании, затруднительно. Примерным ориентиром могли бы служить типовые формы договоров и схемы распределения прибыли, однако нормы договорных взаимоотношений на российском рынке пока еще не выработаны, и бытующие формы договоров и оговариваемые ими условия отличаются друг от друга весьма значительно. Названия заключаемых договоров обычно содержат такие понятия как "траст" или "доверительное управление", хотя это принципиально разные вещи. Тем не менее, часто банки и иные финансовые организации довольствуются брокерскими операциями. Договоры, заключаемые фактически на брокерское обслуживание, содержат в себе инородные блоки о разделении прибыли и т. п.

В настоящее время остро стоит проблема прозрачности действий управляющих и их низкой ответственности перед клиентами. Практика показывает, что существует определенная тенденция (особенно среди небанковских доверительных управляющих), когда четкое разделение собственных средств управляющего и средств клиентов не проводится, а ведется синтетический учет одновременно нескольких портфелей, и группировка договоров и платежей осуществляется не по принадлежности операции к портфелю того или иного клиента, а по типу актива.

Как правило, клиенты очень редко требуют от управляющих твердых договоренностей относительно отчетности, хотя это в первую очередь отвечает их интересам. Если речь идет о «трасте» в смысле доверительного управления, клиент обязательно должен требовать полной прозрачности действий управляющего. К сожалению, ситуация, когда управляющий, пользуясь непрозрачностью отчетности, трактует статистические данные в свою пользу, очень распространена.

2. Моделирование и прогнозирование.

Большой блок проблем связан с процессом математического моделирования и управления портфелями ценных бумаг. Портфель финансовых активов – это сложный финансовый объект, имеющий собственную теоретическую базу. Таким образом, при прогнозировании встают проблемы моделирования и применения

математического аппарата, в частности, статистического. Конечно, в ряде случаев, когда можно говорить не о портфеле, а о некоторых элементах «портфельного подхода», удастся обойтись более простыми приемами, но перед каждым, кто занимается данной проблематикой, рано или поздно встают серьезные расчетные и исследовательские задачи. Причем универсального подхода к решению всех возникающих задач не существует, и специфика конкретного случая требует модификации базовых моделей.

На данный момент адекватного математического аппарата для возможных схем еще не разработано. Это связано как с небольшим опытом развития подобных нововведений на фондовом рынке в России, так и с объективной экономико-теоретической и математической сложностью моделей расчета оптимальных портфелей для конкретного клиента-инвестора⁷.

3. Оптимальное достижение целей инвестирования.

Теперь перейдем к проблеме оптимального достижения целей инвестирования. Независимо от выбираемого уровня прогнозирования и анализа, для постановки задачи формирования портфеля необходимо четкое описание параметров каждого инструмента финансового рынка в отдельности и всего портфеля в целом. Это означает точное определение таких понятий, как доходность и надежность отдельных видов финансовых активов, а также конкретное указание на то, как на основании этих параметров рассчитывать доходность и надежность всего портфеля. Таким образом, требуется определить доходность и надежность, а также спрогнозировать их динамику на ближайшую перспективу.

При этом возможны два подхода: эвристический, основанный на приблизительном прогнозе динамики каждого вида активов и анализе структуры портфеля, и статистический, основанный на построении распределения вероятности доходности каждого инструмента в отдельности и всего портфеля в целом.

Второй подход практически решает проблему прогнозирования и формализации понятий риска и доходности, однако, степень реалистичности прогноза и вероятность ошибки при составлении вероятностного распределения находятся в сильной зависимости от статистической полноты информации, а также подверженности рынка влиянию изменения макропараметров.

После описания формальных параметров портфеля и его составляющих необходимо описать все возможные модели формирования портфеля, определяемые входными параметрами, которые задаются клиентом и консультантом.

Используемые модели могут иметь различные модификации в зависимости от постановки задачи клиентом. Клиент может формировать как срочный, так и бессрочный портфель.

Портфель может быть пополняемым или отзываемым. Под пополняемостью портфеля понимается возможность в рамках уже действующего договора увеличивать денежное выражение портфеля за счет внешних источников, не являющихся следствием прироста первоначально вложенной денежной массы. Отзываемость портфеля – это возможность в рамках действующего договора изымать часть денежных средств из портфеля. Пополняемость и отзываемость могут быть регулярными и нерегулярными. Пополняемость портфеля считается регулярной, если имеется утвержденный сторонами график поступления дополнительных средств. Модификации моделей могут определяться и задаваемыми клиентом ограничениями на риски.

Уместно вводить также ограничение на ликвидность портфеля (оно вводится на случай возникновения у клиента непредусмотренной в договоре необходимости срочного расформирования всего портфеля). Уровень ликвидности определяется как число дней, необходимых для полной конвертации всех активов портфеля в денежные средства и перевода их на счет клиента.

Следующий блок проблем связан уже непосредственно с решением оптимизационных задач. Необходимо определиться с главным критерием оптимизации в процедуре

формирования портфеля. Как правило, в качестве целевых функций (критериев) могут выступать лишь доходность и риск (или несколько видов рисков), а все остальные параметры используются в виде ограничений.

При формировании портфеля возможны три основные формулировки задачи оптимизации:

- целевая функция – это доходность (остальное в ограничениях);
- целевая функция – это надежность (остальное в ограничениях);
- двухмерная оптимизация по параметрам «надежность-доходность» с последующим исследованием оптимального множества решений (данная модель будет применена в третьей главе исследования).

Зачастую бывает, что небольшим уменьшением значения одного критерия можно пожертвовать ради значительного увеличения значения другого (при одномерной оптимизации такого рода возможности отсутствуют). Естественно, что многомерная оптимизация требует применения более сложного математического аппарата, но проблема выбора математических методов решения оптимизационных задач – это тема отдельного исследования.

4. Постановка задачи управления портфелем.

В заключение рассмотрим проблему постановки задачи управления портфелем. Следующий уровень в модифицировании базовых моделей возникает при переходе от статических задач (формирование портфеля) к динамическим (управление портфелем).

Целесообразно предположить, что в течение заранее оговоренного промежутка времени (срока действия договора) клиент не может изменить инвестиционные приоритеты. Однако возможность уточнения прогноза по ходу реализации задачи вносит в нее определенный динамизм. Кроме того, срок окончательных расчетов может быть однозначно не определен, и тогда с позиций статистического подхода мы имеем дело со случайным процессом.

Микроуровень: противоречия при осуществлении индивидуального доверительного управления портфелем финансовых активов.

Исследования проблем инвестиционного климата и портфельного инвестирования показали, что в процессе внедрения индивидуального доверительного управления в финансовую систему России имеют место различные противоречия:

1. Между необходимостью осуществления доверительного управления и формами собственности. Дело в том, что ускоренная приватизация привела к некоторым искажениям в оформлении права собственности. Поэтому возникает необходимость корректировки проведенных операций, их уточнения или отмены. Разрешение этого противоречия следует искать в судебных органах власти, для чего необходим специальный механизм обращения в суд и другие инстанции;

2. Между минимальным размером имущества, которое целесообразно принимать в управление и менталитетом собственника. Конечно, легче всего привлечь в управление средства мелких собственников, но размер имущества, на которое они могут учредить доверительное управление, не позволяет выйти этим операциям даже на минимальный уровень рентабельности. А собственники крупных состояний не всегда склонны доверять сторонним лицам (даже профессионалам) управление своим имуществом. Это противоречие разрешается за счет реализации двух задач. Во-первых, внедрения таких форм доверительного управления как ведение персонального счета с полной прозрачностью операций и предоставлением строго оговоренной отчетности. Во-вторых, популяризации этого вида финансовых услуг у потенциальных клиентов – крупных собственников;

3. Между необходимостью проведения операций по индивидуальному доверительному управлению и механизмом их реализации на региональном уровне. Действующие законы РФ не учитывают специфику, региональные условия, особенности развития доверительного управления. Разрешение данного противоречия целесообразно проводить на

местном уровне власти, путем разработки механизма поддержки регионального финансового рынка и его инфраструктуры;

4. Между необходимостью осуществления отношений по доверительному управлению и высокой степенью политического и экономического риска в России и в мире. Нестабильность в экономике и политике наносит непоправимый вред становлению доверительного управления, не только подрывает доверие не только к финансовым институтам, оказывающим такие услуги, но и формирует отрицательное отношение у экономических субъектов к политике проводимых реформ и рыночным категориям в целом. Решение этого противоречия необходимо искать на самом высоком уровне политической и экономической систем⁸.

Попыткой решить проблемы в сфере услуг доверительного управления явился проект Федерального закона “Об особенностях доверительного управления ценными бумагами”. Подробнее остановимся на аспектах индивидуального доверительного управления, затронутых в нем.

В проекте предусматривается, что доверительный управляющий осуществляет все полномочия собственника, действуя в интересах последнего. Доверительный управляющий наделяется правом на истребование имущества из чужого незаконного владения, жестко регламентируются права учредителя управления при его вмешательстве в действия доверительного управляющего. Решается вопрос фиксации прав на ордерные бумаги, находящиеся в доверительном управлении. Наконец, формально разрешается объединять денежные средства и ценные бумаги разных учредителей управления и делается попытка определить правовой статус объединенного фонда ценных бумаг и порядок распоряжения им.

Однако основные правовые проблемы, препятствующие развитию института доверительного управления ценными бумагами, в проекте не решаются. Например, отсутствуют признаки решения проблемы индивидуального управления, связанные с неограниченной ответственностью учредителя управления.

Рассматривая вопрос об общеэкономических перспективах развития доверительного управления в России необходимо отметить, что, в первую очередь, эти перспективы будут определяться экономической, налоговой, финансовой, социальной и международной политикой на уровне всего государства, а также деятельностью ФСФР, на поприще регулирования частного инвестирования.

На первый план в 2005-2007 годах выходит необходимость ускорения диверсификации структуры экономики, повышения доли производства с высокой добавленной стоимостью, стимулирования расширения технологичного экспорта. В этой сфере необходима целенаправленная государственная политика. В то же время, существующая эффективность системы государственного управления не позволяет рассчитывать на четкость и слаженность действий органов исполнительной власти при проведении «тонкой настройки» структуры экономики. Без реформы государственной власти новые преобразования фактически невозможны.

Инвестиционно-активная стратегия, ориентированная на модернизацию российской экономики, неизбежно связана с последовательным укреплением рубля, поскольку при данном сценарии основными потенциальными источниками необходимого роста инвестиций служат сокращение оттока российского капитала и, в меньшей степени, прямые иностранные инвестиции. Реализация указанного сценария требует кардинального улучшения инвестиционного климата за счет проведения широких структурных реформ и укрепления базовых институтов государства.

Инвестиционная привлекательность экономики, отдельных ее секторов прямо зависит от нормы отдачи на инвестированные средства. Российский сырьевой сектор долгое время проигрывал как внешнюю конкуренцию за инвестиции (в борьбе с другими странами с переходной экономикой, сумевшими создать более благоприятные условия для инвесторов), так и внутреннюю. Под внутренней конкуренцией понимается межотрасле-

вая конкуренция за привлечение инвестиционных средств, которую выигрывает сырьевой сектор, имеющий в условиях благоприятной ценовой конъюнктуры на мировых рынках значительно более высокую норму отдачи на вложенный капитал; а также внутриотраслевая конкуренция, которую выигрывают не более эффективные предприятия, а предприятия, пользующиеся преференциями и льготами.

Правительство считает, что форсированное развитие финансовых рынков является необходимым условием диверсификации структуры экономики. Кроме того, качественное улучшение работы финансового сектора принципиально важно для повышения эффективности макроэкономической и социальной политики. Скорость монетизации экономики напрямую зависит от увеличения масштабов и глубины финансовых рынков, обеспечивающих балансирование спроса и предложения денег. Успех реформ пенсионной системы и медицинского страхования может быть обеспечен только при условии эффективного функционирования фондового и страхового рынков, предоставляющих доступ быстро растущему кругу инвесторов ко всему спектру финансовых услуг.

Основной целью деятельности правительства по развитию фондового рынка является повышение его роли в привлечении инвестиций и перераспределении капитала в российской экономике.

Одним из ключевых моментов, влияющих на инвестиционную привлекательность и капитализацию российских предприятий, является их финансовая прозрачность. Отчетность, ведущаяся российскими предприятиями по действующим в Российской Федерации нормам, является препятствием для осуществления инвестиций как российскими, так и иностранными инвесторами, так как в недостаточной мере раскрывает финансовое состояние юридического лица. В этой связи необходимо до 2007 года осуществить переход российских предприятий на международные стандарты финансовой отчетности.

В условиях наличия значительного объема свободных денежных средств в российской экономике предприятия по-прежнему не имеют полноценной возможности привлечения капитала на внутреннем рынке, о чем свидетельствует рост заимствований за пределами России. Причины такого явления лежат в области несовершенства российского законодательства, до сих пор недостаточно защищающего интересы кредитора и инвестора, так и в области неразвитости инструментов и инфраструктуры фондового рынка. В этом направлении правительству и Банку России во взаимодействии с банковской системой и профессиональными участниками рынка ценных бумаг необходимо предпринять активные действия, направленные на снижение трансакционных издержек, связанных с работой на фондовом рынке, и повышение степени защищенности инвесторов. Снижение трансакционных издержек может быть достигнуто путем совершенствования инфраструктуры фондового рынка, ее консолидации и капитализации, а также развития институтов саморегулирования и доверительного управления.

В рамках повышения степени защищенности индивидуальных участников рынка необходимо предоставить возможность мелким владельцам облигаций коллективно представлять свои интересы перед эмитентом, в том числе посредством ассоциации по защите прав инвесторов, а также ФСФР РФ. Перспективы эмиссии облигаций в обязательном порядке должны включать описание процедуры урегулирования дефолта эмитента перед инвесторами (в частности, порядок проведения общего собрания владельцев облигаций в случае реструктуризации долга).

Важным элементом снижения рисков на фондовом рынке является развитие производных инструментов, позволяющих перераспределять риски между участниками без передачи активов. В этой связи необходимо оказать содействие формированию данного рынка в России, в частности, внести соответствующие изменения в законодательство в части определения понятия «производных финансовых инструментов» и отменить правовые нормы, позволяющих признавать сделки с производными финансовыми инструментами сделками «парии» и на этом основании отказывать им в судебной защите.

Большое значение для привлечения инвестиций на российский фондовый рынок имеет повышение уровня корпоративного управления и защиты прав собственности участников акционерных обществ.

В целях повышения прозрачности деятельности организаций будет расширен состав раскрываемой организациями информации и усилена ответственность за сроки предоставления, достоверность и качество предоставляемой информации. Ведущую роль в принятии и реализации принципов корпоративного управления отводится саморегулируемым организациям и иным объединениям предпринимателей.

Рассмотрение нормативных аспектов и практики доверительного управления выявило ряд проблемных вопросов. Прежде всего, это низкая инвестиционная грамотность населения. Процесс вовлечения населения в инвестирование в первую очередь будет зависеть от активности просветительской работы, как со стороны частных компаний, так и со стороны государственных органов.

Для того чтобы изменить ситуацию к лучшему на российском рынке частных инвестиций, необходимы совместные усилия трех сторон – государства, профессиональных участников рынка и инвесторов.

Государство имеет возможность стимулировать инвестиции различными способами, среди которых одним их наиболее эффективных является льготное налогообложение небольших сумм физических лиц, инвестируемых в ценные бумаги. Профессиональные участники рынка должны сконцентрировать свои усилия на повышении рентабельности операций с инвесторами и сокращении издержек по их обслуживанию.

Наконец, сами инвесторы должны сделать шаг вперед в своем образовании. Только тогда, даже с небольшой суммой денег, они будут чувствовать себя на финансовом рынке уверенно и комфортно.

Решение всех выявленных проблем развития индивидуального доверительного управления требует не только грамотной эффективной стратегии, но и значительных ресурсов, как государственных, так и частных. Поэтому в сложившейся ситуации первоочередной задачей доверительного управляющего является избегание конфликтных ситуаций путем профессионального подхода к управлению активами клиентов. В это понятие входит, прежде всего, экономически и математически обусловленные методы принятия решений на фондовом рынке. В настоящей главе представлен один из таких подходов, предполагающий одно из возможных решений проблемы формирования портфеля акций доверительным управляющим в рамках услуги индивидуального доверительного управления. Представленная методика разработана с учетом вышеперечисленных проблем и противоречий современного состояния российской экономики, поэтому может применяться в реальных условиях.

3.2. Методика выбора оптимального инвестиционного портфеля акций в целях индивидуального доверительного управления

Проблема привлечения свободных денежных средств населения и юридических лиц стоит на сегодняшний день достаточно остро. Слабое развитие института эффективного доверительного управляющего, с одной стороны, неграмотность и неверие населения в положительный результат – с другой, порождают дефицит инвестиционных ресурсов на рынке ценных бумаг. В нашем исследовании подробно изучены вопросы организации и функционирования механизма индивидуального доверительного управления финансовыми активами. Заключительным и прикладным этапом нашего исследования является разработка прикладной методики выбора оптимального инвестиционного портфеля акций и подтверждение ее эффективности. Прежде чем перейти непосредственно к описанию методики, необходимо обратиться к инвестиционным характеристикам финансового актива.

Несомненно, любые инвестиции в ценные бумаги, в том числе и в рамках индивидуального доверительного управления, более рискованны, чем размещение средств на

банковском депозите. Однако этим риском можно управлять и устанавливать его лимиты. Классически портфель акций является агрессивным или рискованным. Однако различают различные степени риска. Так портфель акций «голубых фишек» будет менее агрессивным по сравнению с портфелем акций второго эшелона. Тем не менее данный тип портфелей характеризуется большим потенциалом роста при благоприятной конъюнктуре рынка акций и достаточно высокой степенью риска. Последний параметр поддается корректировке, так как риск может быть уменьшен, если речь идет о долгосрочном инвестировании. Следовательно, данный тип портфеля точнее можно назвать долгосрочным портфелем акций, который в своем составе может иметь как акции первого эшелона, так и второго.

Основной целью предлагаемой методики формирования оптимального портфеля на основе использования статистических методов и теорий портфельного инвестирования (далее – Методика) является формирование портфеля умеренного риска и средней доходности, составленного из акций российских компаний. В соответствии с поставленной целью необходимо поэтапно и в комплексе решить следующие задачи:

- построить индексы акций голубых фишек и акций второго эшелона;
- определить соотношений долей голубых фишек и акций второго эшелона в портфеле;
- отобрать эмитентов в доле акций второго эшелона на основе применения метода финансовых мультипликаторов;
- установить доходность и риск различных комбинаций инструментов в каждой доле;
- выбрать оптимальный вариант структуры портфеля и рассчитать его доходность и риск;
- построить индекс оптимального портфеля и провести факторный анализ.

Методика устанавливает ряд ограничений:

1. доля каждого эмитента в портфеле не должна превышать 50%;
2. срок инвестирования предполагается не менее года;
3. сумма инвестированных средств ограничивается порогом не менее 10 тыс. долларов.

Однако существуют и частные ограничения по доходности и риску, которые будут устанавливаться, исходя из полученных расчетов.

Приводим детальное поэтапное описание Методики. Статистика и основные расчеты представлены в Приложении к нашему исследованию.

1 этап. Построение индексов акций голубых фишек и акций второго эшелона

В целях нашего исследования и построения оптимального портфеля акций российских эмитентов необходимо выделить две группы инструментов: акции голубых фишек и акции второго эшелона. Стабильно высокие цены на основную продукцию российского экспорта, отсутствие значительных негативных событий внутри страны, общий позитивный фон инвесторов в отношении развивающихся рынков – все это способствовало росту котировок акций российских компаний в первой половине 2006 года. Также отметим, что бурный рост котировок голубых фишек в 2005 году привел к усиленному интересу инвесторов к компаниям второго эшелона, характеризующимся большим потенциалом роста, но и большими рисками. В целом, акции второго эшелона показывают результат лучший, чем голубые фишки. Подтверждением тому может служить подведение итогов первого квартала 2006 года. Наиболее доходными инструментами являются акции второго эшелона, о чем свидетельствует динамика роста некоторых финансовых инструментов фондового рынка.

На первом этапе необходимо рассчитать индексы акций голубых фишек и акций второго эшелона за 2004 год. Установленный временной период взят с тем, чтобы построить оптимальный портфель на начало 2005 года. Для этого нужно провести анализ рынка акций обеих групп за предыдущий период (в нашем случае за 2004 год). Эти индексы по-

лучены по методике расчета индекса РТС (акций голубых фишек) и РТС-2 (акций второго эшелона).

Однако в целях нашего исследования и с учетом корректировки необходимой информации в существующую методику расчета индексов РТС и РТС-2 внесены некоторые изменения. Расчет производится в соответствии со списком эмитентов:

эмитенты акций голубых фишек: Лукойл, Сбербанк, Газпром, Сибнефть, Сургутнефтегаз, Татнефть, РАО ЕЭС, Ростелеком;

эмитенты акций второго эшелона: Башнефть, Уфанефтехим, Мегионнефтегаз, РИТЭК, Башкирэнерго, Иркутскэнерго, Волжская ГЭС, ЮТК, Сибирьтелеком, Центр Телеком, Дальсвязь, Северо-западный Телеком, Волга Телеком, Уралсвязьинформ, МГТС, Северсталь, Мечел, Уфимское МПО, ЧТПЗ, Автоваз, ГАЗ, Северсталь-авто, КАМАЗ, Силовые машины, ОМЗ, Корпорация «ИРКУТ», Кировский завод, Концерн «Калина», Лебедянский, Пивоваренная компания «БАЛТИКА», Седьмой континент, Аэрофлот, ДВМП, Уфаоргсинтез, Уралкалий, Нижнекамскнефтехим, Казаньоргсинтез.

Расчет индексов

Индексы голубых фишек и акций второго эшелона является индикаторами торгов на фондовой бирже. В первом случае индекс рассчитывается на основе списка, состоящего из наиболее ликвидных акций российских компаний, во втором – на основе списка акций, которые отнесены ко второму эшелону по признакам ликвидности и капитализации.

Индексы РТС и РТС-2 рассчитываются в двух значениях – валютном и рублевом. Рублевые значения являются вспомогательными и рассчитываются на основе валютных значений. В нашей Методике мы ограничились расчетом валютного значения индексов.

Индекс (валютное значение) на расчетное время (I_n) рассчитывается как отношение суммарной рыночной капитализации акций (MC_n), включенных в список для расчета индекса, к суммарной рыночной капитализации этих же акций на начальную дату (MC_1), умноженное на значение индекса на начальную дату (I_1) и на поправочный коэффициент (Z_n):

$$I_n = Z_n \times I_1 \times MC_n / MC_1 \quad (1)$$

Поправочный коэффициент Z_n используется для сглаживания функции, поэтому может не использоваться. Кроме того, расчет ведется на определенном отрезке времени, относительно этого отрезка и поэтому не сравним с индексами, полученными для другого отрезка времени. В связи с этим мы можем вносить некоторые изменения в технологию расчета, в данном случае не учитывать этот поправочный коэффициент в наших расчетах.

Расчет рыночной капитализации производится на основе данных о ценах акций и количестве выпущенных эмитентом акций, с учетом доли акций, находящихся в свободном обращении.

Суммарная рыночная капитализация акций на текущее время в долларах США (MC_n) может быть представлена в виде следующей формулы:

$$MC_n = \sum W_i \times P_i \times Q_i \times C_i \quad (2)$$

где W_i – поправочный коэффициент, учитывающий количество акций i -того вида в свободном обращении, P_i – цена i -той ценной бумаги (акции) в долларах США на расчетное время t (цена закрытия каждой пятницы каждой недели), Q_i – количество ценных бумаг акций соответствующего наименования, выпущенных эмитентом на текущую дату, C_i – коэффициент, ограничивающий долю капитализации ценных бумаг i -того типа; n – число наименований ценных бумаг акций в списке, по которому рассчитывается индекс.

Начальное значение индекса: $I_1 = 100$; MC_1 – рассчитываем на 1-ю дату 2004 года.

Показатели W_i и C_i рассчитываются на фондовой бирже РТС и являются общедоступной информацией⁹.

Итак, мы получили значения двух индексов (см. приложение, I этап Методики), необходимые для расчета соотношения долей двух выделенных групп активов в оптимальном портфеле.

II этап. Определение соотношений долей голубых фишек и акций второго эшелона

Проблема определения долей активов либо групп активов в оптимальном портфеле может быть решена при помощи метода В. М. Рябцева, основанного на факторном анализе. Для применения этого метода мы используем полученные в результате решения первой задачи (I этапа) индексы акций голубых фишек и акций второго эшелона.

Прежде чем перейти непосредственно к расчету весов, осуществим нормирование исходных показателей (значения индексов) отдельно, применив следующую формулу:

$$x_{iH} = \frac{x_i - x_{i\min}}{x_{i\max} - x_{i\min}}, \quad (3)$$

где x_{iH} – нормированное значение величины x_i ; $x_{i\min}$ и $x_{i\max}$ – минимальное и максимальное значение признака соответственно (результаты нормирования исходных данных приведены в приложении).

Затем на основе нормированных величин по формуле средней арифметической простой вычислим I , то есть веса двух групп активов (акций голубых фишек и второго эшелона) примем равными 0,5 (см. приложение).

Следующий шаг – расчет коэффициентов парной корреляции между нормированными факторами, включенными в модель, и I . Рассчитанные коэффициенты корреляции применяются для определения весов w_j , необходимых для повторного пересчета I . Веса рассчитываются по формуле:

$$w_j = \frac{|r_{i,j}|}{\sum |r_{i,j}|}, \quad (4)$$

Описанная выше процедура повторяется до тех пор, пока веса w_j , определенные в результате двух последовательных итераций, не совпадут между собой. При этом требуемая точность совпадения весов определяется самим исследователем, например, мы считаем, что в данном случае достаточно совпадения весов до четвертого знака после запятой.

В нашем случае веса, полученные в результате двух последовательных итераций, совпадут между собой с требуемой точностью после двух итераций.

Таблица 10

Коэффициенты парной корреляции и расчетные веса, определенные по методу В. М. Рябцева

Номер итерации	Коэффициенты парной корреляции		Расчетные веса	
	Индекс голубых фишек	Индекс второго эшелона	Индекс голубых фишек	Индекс второго эшелона
1	0,9958	0,9947	0,5003	0,4997
2	0,995814	0,994655	0,5003	0,4997

В результате доля голубых фишек в нашем портфеле будет ограничиваться 50,03%, а доля акций второго эшелона – 49,97% (табл.10). Доли получились очень похожими вследствие очень тесной зависимости двух индексов. Об этом свидетельствуют коэффициенты парной корреляции, которые практически совпадают между собой.

Определенные по методу В. М. Рябцева доли двух групп активов в оптимальном портфеле необходимы для расчета доходности и риска оптимального портфеля на заключительном этапе его формирования. Однако для этого необходимо определить состав активов в каждой доле. Следующие два этапа решают эти задачи.

III этап. Отбор эмитентов в доле акций второго эшелона на основе применения метода финансовых мультипликаторов.

Выше представлен список эмитентов акций второго эшелона, состоящий из 37 эмитентов. Такое количество компаний значительно усложнит наши дальнейшие расчеты и выбор оптимального портфеля. С этой целью необходимо отобрать из этого списка компании с наибольшим потенциалом роста.

Мы подходим к выбору эмитентов в портфеле индивидуального доверительного управляющего при помощи методов фундаментального анализа – метода компании-аналога, или метода финансовых мультипликаторов.

Сегодня три противоречивых обстоятельства влияют на фундаментальные цены российских акций, особенно акций второго эшелона:

- резкие колебания цен на российском рынке следуют за не менее резкими изменениями конъюнктуры мировых рынков;
- увеличение процентных ставок ведет к повышению ставок дисконтирования, а следовательно, к понижению фундаментальных цен на акции;
- повышение цен на сырьевых рынках приводит к повышению фундаментальных цен на акции.

Противоречие этих трех проблем заключается в том, что они разнонаправленно толкают рынок то вверх, то вниз. Анализ данной проблемы очень важен для любого инвестора, однако, не менее важно рассмотрение автономного состояния национального фондового рынка. Для этого производится расчет финансовых мультипликаторов компаний и сравнение их со среднеотраслевым уровнем. Для расчета таких показателей можно использовать выручку и любую из маржей, но самыми распространенными являются те, которые строятся на основе выручки и чистой прибыли.

Мультипликатор «цена/выручка» – P/S. При помощи него оценивают компанию по продажам. Причины его распространения в следующем.

Во-первых, он рассчитывается практически для всех компаний, кроме тех, которые находятся в стадии разработки продукта. Выручка не может быть отрицательной, поэтому мультипликатор определен практически всегда, за исключением тех случаев, когда компания находится еще в начальной стадии развития.

Во-вторых, волатильность выручки гораздо ниже, чем прибыли, и она меньше подвержена влиянию случайных факторов конкретного года. Следовательно, этот мультипликатор в меньшей степени будет зависеть от сиюминутной ситуации. Исследования показали, что разница между величинами P/S разных компаний может отражать различия в долгосрочной доходности бизнесов, которая напрямую влияет на оценку компаний.

В-третьих, чем «ближе» финансовый показатель к чистой прибыли и чем «дальше» он от выручки, тем сильнее на него влияют применявшиеся компанией методы бухгалтерского учета. С этой точки зрения выручка – это практически единственный показатель, по которому можно сравнивать различные компании, в том числе и те, что пользуются разными бухгалтерскими стандартами.

В-четвертых, выручка – это как раз тот финансовый показатель, по которому легче всего найти информацию. Например, нужно оценить дочернюю компанию (или направление бизнеса) публичной компании. Вероятность того, что в годовом отчете материнской компании вы найдете разбивку прибыли по дочерним компаниям или видам бизнеса, очень мала, однако там наверняка содержатся данные по выручке в такой разбивке. То же касается и непубличных сделок по слияниям и поглощениям. Стороны гораздо чаще раскрывают выручку поглощенной компании, чем ее прибыль. Более того, в случае отсутствия достоверных данных о финансовом состоянии компании такой показатель, как продажи, легче всего поддается косвенной оценке.

Данный показатель интересен тем, что его волатильность много меньше других, поскольку в его расчете используется выручка. Кроме того, выручка – это один из немногих показателей, который подходит для анализа относительно разных компаний-аналогов, в том числе и для тех, что пользуются разными бухгалтерскими стандартами.

Мультипликатор «цена/чистая прибыль» – P/E . Несмотря на то, что данный показатель широко используется, его считают одним из самых проблемных. Анализ данного мультипликатора затрудняется тем фактом, что его высокое значение может говорить как о прекрасных перспективах компании, так и о нежелательном падении чистой прибыли компании. Однако если одна из компаний-аналогов имеет меньший P/E , мы можем говорить об имеющемся потенциале роста либо за счет недооцененных акций, либо за счет высокой чистой прибыли.

Мультипликатор можно посчитать двумя способами: первый способ – цену акции разделить на текущий доход на акцию, а второй – цену акции разделить на доход на акцию следующего года. Разные способы дают разные результаты.

Однако известно, что компании постоянно увеличивают прибыль и инвесторы, ожидающие увеличения прибыли компании покупают акцию, таким образом, закладывая ожидания в цену. Основываясь на этом, можно сказать что, в показатель P/E так же закладываются возможности роста. Альтернативная формула мультипликатора:

$$P_0/E_1 - 1 - b/k - (ROE \times b), \quad (5)$$

где P – цена акции; E_1 – прогноз прибыли на одну акцию для следующего года; k – ставка дисконтирования, вычисляемая по модели CAPM; ROE – рентабельность собственного капитала; b – коэффициент реинвестированной прибыли.

Из этой формулы можно сделать вывод, что показатель P/E растет с увеличением ROE и с увеличением коэффициента реинвестированной прибыли. И уменьшается от ставки дисконтирования k . Данная формула имеет смысл только при $k > ROE \times b$.

Цену акции компании можно представить в виде двух составляющих: той стоимости, которая компания бы имела, выплачивая всю прибыль акционерам в форме дивидендов и не используя возможности для реинвестирования прибыли (так же, не используя заемный капитал) и той стоимости, которая отражает возможность роста капитализации компании при реинвестировании прибыли. Если у компании есть возможность инвестировать деньги в проекты, которые приносят большую отдачу чем требуемая ставка доходности на капитал, то стоимость компании возрастает на сумму NPV от этих проектов. Таким образом: цена акции равна стоимости компании без возможностей роста и настоящей стоимости возможностей роста, обеспечиваемых реинвестированием. Цену акции компании без возможностей роста мы можем вычислить, разделив прибыль за следующий год на требуемую ставку доходности. Зная цену акции на фондовом рынке и отняв стоимость компании без возможностей роста, мы получим значение, которое мы платим за возможность роста прибыли в будущем. Если акция недооценена, то та сумма, которую мы платим в реальности за возможности роста, должна быть существенно занижена по сравнению со справедливой стоимостью.

В предлагаемой Методике мы рассчитываем оба мультипликатора по каждому эмитенту на конец 2004 года, и сравниваем эти показатели со среднеотраслевыми коэффициентами на конец аналогичного периода. Такой подход, в отличие от построения графика динамики изменения данных показателей, обеспечивает необходимость и достаточность информации их для отбора.

Эмитентов акций второго эшелона условно можно распределить по отраслям:

- нефтегазовая,
- электроэнергетика,
- телекоммуникации,
- металлургия,
- автомобилестроение,
- машиностроение,
- потребительская,
- транспорт,
- химическая промышленность.

Таким образом, в целях диверсификации необходимо в выборке из 37 компаний, используемых при расчете индекса акций второго эшелона, определить оптимальный инструмент в каждой из 9 отраслей по данным расчетов мультипликаторов. Выполним несколько.

Первым шагом будет определение значений коэффициентов путем деления капитализации компании на ее выручку и прибыль соответственно. Причем выручка и прибыль берется на конец периода, предыдущего анализируемому. В нашем случае выручка и прибыль берется на 2003 год, так как анализируемый период – 2004 год.

Далее необходимо составить таблицу среднеотраслевых значений мультипликаторов (табл. 11).

Таблица 11

Среднеотраслевые показатели на конец 2004 года

Отрасли	P/S	P/E
Нефтегазовая	3,2	13,8
Электроэнергетическая	0,8	29,5
Телекоммуникационная	2,1	16,4
Металлургическая	2,2	17,1
Автомобилестроительная	0,8	16,5
Машиностроительная	0,6	27,3
Потребительская	2,5	37,6
Транспортная	1,3	11,2
Химическая промышленность	2,7	22,1

Следующий шаг – определение отношения среднеотраслевых показателей к показателям компаний поочередно (это касается обоих мультипликаторов). На основе последних данных определяем потенциал роста каждого эмитента по формуле нахождения потенциала роста компании:

$$A = P / S_A^1 \times W_{P/S} + P / E_A^1 \times W_{P/E}, \quad (6)$$

где: $W_{P/S}$ – доля влияния показателя P/S на потенциал роста ($W_{P/S} = 50\%$); $W_{P/E}$ – доля влияния показателя P/E на потенциал роста ($W_{P/E} = 50\%$); P/S_A^1 – показатель P/S компании А, сравненный со среднеотраслевым показателем P/S; P/E_A^1 – показатель P/E компании А, сравненный со среднеотраслевым показателем P/E.

Для наглядности результатов исследования необходимо всех эмитентов сгруппировать по отраслям, и выделить компании с наибольшим потенциалом роста (см. приложение, 3 этап).

По данным таблицы можно выделить лидеров в каждой отрасли по потенциалу роста. Однако в ходе исследования возникли проблемы с выбором эмитентов в двух отраслях: потребительской и машиностроительной. Эти проблемы связаны с отсутствием истории торгов по этим компаниям, что является необходимым условием для решения задач следующего этапа. В связи с этим мы выбираем из возможных компаний те, которые имеют историю торгов в интересующем нас периоде, лидеров по потенциалу роста:

Последняя таблица является результатом решения третьего этапа и основой дальнейшего анализа инструментов инвестирования по параметрам доходность и риск.

Отрасли	Эмитенты
Нефтегазовая	Башнефть
Электроэнергетическая	Башкирэнерго
Телекоммуникационная	Дальсвязь
Металлургическая	Северсталь
Автомобилестроительная	Автоваз

Машиностроительная	ОМЗ
Потребительская	Пивоваренная компания БАЛТИКА
Транспортная	Аэрофлот
Химическая промышленность	Нижекамскнефтехим

Этот список эмитентов является результатом решения третьего этапа и основой дальнейшего анализа инструментов инвестирования по параметрам «доходность» и «риск».

IV этап. Установление параметров доходности и риска различных комбинаций инструментов в каждой доле.

На данном этапе необходимо консолидировать выбранные инструменты и оценить различные их сочетания с точки зрения доходности и риска. Изначально мы выделили две группы эмитентов: голубые фишки и акции второго эшелона. Третий этап решил задачу выбора из множества эмитентов наиболее недооцененных. Таким образом, мы имеем два списка эмитентов, в первом из которых содержатся 13 эмитентов акций голубых фишек (на основе их динамики строился индекс на первом этапе), а во втором – 9 компаний второго эшелона (результат отбора).

Главная цель формирования портфеля ценных бумаг состоит в стремлении получить требуемый уровень ожидаемой доходности при более низком уровне ожидаемого риска. Данная цель достигается, во-первых, за счет диверсификации портфеля, и, во-вторых, тщательного подбора финансовых инструментов.

Развитие широкого и эффективного рынка, статистической базы, а также быстрый прогресс в области вычислительной техники привели к возникновению современной теории и практики управления портфелем финансовых инструментов. Она основана на использовании статистических и математических методов подбора инструментов в портфель.

Главными параметрами при управлении портфелем, которые необходимо определить менеджеру, является его ожидаемая доходность и риск. Формируя портфель, менеджер не может точно определить будущую динамику его доходности и риска. Поэтому свой инвестиционный выбор он строит на их ожидаемых значениях. Данные величины оцениваются в первую очередь на основе статистических отчетов за предыдущие периоды времени. Поскольку будущее вряд ли повторит прошлое со стопроцентной вероятностью, полученные оценки менеджер может корректировать согласно своим ожиданиям развития будущей конъюнктуры¹⁰.

Риск актива – величина непостоянная, зависящая, в частности, от того, в каком контексте рассматривается данный актив: изолированно или как составная часть инвестиционного портфеля. В первом случае риск измеряется количественно – дисперсией возможных исходов относительно ожидаемой доходности. Во втором риск рассматривается как рыночный, представляющий собой долю риска данного актива в риске портфеля в целом.

В табл. 12 представлена выборка акций двух групп с указанием их ожидаемой доходности и стандартного отклонения (риска).

На практике в качестве меры риска используют показатели дисперсии и стандартного отклонения. Они показывают, в какой степени и с какой вероятностью фактическая доходность актива может отличаться от величины ее ожидаемой доходности, то есть средней доходности. Дисперсия определяется по формуле:

$$\sigma^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2}{n - 1}, \quad (7)$$

где: σ^2 – дисперсия доходности актива; n – число периодов наблюдения; r – средняя доходность актива; которая определяется как средняя арифметическая доходностей актива за периоды наблюдения, а именно:

$$\bar{r} = \sum_{i=1}^n \frac{r_i}{n}, \quad (8)$$

где: r_i – доходность актива в i -м периоде.

Стандартное отклонение определяется как корень квадратный из дисперсии:

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2}, \quad (9)$$

где: σ – стандартное отклонение доходности актива.

Таблица 12

Средняя доходность и риск выбранных компаний

Акции голубых фишек				Акции второго эшелона			
Эмитент		Средняя доходность r_i , %	Стандартное отклонение, %	Эмитент		Средняя доходность r_i , %	Стандартное отклонение, %
A	Лукойл	25,50	8,5	A	Нижнекамск-нефтехим	88,28	136,01
B	Сбербанк ао	92,50	58,3	B	Башкирэнерго	45,41	41,23
C	Сбербанк ап	88,80	68,4	C	Дальсвязь	15,75	31,62
D	Газпром	66,40	17,8	D	Северсталь	79,46	50,00
E	Сургутнефтегаз ао	30,96	32,8	E	Автоваз	11,30	10,00
F	Сургутнефтегаз ап	34,10	10,2	F	ОМЗ	10,79	52,91
G	Татнефть ао	33,60	13,8	G	Балтика	25,20	30,00
H	РАО ЕЭС ао	25,20	55,2	H	Аэрофлот	52,40	33,16
I	РАО ЕЭС ап	35,50	61,0	I	Башнефть	46,79	60,82
J	Ростелеком ао	25,10	32,3				
K	Ростелеком ап	41,70	34,0				
L	Сибнефть	77,33	98,11				
M	Татнефть ап	25,94	6,85				

Период наблюдения при расчете ожидаемой доходности в работе принят за 3 года (2002-2004). Это связано с тем, что больший срок создаст дополнительные проблемы с извлечением данных, так как некоторые компании не имеют длинной истории торгов, что может повлиять на репрезентативность полученных данных. Однако слишком короткий срок не позволяет делать выводы об ожидаемой доходности¹¹.

При управлении портфелем для определения общего риска необходимо знать, например, как доходность ценной бумаги А ведет себя по отношению к доходности ценной бумаги В для всех пар активов, что определяется ковариацией ($COV_{A,B}$).

Значение коэффициентов ковариации между показателями средних доходностей акций эмитентов представлены в приложении. По главной диагонали матрицы расположены значения дисперсии доходностей для каждого вида акций.

Риск одной акции измеряется дисперсией или стандартным отклонением значений доходов по этой акции, а портфельный риск – дисперсией или стандартным отклонением значений доходов портфеля. Для того чтобы измерить риск портфеля, нужно вычислить ковариацию доходов отдельных акций, а также меру изменчивости суммарного дохода портфеля, то есть необходимо знать ковариацию доходов каждой пары акций в портфеле. Риск портфеля, измеряемый дисперсией, рассчитывается как взвешенная сумма ковариаций всех пар акций в портфеле, где каждая ковариация взвешена в системе весов каждой пары соответствующих акций, а дисперсия одной акции рассматривается как ковариация акции с самой собой.

В общем виде риск портфеля, состоящий из двух активов, определяется формулой:

$$\sigma_p^2 = \theta_A^2 \sigma_A^2 + \theta_B^2 \sigma_B^2 + 2\theta_A \theta_B Cov_{A,B}, \quad (10)$$

где: σ_p^2 – риск (дисперсия) портфеля; θ_A – удельный вес актива А в портфеле; θ_B – удельный вес актива В в портфеле; $Cov_{A,B}$ – ковариация доходности активов А и В.

Отсюда следует, что при включении в портфель активов, которые имеют низкие или отрицательные ковариации с другими активами портфеля, снижается сумма ковариаций, а следовательно, и общий риск портфеля.

Проанализируем риски и доходности возможных пар, составленных из акций внутри обеих групп, при условии, что в каждую долю включены акции двух эмитентов с равными долями, то есть по 50%.

Рассчитаем доходность составленных пар. Она вычисляется по формуле:

$$E(r_p) = E(r_1)\theta_1 + E(r_2)\theta_2 + \dots + E(r_n)\theta_n, \quad (11)$$

где: $E(r_p)$ – ожидаемая доходность портфеля; $E(r_1), E(r_2), E(r_n)$ – ожидаемая доходность соответственно первого, второго и n-го активов; $\theta_1, \theta_2, \theta_n$ – удельный вес в портфеле первого, второго и n-го активов.

Запишем эту формулу в более компактной форме:

$$E(r_p) = \sum_{i=1}^n E(r_p)\theta_i \quad (12)$$

Результаты расчетов риска и доходности пар в обеих группах представлены в соответствующем этапе приложения.

V этап. Выбор оптимального варианта структуры портфеля и расчет его доходности и риска

По итогам четвертого этапа представлен список пар активов голубых фишек и второго эшелона. Для решения задачи выбора оптимальной пары в каждой из групп необходимо установить ограничения на доходность и риск, которые будут служить критерием первоначального отбора. Исходя из имеющихся данных и учитывая сложность извлечения данных истории торгов некоторых активов, предлагается принять за ограничение риска среднеарифметическое значение стандартных отклонений активов в каждой группе. Таким же образом устанавливаем нижнюю границу доходности. Рассчитанные ограничения представлены в таблице.

Таблица 13

Ограничения доходности и риска пар активов

Акции голубых фишек		Акции второго эшелона	
Доходность	Риск	Доходность	Риск

Больше или равно 46%	Меньше или равно 38%	Больше или равно 42%	Меньше или равно 49%
-------------------------	-------------------------	-------------------------	-------------------------

Учитывая установленные ограничения, можно представить список эффективных пар активов, удовлетворяющих поставленным условиям. Возможен вариант составления набора активов, состоящего из большего количества эмитентов, однако этот подход требует построения множественной корреляции, что, в свою очередь, является более трудоемким процессом.

Таблица 14

Эффективные пары активов

Акции голубых фишек			Акции второго эшелона		
Пары	Доходность, %	Риск, %	Пары	Доходность, %	Риск, %
Лукойл + Газпром	46	13	Башкирэнерго + Аэрофлот	49	41
Сбербанк ао + Сургутнефтегаз оа	62	38	Дальсвязь + Северсталь	48	47
Газпром + Сургутнефтегаз ао	49	27	Северсталь + Автоваз	45	34
Газпром + Сургутнефтегаз ап	50	15	Северсталь + ОМЗ	45	47
Газпром + Татнефть ао	50	12	Северсталь + Балтика	52	33
Газпром + Ростелеком ао	46	22			
Газпром + Ростелеком ап	54	22			
Газпром + Татнефть ап	46	12			

Для вычисления оптимальной пары в каждой группе предлагается рассчитать отношение доходности в каждой паре к риску (стандартному отклонению). Предполагается, что максимальное значение этого соотношения будет указывать на оптимальность выбора данного портфеля (пары активов), так как показывает, во сколько раз доходность больше риска в данном конкретном случае.

Таким образом, в доле акций голубых фишек оптимальной считается пара Газпром и Татнефть ао с соотношением 4,33, а в доле акций второго эшелона – Северсталь и Балтика с соотношением 1,59.

Зная доходность и риск двух оптимальных пар активов, голубых фишек и второго эшелона соответственно, и их доли, необходимо рассчитать доходность и риск портфеля, составленного из этих активов. При расчете доходности и риска оптимального портфеля две выбранные пары будем считать двумя активами, обладающими своими инвестиционными характеристиками.

С учетом доли активов в портфеле мы получили следующие результаты, представленные в табл. 15:

Таблица 15

Характеристики оптимального портфеля

Структура портфеля	Доли, %	Доходность, %	Риск, %
Газпром	25,015	51,16	11,77
Татнефть ао	25,015		
Северсталь	24,985		
Балтика	24,985		

Полученный оптимальный портфель обладает высокой доходностью и достаточно низким риском. Однако такие хорошие инвестиционные характеристики не всегда могут обеспечить хороший результат. Как было сказано выше, российский рынок ценных бумаг весьма сильно подвержен влиянию различных факторов, что не может не вносить свои коррективы в результаты портфельного инвестирования. На последнем этапе данной методики предлагается провести анализ влияния рыночных факторов на динамику полученного оптимального портфеля.

VI этап. Построение индекса оптимального портфеля и факторный анализ

В реальной биржевой торговле на процесс принятия решения оказывает влияние причины различного характера: экономические, политические, социальные и т.п. (табл. 16).

Таблица 16

Типология фундаментальных факторов

Признаки, типы и группы фундаментальных факторов		
1. По объекту отнесения		
1. Экономические	2. Социально-политические	3. Природно-климатические
- характеризующие уровень предприятия	- социальные	- природные
- характеризующие уровень отрасли	- внутривнутриполитические	- климатические
- макроэкономические факторы	- внешнеполитические	- экологические
2. По степени соотносимости между собой		
1. Соотносимые	2. Трудносоотносимые (со статистически незначимыми или опосредованными связями)	3. Несоотносимые
3. По степени открытости		
1. Открытые	2. Латентные (скрытые)	
4. По вектору влияния на объект		
1. Формирующие тренд	2. Оказывающие влияние на тренд	3. Нейтральные
- повышательный	- совпадающие с трендом (усиливающие влияние)	
- понижательный	- действующие «в противоход» (ослабляющие влияние)	
5. По скорости реакции		
1. С мгновенной реакцией	2. С отложенной реакцией (лагом)	
6. По длительности проявления		
1. «Долгоиграющие» факторы	2. Факторы со средней длительностью проявления	3. «Быстро затухающие» факторы
7. По степени автономности		
1. Автономные	2. Зависимые, в том числе проявление или усиление (ослабление) влияния которых зависит от прочих факторов	
8. По частоте влияния		

1. Постоянно действующие (формирующие долгосрочный рыночный тренд)	2. Оказывающие периодическое возмущающее воздействие	3. Редкие
9. По сфере происхождения		
1. Внутренние	2. Внешние	

Указанные факторы воздействуют на рынок в виде информации, пришедшей из того или иного источника. В зависимости от психологии отдельного игрока (являющегося составной частью биржевой толпы), его навыков, опыта, сформированных на данный момент ожиданий данная информация побуждает к совершению определенных действий (бездействию).

Факторы, относящиеся к эмитенту (системы показателей, характеризующих его рыночное и финансово-экономическое положение), выступают как долгосрочные, инертные, не подверженные резким колебаниям, имеющие по преимуществу прогнозируемый (в противовес случайному) и прозрачный характер проявления (публикуемые, раскрываемые с заданной частотой), легко формализуемые.

Макроэкономические факторы могут быть рассмотрены в аналогичном контексте. Параметры инфляции, экономического роста, уровня безработицы, сальдо торгового баланса также публикуются с заданной частотой и могут быть формализованы и использованы для построения эконометрических моделей.

Иной характер проявления имеют (могут иметь) политические и климатические факторы. В своем подавляющем большинстве эти факторы проявляют себя как новости, то есть как новая существенная информация, способная повлиять на сложившуюся ситуацию на рынках.

Некоторые авторы рассматривают проявление всех факторов как новостей, «фундаментальных событий», разделяя последние на группу случайных неожиданных новостей и группу планируемых, ожидаемых новостей.

К первой группе относят большей частью политические новости и новости «природного происхождения» (засухи, наводнения, землетрясения и т.п.), реже экономические новости, ко второй – новости экономического, реже политического характера.

Данный подход сосредотачивается в основном на проблеме объяснения поведения рынка. Уделяется внимание отдельным наиболее значимым факторам, таким как ВВП, уровень процентных ставок и пр., заключая, что они демонстрируют основной долгосрочный тренд рынка. Отличительной чертой данного подхода является то, что роль фундаментального анализа заключается не только собственно в аналитической работе (например, прогнозные оценки основных макроэкономических показателей), но и в отслеживании «горячих» новостей, способных в той или иной мере повлиять на рынок¹². Рассмотрим классификацию фундаментальных факторов по степени их влияния на фондовый рынок, приведенную Криничанским К.В. в работе «Типология фундаментальных факторов, как основа фундаментального анализа рынка ценных бумаг» (табл. 17).

Первая группа факторов – это «сильные» факторы, имеющие высокую степень обособленности, самостоятельности, то есть не носящие подчиненного, вторичного характера. Их установление на рынке по преимуществу (кроме первого) носит «объективный», а не зависящий от чьих либо субъективных оценок и действий характер. Аналогичными свойствами обладают и факторы второй, «средней» группы, однако их влияние менее очевидно, не такое значительное, как влияние факторов первой группы. Наконец, «слабые» факторы – факторы третьей группы, более подвержены зависимости от факторов первой группы.

Классификация фундаментальных факторов по степени их влияния на фондовый рынок

Группа	Фактор	Наиболее вероятный вектор воздействия роста фактора на фондовый рынок
1	Официальные учетные ставки	↓
	Фондовые индексы развитых мировых рынков	↑
	Уровень национального ВВП	↑
	Темп инфляции	↓
	Уровень безработицы	↓
	Реальный курс основных мировых валют	↓
2	Размер розничных продаж	↑
	Объем заказов промышленности	↑
	Индекс цен промышленного производства	↓
	Размер частных доходов	↓
	Уровень мировых цен на основные экспортные товары	↑
3	Объем производственных запасов	↓
	Форвардные курсы национальной валюты	↑
	Объем промышленного и жилищного строительства	↑
	Уровень депозитных ставок	↓
	Курсы государственных облигаций	↓

Характер действия данных факторов можно применить для оценки движения рынка с целью построения более сбалансированной торговой стратегии.

На основе последних рыночных исследований мы выделили следующие факторы, по нашему мнению, значительно влияющие на котировки основных эмитентов акций российского рынка ценных бумаг: курс доллара; цены на нефть; цены на золото.

Выбранные факторы намеренно взяты из разных групп по степени влияния. Это обеспечит получение данных, учитывающих различную силу воздействия факторов на динамику индекса оптимального портфеля. Для соблюдения однородности данных при анализе необходимо построить индексы цены на нефть, цены на золото и курса доллара.

Индекс оптимального портфеля необходимо построить по формулам первого этапа авторской методики. Причем, так как при расчетах индексов акций второго эшелона не используется коэффициент, учитывающий free float (Wi), то для того чтобы не нарушался принцип расчетов, возьмем его равным «1».

Показатели цен на нефть, золото и курсы доллара не могут сравниваться с индексами, так как являются разными единицами измерения. Индексы – это показатели, выраженные в процентном виде, показывающие изменения стоимости пакета акций относительно какого-то периода времени. Поэтому необходимо перевести показатели факторов в процентный вид и относительно того же периода времени:

$$K_i = k_i/k_1 * 100\% \quad (13a)$$

$$B_i = b_i/b_1 * 100\% \quad (13b)$$

$$G_i = g_i/g_1 * 100\% \quad (13b)$$

$$F_i = \sum_{i=1}^n \frac{K_i + B_i + G_i}{3} \quad (14)$$

где k_i , b_i , g_i – соответственно показатели курсов доллара, нефти и золота.

В результате проведенного исследования выявлено, что зависимость индексов от изменения показателей курса доллара, цен на нефть и золото свидетельствует о том, что данные значения не коррелируют друг с другом. Поэтому говорить о влиянии этих показателей на индексы портфеля нельзя.

Этот факт позволяет говорить о независимости изменения доходности оптимального портфеля относительно основных и на данный момент ключевых показателей российского фондового рынка. В ситуации высокой корреляции торгуемых на фондовом рынке ценных бумаг и подверженности всего рынка влиянию мировых цен на основные энергоресурсы, полученный результат расценивается автором как положительный.

Имея информацию о котировках акций в 2005 году, представляется возможным рассчитать фактическую или реальную доходность оптимального портфеля. Для этого необходимы данные цен акций на начало года и на конец (табл. 18).

Для удобства подсчетов предположим, что денежная сумма на счете доверительного управления составляет 300 тыс. рублей (минимальный порог). Таким образом, с учетом долей инструментов в портфеле реальная доходность составила приблизительно 208% с остатком денежных средств на счете в размере 320 руб. (без учета комиссии доверительного управляющего).

Таблица 18

Котировки акций оптимального портфеля в 2005 г., руб.

Эмитент	Начало года	Конец года
Газпром	74.67	190.98
Татнефть ао	39.40	95.64
Северсталь	206.21	288.91
Балтика	464.38	905.91

Предложенная методика сочетает в себе принципы классических портфельных теорий, статистические и математические методы, а также методы сравнения компаний-аналогов (рыночных мультипликаторов). Такое сочетание обеспечивает комплексный подход к формированию портфеля, в котором учитываются как фундаментальные, так и технические факторы.

Однако существует возможность усовершенствования и изменения методики в зависимости от целей инвестирования. Так возможно включение расчета и учета комиссии доверительного управляющего, а также налогового обременения, что позволит использовать данную методику в качестве полноценной, законченной торговой стратегии. Так же как и любая открытая система, прикладная методика способна изменяться в зависимости от изменения условий или внешнего окружения, что дает возможность продолжения исследований в данной области, получая все новые и новые положительные результаты.

¹ См.: Киранов А.А. Развитие системы финансового посредничества в России. М.: Институт Устойчивого Развития, 2002. С. 65.

-
- ² См.: Булатов В.В. Экономический рост и фондовый рынок: в 2-х томах. М.: Наука, 2004. С. 72.
- ³ Булатов В.В. Указ. соч. С. 3.
- ⁴ См.: Аракчеева Ю, Коваль Л. Осторожно, ПИФы закрываются // Ведомости. 18 марта 2005 г. С. 64.
- ⁵ См.: Гребеничиков Э.С. Инвестиционная составляющая страхового бизнеса: новые источники и возможности// Финансы. №3. 2005. С.62.
- ⁶ См.: Бестужева О. Указ. раб. //РЦБ. №7. 2004. С. 24.
- ⁷ См.: Кокорев Р., Капитан М. Паевые инвестиционные фонды обещают качественный прорыв//Финансовый аналитик. №6. 2003. С. 12.
- ⁸ См.: Булатов В.В. Указ. соч. С. 6.
- ⁹ Источник: официальный сайт Фондовой биржи «РТС»//www.rts.ru.
- ¹⁰ См.: Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: учебн. пособие, М.: 1 Федеративная Книготорговая компания, 1998. С.248.
- ¹¹ См.: Буренин А.Н. Указ. соч. С. 245.
- ¹² См.: Криничанский К.В. Типология фундаментальных факторов, как основа фундаментального анализа рынка ценных бумаг// www.mirkin.ru