

И.Ю. Жилина

КОЛЛЕКТИВНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ В РОССИИ

Коллективные инвесторы в инвестиционном процессе

Успешные экономические реформы в России невозможны без создания конкурентоспособного финансового сектора. Он должен играть в экономике роль передаточного механизма, действующего по замкнутой цепочке: сбережения — инвестиции — экономический рост — сбережения, обеспечивая перераспределение денежных средств от тех, кто ими располагает, к тем, кто в них нуждается. Традиционно денежные средства накапливает население, а нуждаются в них предприниматели и государство. Хотя частные лица выступают на финансовом рынке не только в качестве поставщиков денежных ресурсов, размещая деньги на сберегательных счетах, покупая облигации и акции, страховые полисы, но и в качестве заемщиков; в совокупности они, в отличие от государства и предприятий, являются чистыми поставщиками денежных средств на финансовый рынок.

Развитие России, темпы ее экономического роста в немалой степени зависят от размера привлекаемых в экономику средств частных лиц. Неэффективность государственного бюджетного финансирования экономики подтверждается опытом предшествующих лет: деньги идут не туда, где они дают наибольший эффект, а туда, где сильнее лоббисты и податливее чиновники. Поэтому успешное развитие отечественной экономики во многом зависит от способности

государства создать условия, обеспечивающие трансформацию сбережений граждан в долгосрочные инвестиции.

Процесс инвестирования в рыночных условиях предполагает сравнение объектов инвестирования со сложившейся структурой спроса и предложения на финансовые ресурсы и управление процессом инвестирования. Инвестирование зависит от числа потенциальных объектов, объема и характеристики финансовых ресурсов. Чем сложнее и разнообразнее объекты инвестирования, тем актуальнее их анализ и оценка степени риска.

Объектами инвестирования могут быть финансовые (все виды платежных и финансовых обязательств, созданных экономическими агентами в ходе их деятельности) или материальные (движимое и недвижимое имущество, земля) активы. Однако в современных условиях финансовые активы, во-первых, значительно преобладают над материальными, во-вторых, все большую долю в структуре самих финансовых активов занимают ценные бумаги, краткосрочные обязательства и инвестиционные счета (27, с. 21).

Инвестиционный процесс предполагает сведение продавцов и покупателей временно свободных денежных средств. Функции финансовых посредников состоят в перемещении денежных ресурсов из «традиционных» или малоэффективных областей использования в новые, более эффективные области и стимулировании предпринимательской активности и потребительского спроса (27, с. 27). Эту посредническую роль выполняют институты, действующие на финансовом рынке.

Любое частное лицо заинтересовано не только в сохранении, но и в приумножении своих средств. Самыми простыми способами достижения этой цели в России являются депозит в надежном банке или приобретение ценных бумаг в расчете на рост их стоимости, поскольку такие традиционные финансовые инструменты, как государственные долговые обязательства, практически недоступны мелким инвесторам из-за высокой цены, сложностей работы с ними, а также нежеланием эмитентов и посредников заниматься небольшими сделками. Часть государственных ценных бумаг просто не предназначена для населения. Но даже в том случае, когда их выпуск изначально был рассчитан на население, результаты размещения государственных ценных бумаг свидетельствуют о том, что они в основном вращаются на оптовом рынке между крупными

банками и инвестиционными компаниями. Индивидуальные инвесторы, как правило, не участвуют во вторичном обороте облигаций, покупая их в расчете на купонные выплаты вплоть до погашения. На рынке корпоративных ценных бумаг активность индивидуальных инвесторов еще ниже. Частные лица приобретали акции предприятий в основном в ходе чековой приватизации в 1993–1994 гг. Но интерес населения к корпоративным ценным бумагам возрастет по мере создания соответствующих условий – в частности улучшения финансовых показателей предприятий и инфраструктуры рынка, расширения возможностей частных лиц приобретать «качественные» и стабильно растущие акции (9).

В то же время инвестирование в инструменты фондового рынка сегодня является одним из наиболее эффективных способов вложения капитала. Но такие инвестиции, особенно на развивающихся рынках, к которым относится и российский, требуют профессионального подхода. Только при ежедневном анализе рыночных тенденций, контроле рисков, отслеживании влияющих на рынок политических и экономических факторов возможно стабильное получение доходов от подобных инвестиций.

В значительной степени решить эту проблему позволяет институт коллективных инвестиций. Содержание понятия «коллективные инвестиции» различно в разных бизнес-культурах. Общим же является представление о коллективном инвестировании как об инвестировании капитала, собранного воедино из вкладов разных лиц. Под осуществлением коллективных инвестиций, указывает А.А. Филатов, понимается деятельность, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

- привлечением средств путем размещения ценных бумаг или заключения договоров;

- осуществлением в качестве основной деятельности инвестирования привлеченных средств в ценные бумаги и иное имущество;

- получением основной доли доходов в форме дивидендов, процентов и доходов от сделок, совершаемых с этим имуществом;

- распределением доходов, полученных от инвестирования, между участниками коллективного инвестирования путем выплаты им дивидендов, процентов или иных выплат (27, с. 41).

Коллективные инвестиции — это механизм передачи денег и активов частных лиц в доверительное управление профессиональным менеджерам, управляющим средствами тысяч инвесторов как единым портфелем, в котором каждый инвестор имеет долю, пропорциональную своему вкладу. Институт коллективного инвестирования расширяет возможности граждан сохранять и приумножать свои сбережения, что само по себе способно защитить их интересы и повысить доверие к рыночной экономике; позволяет не только объединить значительные средства, обеспечивая возможность работы в Российской торговой системе (РТС) в качестве покупателя или продавца, но и снизить инвестиционные риски за счет диверсификации инвестиционного портфеля; привлечь для управления капиталом квалифицированных специалистов.

Успехи коллективных инвесторов в консолидации средств мелких собственников, профессиональном управлении активами и диверсификации риска зависят от зрелости финансового рынка, развитости его инфраструктуры. Опыт стран, где различные формы коллективного инвестирования наглядно продемонстрировали свои преимущества, свидетельствует о том, что от развития коллективных инвестиций в России выиграет все население. Они способствуют притоку капиталовложений в экономику, что создает условия для экономического роста; улучшению финансирования социальных программ и бюджетных организаций за счет роста налоговых поступлений; росту спроса на государственные ценные бумаги при одновременном снижении цены заимствования. Конкурентная борьба между коллективными инвесторами и коммерческими банками за деньги населения способствует повышению доступности финансовых ресурсов для предприятий, что оказывает положительное влияние на экономическое развитие страны.

Финансовыми посредниками, осуществляющими коллективные инвестиции, являются акционерные и паевые инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, кредитные союзы, общие фонды банковского управления (ОФБУ). Наиболее развитым сектором коллективного инвестирования в России в настоящее время являются паевые инвестиционные фонды (ПИФы). В западной практике они именуются взаимными фондами (mutual funds). В настоящем обзоре рассматриваются история формирования, классификация и особенности деятельности российских ПИФов,

приводятся сравнительные характеристики ПИФов и ОФБУ, выступающих конкурентами ПИФов на рынке коллективного инвестирования.

История развития паевых фондов

ПИФы, или, в западной терминологии, взаимные фонды (ВФ), давно являются частью инвестиционного мира. Прототип ВФ появился в Великобритании еще в 1822 г. Первые ВФ в форме инвестиционных компаний закрытого типа сформировались в последней четверти XIX в., а первый ВФ открытого типа был создан в Бостоне в 1924 г. ВФ развивались крайне неравномерно¹. Сегодня в мире насчитывается почти 50 тыс. ВФ (29, с. 18), а общий объем мировых активов ВФ по итогам I квартала 2004 г. составил 14,46 трлн. долл. (8).

Первыми институтами коллективного инвестирования в России стали специализированные чековые инвестиционные фонды (ЧИФы), аккумулировавшие приватизационные чеки граждан для последующего приобретения на них акций приватизируемых предприятий на чековых аукционах. Первые ЧИФы были созданы в конце 1992 г., затем их количество постоянно росло, и в 1994 г. достигло 760 (29, с. 20). Акционерами ЧИФов стали около 25 млн. человек, т.е. более 16% населения России. В ходе чековой приватизации ЧИФы приобрели более 10% активов приватизированных предприятий (27, с. 113). После завершения основного этапа приватизации в соответствии с Указом Президента РФ от 23 февраля 1998 г. № 193 ЧИФы изменили свой статус. 5,16% фондов получили лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, 41,53 — переквалифицировались в акционерные общества, 10,05 — присоединились к другим юридическим лицам, 15,21 — были лишены лицензий, 2,91 — ликвидировались, 25,87 — не привели свою деятельность в соответствие с Указом Президента («тихо умерли»), 0,26% — преобразовались в ПИФы (29, с. 20).

Следующий этап развития отрасли коллективного инвестирования начался после принятия Указа Президента РФ от

¹ Подробнее см.: Взаимные фонды в глобальном мире // Банки: мировой опыт. — М., 2003. — № 5. — С. 34–46.

26 июля 1995 г. № 765 «О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации», положения которого были развиты и детализированы постановлениями Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) России. Первые ПИФы появились в России в 1996 г., а первая управляющая компания (УК) паевых инвестиционных фондов (ОАО «АВО-Капитал») получила лицензию ФКЦБ 17 апреля 1996 г. (16). Уже в начале 1997 г. в стране действовало больше десятка ПИФов (18, с. 14). В этот период все ПИФы были примерно одинаковыми. С одной стороны, они ввели неоправданно высокие комиссии, с другой — редко демонстрировали действительно хорошие финансовые результаты. Большинство ПИФов, по сути, создавались «на всякий случай», чтобы не пропустить бум российских коллективных инвестиций. Многие учредители, создавая фонды, считали, что работают на перспективу — чтобы занять свою нишу на огромном рынке (по некоторым оценкам, под подушками у граждан хранилось не менее 30 млрд. долл.) (18, с. 15).

Первые российские ПИФы работали только с государственными ценными бумагами: они создавались как институт, призванный прежде всего обеспечить надежность вложения средств населения, что, в свою очередь, предполагало инвестирование средств пайщиков в самые надежные активы. В 1996—1997 гг. таковыми считались государственные ценные бумаги. Кроме того, в период первичного размещения инвестиционных паев любой фонд, независимо от его инвестиционной декларации, имел право покупать только государственные облигации. Именно из-за этого требования, частично отмененного только в конце 1998 г., несколько фондов не смогли завершить первичное размещение паев летом — осенью 1998 г. До дефолта по ГКО/ОФЗ в августе 1998 г. практически все фонды государственных ценных бумаг, а их было 7, и многие корпоративные фонды вкладывали средства в российские государственные бумаги (17). Несколько позднее появились фонды под управлением УК «Кредит Свисс», «Тройка Диалог», «Монтес Аури», «ОФГ-Инвест», начавшие инвестировать средства пайщиков в акции российских приватизированных предприятий.

Все эти «фонды первого поколения» в полной мере испытали на себе подъем фондового рынка в апреле — октябре 1997 г. и его последующее падение, дефолт и реструктуризацию долга по

ГКО/ОФЗ, четырехкратное падение рубля и исчезновение с российского рынка иностранных инвесторов, военные конфликты и смены правительства и в отличие, например, от многих коммерческих банков выдержали этот экзамен. Впрочем, в этом была немалая заслуга государства: ПИФы оказались единственной разновидностью финансовых институтов, которым государство вернуло все деньги, инвестированные в ГКО. Поэтому уже в начале 1999 г. удалось восстановить докризисную рублевую доходность паев ПИФов. Таким образом, пайщики ПИФов оказались в гораздо более привилегированном положении, чем вкладчики коммерческих банков, поскольку они, во-первых, могли контролировать процесс обесценивания активов; во-вторых, эти активы, хотя и обесценились в результате кризиса, но не исчезли (18, с. 16).

Тем не менее послекризисный 1999 г. оказался для российских ПИФов непростым. Все УК начали сокращать персонал, низкая рентабельность бизнеса поставила фонды на грань исчезновения. В сложившихся условиях УК были вынуждены развивать новые направления деятельности, активно предлагая корпоративным клиентам услуги по оптимизации налоговых платежей при операциях с ценными бумагами и по управлению активами, появились ПИФы, ориентированные на пенсионные фонды и страховые компании, декларирующие возможность инвестиций в недвижимость. Процесс диверсификации зашел настолько далеко, что многие УК стали терять интерес к мелким клиентам, заговорив об увеличении минимальной стоимости пая. Это связано не только с тем, что привлечение мелких клиентов повышает издержки фонда, но и с выходом в 2000 г. на рынок ПИФов очень крупных игроков – УК «НИКойл» и «Альфа-Капитал», принявших решение преобразовать ЧИФы, находящиеся под их управлением, в ПИФы.

До последнего времени ПИФы являлись единственным финансовым институтом в России, для которого была установлена система обязательного раскрытия информации. Открытые ПИФы ежедневно, а интервальные – ежемесячно раскрывают информацию о стоимости пая и чистых активов. Кроме печатных изданий, всю информацию инвесторы могут получить в Интернете на сайте Национальной лиги управляющих (НЛУ). Итогом такой прозрачности деятельности ПИФов явилась уникальная для российского финансового рынка ситуация – за годы работы ПИФов

не зафиксировано ни одного случая нарушения прав инвесторов, не было ни одного судебного разбирательства, ни одного публичного скандала, ни одного банкротства (27, с. 117; 18, с. 16).

Особенно быстрый рост сектора коллективного инвестирования начался с 2002 г., после вступления в силу 4 декабря 2001 г. Федерального закона «Об инвестиционных фондах» № 156-ФЗ. Если на 30 июня 1999 г. было зарегистрировано 25 ПИФов, на 30 июня 2001 г. — 44 (5, с. 5), то только за 2003 г. число паевых фондов выросло в 2,5 раза, появилось несколько новых видов фондов (15). Процесс выхода на рынок новых фондов начал приобретать лавинообразный характер. По данным НЛУ, по состоянию на 1 декабря 2004 г. в РФ зарегистрирован 251 ПИФ, в том числе 232 работающих, 19 зарегистрированных, но не начавших формирование (16). Только в августе—ноябре 2004 г. приступили к работе 23 ПИФа (12, с. 53; 16). Многие ПИФы имеют разветвленную агентскую сеть, охватывающую, помимо Москвы и Подмосковья, Санкт-Петербург, Новосибирск, Тюмень, Екатеринбург, другие крупные города.

Однако, сравнивая состояние рынка ПИФов за рубежом и в России, аналитики отмечают, что его объем в абсолютных цифрах не сопоставим, например, с рынком США. Объем средств, которые находятся в ВФ в США, составляет примерно 7,5 трлн. долл. — цифра, представляющая сейчас для России невообразимой и невозможной (14). На 1 декабря 2004 г. стоимость чистых активов (СЧА) ПИФов превысила 107,2 млрд. руб., т.е. менее 4 млрд. долл. (16). Кроме того, российский рынок ПИФов отличается высоким уровнем концентрации активов, хотя с 2001 г. на фоне укрупнения ПИФов наметился определенный перелом: доля рынка, контролируемая первой пятеркой УК, снизилась с 95,2% в 2000 г. до менее 80% в первом полугодии 2004 г. (19).

Известно, что каждый третий американец вкладывает средства в ВФ (14), в то время как в России в конце 2002 г. насчитывалось лишь 1,13 млн. пайщиков, из которых лишь 10,8 тыс. являлись «сознательными» пайщиками, самостоятельно решившими поместить свои сбережения в ПИФы. Подавляющее большинство пайщиков досталось ПИФам в «наследство» от ЧИФов, преобразовавшихся в ПИФы. Такие пайщики сосредоточены в семействах ПИФов под управлением УК «НИКойл» и «Альфа-Капитал» (29, с. 19). В последние два года количество «сознательных»

пайщиков ПИФов значительно увеличилось. Только за 11 месяцев 2004 г. оно выросло более чем в 2 раза (с 20 тыс. до 54 тыс. чел.) (6). Тем не менее сравнение таких параметров, как количество фондов и объем средств в управлении, показывает, что Россия находится в одной «весовой категории» с Филиппинами (14).

Для оценки состояния рынка ПИФов используется также такой показатель, как доля активов фондов в ВВП. По этому показателю в мире существует почти восьмикратный разброс: от 6% в Германии до 46% в США. Тем не менее прослеживается общая для всех стран тенденция к росту доли активов инвестиционных фондов в ВВП. Например, в Европе соответствующий показатель (активы фондов к ВВП) с 1995 по 2000 г. увеличился в 2,3 раза — с 23 до 53% (28, с. 27).

В России, по экспертным оценкам, оптимальный уровень указанного показателя должен составлять 3%. В середине 2003 г. совокупная СЧА российских ПИФов достигала лишь 400 млн. долл., т.е. 0,12% ВВП (28, с. 27). К концу 2004 г. она выросла почти в 10 раз, что говорит о положительной тенденции развития отрасли. В течение двух последних лет рос и объем продажи паев, дохода до 1 млрд. руб. в месяц. Однако в третьем квартале 2004 г. баланс продаж (разница между продажами и выкупам паев) впервые за долгое время стал отрицательным: под влиянием ситуации с «ЮКОСом», банковского кризиса и падения стоимости акций пайщики начали уходить из ПИФов. Восстановление продаж идет очень медленно (14).

Общие принципы деятельности ПИФов

Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» определяет ПИФы как имущественные комплексы без образования юридического лица. По сути, считает А.А.Филатов, ПИФ представляет собой «объединение индивидуальных инвесторов на основе присоединения к договору, содержащему типовые правила инвестирования денежных средств, получения доходов от таких инвестиций, а также формы защиты интересов и прав инвесторов» (27, с. 133). Владельцами имущества фонда являются владельцы его инвестиционных паев. Владельцем инвестиционного пая признается лицо, в отношении которого в реестр владельцев паев ПИФа внесена запись о количестве принадлежащих ему инвестиционных паев

фонда. Инвестиционный пай является именной ценной бумагой, удостоверяющей право его владельца требовать от управляющей компании (УК) выкупа принадлежащего ему пая в соответствии с правилами фонда. Каждый пай предоставляет его владельцу одинаковый объем прав. Проценты и дивиденды по паям не выплачиваются. Формой договора УК с инвесторами являются типовые правила ПИФа и проспект эмиссии паев. Пайщиками ПИФа могут быть как юридические, так и физические лица. Таким образом, ПИФ привлекает сбережения неискушенных инвесторов и вкладывает эти средства от их лица, что расширяет доступ физических лиц к портфельным инвестициям, открывая путь на рынок мелким инвесторам, каждый из которых может получить причитающуюся ему денежную долю большого оптимального портфеля ценных бумаг.

Не будучи юридическими лицами, ПИФы не являются и плательщиками налогов, в том числе налога на прибыль. С момента покупки пая фонда до момента его продажи управляющему средства инвестора не облагаются налогами, т.е. все промежуточные доходы реинвестируются, причем внутри фонда прибыли и убытки от операций с ценными бумагами полностью сальдируются в отличие от обычного режима налогообложения. Если пай ПИФа — ценная бумага физического лица — находился в его владении более 3 лет, подоходный налог с владельца пая не удерживается (21, с. 35)

Создание и деятельность ПИФов регулируется государством в лице Федеральной службы по финансовым рынкам — ФСФР (до 10 марта 2004 г. — Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг), которая также лицензирует и контролирует деятельность компаний, обслуживающих ПИФы. Взаимодействие пайщиков, ПИФов, УК, а также организаций, обеспечивающих работу паевых фондов (специализированный депозитарий, специализированный регистратор, аудитор, независимый оценщик), четко регламентированы законодательством (более 30 положений и документов). В частности, чтобы УК не могла злоупотреблять собранными средствами, законодательно зафиксировано разделение управления и хранения средств. Средства ПИФов хранятся в специализированном депозитарии, который контролирует правомерность операций с ними. Получив лицензию, УК должна заключить договоры с этими организациями, а также с агентами по размещению и выкупу паев,

которые будут обеспечивать деятельность нового ПИФа. После регистрации регулирующим органом «Правил паевого инвестиционного фонда» и «Прспекта эмиссии инвестиционных паев» УК может приступить к их размещению. Инвестиционный портфель ПИФа формируется на основании «Положения о составе и структуре активов паевых инвестиционных фондов». Инвестирование средств пайщиков осуществляется в точном соответствии с инвестиционной декларацией, содержащейся в правилах и проспекте эмиссии фонда. Пайщик, таким образом, также получает свой инвестиционный портфель в миниатюре. Размещение и выкуп паев ПИФов УК осуществляют либо самостоятельно, либо с помощью агентов (17).

Однако, приобретая паи ПИФа, пайщик фактически становится игроком на рынке ценных бумаг и принимает все связанные с этим риски. Поэтому он должен четко осознавать, что ни одна УК не гарантирует ни абсолютной надежности, ни размера будущего дохода, а доходность фонда в предыдущие годы может служить лишь приблизительным ориентиром будущей доходности (5, с. 2).

УК, а также другие обслуживающие ПИФ структуры берут за свои услуги определенные проценты от стоимости активов ПИФа, т.е. содержит их пайщик. Помимо выплаты вознаграждений пайщик несет дополнительные издержки при операциях с паями, так называемые скидки и надбавки при покупке и продаже паев соответственно, которые берут УК и их агенты. Основной смысл этих сборов — стимулировать инвесторов вкладывать больше и на более длительный срок. Как правило, чем больше сумма и срок инвестиций, тем ниже надбавки и выше скидки. С учетом всех издержек, для того чтобы ПИФ работал «не в ноль», по оценке Д.А.Игнатевой, его активы должны приносить более 10% годовых (5, с. 4). В последнее время многие УК, особенно новички рынка коллективных инвестиций, для привлечения клиентов вообще отказываются от такого рода «стимулов» (11, с. 16).

Как показывает анализ деятельности старейших, пользующихся наибольшей популярностью у населения ПИФов («Фонд акций», «Добрыня Никитич» и «Паллада-корпоративный»), статистика по которым накоплена с 1997 г., минимальный «безопасный» срок инвестиций в период с 1997 по 2004 г. составил

три года. Этот горизонт, по мнению А. Кузина, позволил свести вероятность убытков к минимуму: минимальная доходность во всех трех ПИФах колебалась около нуля. При этом неудача постигла «пионеров», т.е. тех, кто вкладывал деньги в 1997 г. В свою очередь инвесторы, вошедшие в рынок перед началом роста в октябре 1998 г., заработали по 250–480% годовых. При этом средняя доходность трехлетних инвестиций составила 65–110% годовых, а более «терпеливые» пайщики получили гораздо более высокие доходы. На пятилетнем отрезке минимальная доходность во всех трех ПИФах оказалась положительной и составила 11–27% годовых – столько смогли заработать самые неудачливые инвесторы. Средний показатель вырос до 111–193% годовых, а максимальная доходность вложений достигала 723–784% годовых (13, с. 65). Даже если деньги были вложены в фонд накануне масштабного обвала фондового рынка осенью 1997 г., через три года пайщик уже вышел бы по доходности «в ноль». Таким образом, оптимальный срок инвестирования в ПИФы составляет 3–5 лет. Даже при неблагоприятных условиях даже самые неудачные инвестиции практически гарантируют положительную среднюю годовую доходность – тем большую, чем больше срок инвестиций (11, с. 16; 5, с. 4).

В 2004 г. пайщики ПИФов получили возможность следить за общим направлением движения цен не только акций или облигаций, но и паев всех фондов сразу. Рейтинговое агентство НАУФОР проводит расчет индексов ПИФов. Одна группа этих индексов показывает среднее изменение номинальной стоимости паев фонда; другая отражает ту же динамику во взвешенном варианте: чем больше стоимость чистых активов (СЧА) ПИФа, тем большее влияние он оказывает на индекс; третья показывает изменение «капитализации» рынка ПИФов – совокупной СЧА (25, с. 67).

Классификация ПИФов

Согласно законодательству ПИФы различаются по временному признаку и по видам инвестируемых активов.

Классификация ПИФов по временному признаку. Открытый ПИФ осуществляет покупку и продажу паев ежедневно по требованию

инвесторов. Погашение паев также осуществляется ежедневно по рабочим дням на основании поданной пайщиком заявки.

Интервальный ПИФ производит покупку и продажу паев через определенные в правилах фонда промежутки времени, но не реже одного раза в год.

Закрытый ПИФ привлекает средства на фиксированный срок¹.

Вложения в открытый фонд являются наиболее ликвидными, поскольку пайщик в любой рабочий день может продать свой пай и зафиксировать прибыль. Это предоставляет инвестору определенную свободу действий. Однако краткосрочные колебания рынка и цены пая могут спровоцировать пайщика на неосмотрительные действия. Поэтому, вкладывая денежные средства в ПИФ, не стоит акцентировать внимание на краткосрочных изменениях стоимости пая. Кроме того, преждевременное погашение паев только увеличивает расходы на выплату различного рода вознаграждений. В целом открытые ПИФы напоминают банковские вклады «до востребования». Разница состоит в том, что зачисление и снятие средств происходит не моментально, а в течение определенного времени (1–2 дня).

Прибегая к услугам интервального фонда, инвестор должен четко определить, на какой срок он готов разместить свои деньги. Интервалы для погашения и выдачи инвестиционных паев длятся около двух недель, в это время все желающие могут приобрести или погасить пай. Количество таких интервалов определяется УК и отражается в Правилах фонда (чаще всего интервалы открываются 2–4 раза в год).

Исключение составляют лишь фонды, паи которых свободно обращаются на бирже. Первые в России биржевые торги паями инвестиционного фонда – интервального ПИФ «Дивидендные акции и корпоративные облигации» под управлением ЗАО «РЕГИОН Эссет Менеджмент» состоялись 31 января 2003 г. Они проходили в рамках

¹ Хотя правовая основа их деятельности была заложена Федеральным законом «Об инвестиционных фондах», первые закрытые ПИФы были созданы только в ноябре 2002 г.: после принятия закона почти год ушел на подготовку и утверждение нормативных правовых актов, регулирующих их деятельность. Если в 2002 г. появилось только три закрытых ПИФа, то в 2003 г. их количество выросло до 19. Процесс создания закрытых ПИФов значительно ускорился в 2004 г.: с середины июня до начала ноября были зарегистрированы правила 19 закрытых ПИФов (10, с. 36).

совместного проекта РТС и группы компаний «РЕГИОН», задачей которого является создание условий, способствующих организации вторичного обращения паев, и создание технологии для привлечения новых инвесторов в последующие периоды открытия фонда.

Проект организации биржевого обращения паев ПИФа в РТС предусматривал два этапа. На первом этапе, сразу после формирования фонда, ИГ «РЕГИОН» предоставила инвесторам возможность приобрести паи по стоимости, равной стоимости пая в период формирования фонда — 1 тыс. руб. В дальнейшем ИГ «РЕГИОН» будет поддерживать ликвидность рынка путем выставления в РТС двухсторонних котировок. На втором этапе при каждом открытии интервала в РТС будут проходить торги с целью привлечения дополнительных средств в фонд (24).

Хотя сейчас на бирже торгуются паи более 20 ПИФов, биржевой рынок паев все еще находится в зачаточном состоянии. Дополнительными издержками при покупке-продаже паев на бирже является разница между лучшими ценами спроса и предложения. Она сравнительно невелика: обычно 2–3% (11, с. 15).

Различия между открытыми и интервальными ПИФаами касаются также структуры их активов, и эти различия закреплены законодательно (табл. 1).

Таблица 1 (20)

Сравнительная структура портфеля открытого и интервального ПИФа (в % от стоимости активов)

Наименование актива	Открытый ПИФ	Интервальный ПИФ
Ценные бумаги одного эмитента	не более 20	не более 30
Государственные ценные бумаги РФ	не более 35	не более 35
Ценные бумаги, не имеющие признаваемых котировок	не более 10	—
Ценные бумаги иностранных государств, акции и облигации иностранных акционерных обществ	не более 20	не более 20
Денежные средства во вкладах в одном банке	не более 25	не более 25
Недвижимость*, права на недвижимость и ценные бумаги, не имеющие признаваемых котировок	—	не более 65

* В соответствии с законодательством открытые фонды не могут иметь в портфеле недвижимость.

Эти ограничения структуры портфеля установлены для обеспечения сбалансированности портфеля. Например, УК не может вкладывать все деньги в акции одной компании, поскольку ФКЦБ установила предел для ценных бумаг одного эмитента не более 20% от стоимости активов фонда. Однако, несмотря на жесткие требования к структуре портфеля, УК обладают достаточной свободой по составлению собственной инвестиционной декларации. Законодатель предъявляет различные требования к минимальной сумме, по достижении которой фонд считается сформированным. Для открытых паевых фондов это 2,5 млн. руб., а для интервальных — 5 млн. руб. (20).

По оценкам аналитиков, по мере развития рынка принципиальная разница между открытыми и интервальными фондами сотрется. Однако у интервальных ПИФов скорее всего останутся некоторые преимущества, в частности возможность вкладывать средства в малоликвидные, но потенциально высокодоходные ценные бумаги. УК открытого ПИФа вынуждена держать значительную часть его средств в высоколиквидных (и поэтому зачастую сравнительно мало доходных) бумагах и деньгах, поскольку пайщики могут потребовать возврата своих инвестиций в любой момент. В интервальный же ПИФ пайщики приходят в строго установленные дни, поэтому УК имеет больше возможностей для зарабатывания прибыли (11, с. 15).

Закрытые ПИФы изначально ориентированы на желающих разместить свои средства на длительный срок. В отличие от открытых и интервальных ПИФов к ним предъявляются менее жесткие требования к ликвидности вложений, составу и структуре активов. Они могут инвестировать средства в недвижимость и венчурные предприятия, поскольку наряду с обычными активами — акциями и облигациями — в состав их имущества могут входить: проектно-сметная документация, строящиеся и реконструируемые объекты недвижимого имущества, права на недвижимое имущество, акции (доли) российских хозяйственных обществ, осуществляющих проектирование или строительство зданий и сооружений, инженерные изыскания, реставрацию объектов культурного наследия, а также риэлтерскую деятельность. В то же время не лимитируются вложения закрытых ПИФов в ценные бумаги одного эмитента, они имеют возможность инвестировать в капитал обществ с ограниченной ответственностью.

За счет вложений закрытых ПИФов в недвижимость значительно улучшается соотношение доходности и риска по диверсифицированному инвестиционному портфелю. Динамика цен на строительные объекты очень слабо коррелирует с доходностью рынков ценных бумаг. Ценовые риски рынка недвижимости значительно ниже, чем рынка акций, а доходность может превышать показатели рынка облигаций и уровень ставок депозитов. Инвесторы могут получить дополнительный доход от сдачи объектов в аренду и покупки объектов на ранних стадиях строительства (11, с. 37).

К другим особенностям закрытых ПИФов относится активное участие пайщиков в их работе через общее собрание пайщиков. Собрание имеет достаточно полномочий, в том числе может принять решение о смене управляющего, выплате промежуточных доходов, дополнительном выпуске паев. Еще одна особенность состоит в том, что согласно законодательству закрытые ПИФы создаются на срок от одного года до 15 лет, но по решению собрания пайщиков фонд может продолжить свою деятельность. При этом деньги выплачиваются пайщикам только после прекращения деятельности фонда, что обеспечивает его устойчивость, хотя «выход» из фонда до прекращения его деятельности возможен, например, путем погашения паев в случае голосования против решений, принятых общим собранием пайщиков, или реализации паев на вторичном рынке (21, с. 34).

Однако далеко не все желающие могут приобрести паи закрытого ПИФа. По закону УК при формировании закрытого ПИФа должна предложить паи неограниченному количеству инвесторов. Однако на практике количество будущих участников фонда известно заранее. Дата начала его формирования обычно не афишируется, а «входной билет», как правило, настолько дорог, что путь в фонд заведомо закрыт даже для крупных сторонних инвесторов. Например, стоимость такого билета в закрытый ПИФ акций «Инвестиционный» под управлением УК «Интерфин Капитал» составляет 4 млрд. руб. (11, с. 38). Однако уже сегодня очевиден рост интереса УК к розничному рынку инвестиционных ресурсов. Если в 2003 г. лишь в трех закрытых фондах величина пая составляла менее 1 млн. руб., то в 2004 г. таких ПИФов было уже шесть (11, с. 38).

По данным НЛУ, на 1 декабря 2004 г. из 232 работающих ПИФов 147 являются открытыми, 50 интервальными и 36

закрытыми. При этом доля закрытых фондов по показателю СЧА с начала года снизилась с 68,3 до 65,0%, доля открытых фондов несколько возросла — с 10,3 до 12,9%, а доля интервальных увеличилась с 21,6 до 22,1% (16; 19). Таким образом, постепенно доля частных инвесторов на рынке растет, хотя институциональные инвесторы по-прежнему остаются основными игроками на рынке.

Классификация ПИФов по видам инвестируемых активов. Для лучшей защиты интересов пайщиков законодатель требует от УК четко указывать вид фонда в зависимости от основных направлений инвестирования. ПИФы подразделяются на: смешанные, фонды акций, облигаций, недвижимости, венчурных инвестиций, индексные, фонды денежного рынка и фонды фондов.

На 1 декабря 2004 г. доля *фондов смешанных инвестиций* составляла 41,4% всех работающих ПИФов, фондов акций — 28,4, фондов облигаций — 16,4, фондов недвижимости — 9,48, фондов венчурных инвестиций — 1,29, индексных фондов — 1,72, фондов денежного рынка — 0,43, фондов фондов — 0,86%. Структура рынка ПИФов (по показателю СЧА) имела следующий вид: фонды смешанных инвестиций — 9,3%, фонды акций — 78,8, фонды облигаций — 3,2, фонды недвижимости — 6,19, прочие — 2,6% (рассчитано по 16). Таким образом, с начала года по мере замедления роста рынка акций в стране и повышения уровня волатильности и соответственно рисков доля ПИФов акций в совокупной СЧА снизилась с 86,3 до 78,8%, а доля ПИФов смешанных инвестиций несколько возросла (19).

Показателем работы ПИФа является коэффициент доходность/риск, представляющий собой отношение среднемесячной доходности фонда за период к волатильности фонда (т.е. к среднеквадратичному отклонению стоимости пая фонда) за тот же период. Наименее рискованными являются *фонды денежного рынка* и *фонды облигаций*. Они инвестируют в минимально доходные инструменты, основными из которых являются облигации. Фонды смешанных инвестиций вкладывают средства и в облигации, и в акции, поэтому занимают промежуточное место по доходности и риску между фондами облигаций и фондами акций. Фонды акций наиболее рискованны и при этом потенциально значительно более доходны, чем фонды облигаций и смешанные фонды.

Исследования, проведенные в 2002 г., показали существенный разброс данных по доходности фондов, находящихся в одной и той же группе. Например, открытые фонды смешанных инвестиций показывали доходность от 16 до 44% годовых, открытые фонды акций — от 4 до 59, а интервальные фонды акций от 8 до 52% годовых (20). В табл. 2 представлена средняя доходность различных категорий ПИФов в 2002 г.

Таблица 2 (20)

Результаты ПИФов в 2002 г. по категориям

Категория (число фондов*)	Средний прирост стоимости пая в 2002 г., %
Открытые фонды облигаций (7)	23,56
Открытые фонды смешанных инвестиций (10)	26,36
Открытые фонды акций (11)	28,98
Интервальные фонды облигаций (1)	21,88
Интервальные фонды смешанных инвестиций (11)	29,57
Интервальные фонды акций (10)	27,4

* Без учета фондов, зарегистрированных в 2002 г.

В последующие годы средние показатели доходности различных видов фондов, конечно, будут отличаться от приведенных выше. Так, в отличие от ситуации последних лет в первом полугодии 2004 г. на фондовом рынке сложилась менее благоприятная конъюнктура для рынка коллективного инвестирования. По итогам первого полугодия, несмотря на рост на 33,17% в первом квартале, индекс РТС практически не изменился по сравнению с началом года (+3,06%) и 30 июня закрылся на отметке 584,64. При этом рынок характеризовался высоким уровнем волатильности. Диапазон колебаний в первом полугодии 2004 г. составил 38,05%. Индекс облигаций «RUX-cbonds», который представляет собой индекс полной доходности по корпоративным облигациям, составил на конец первого полугодия 157.04, увеличившись к началу года на 5,41%. В первом квартале индекс вырос на 6,33%.

В сложившихся на фондовом рынке условиях в первом полугодии 2004 г. доходность большинства ПИФов существенно

снизилась по сравнению с предыдущими периодами. Средняя доходность паевых фондов из числа предоставивших информацию о доходности на конец первого полугодия, по данным НЛУ, составила: фондов акций — 9,78%, фондов облигаций — 5,39, смешанных фондов — 7,11% (19).

Тем не менее, несмотря на ухудшение конъюнктуры на фондовом рынке и снижение доходности, в среднем большинство ПИФов показывают более высокую доходность, чем альтернативные финансовые инструменты, например банковские депозиты. Так, среднегодовая ставка по депозитам физических лиц в кредитных организациях (кроме депозитов «до востребования») в 2004 г. составила 10,47%, т.е. 5,23% за полгода. При этом инфляция в первом полугодии 2004 г. составила 6,1% (19).

Доходность ПИФов бывает очень высока, когда растет рынок акций. Например, в первом квартале 2004 г. ПИФы акций показывали очень высокую доходность. Но затем те, кто не продал паи и не зафиксировал прибыль, в течение одного месяца потеряли значительную часть своего дохода. Паи упали в цене вслед за рынком акций. Однако это объясняется не только неопытностью управляющих и аналитиков, не сумевших предусмотреть такой поворот событий и не продавших все акции, чтобы спасти доходы пайщиков, но и законодательным регулированием их деятельности. Согласно «Положению о составе и структуре активов фондов» *ПИФы акций* обязаны 2/3 месяца держать в своих активах акции общей стоимостью более 50% активов. Другими словами, УК не может продать большую часть акций, переведя средства в деньги или облигации, пока рынок акций падает вниз. ПИФы сильно привязаны к рынку акций. А поскольку на рынке акций в России представлено лишь несколько высоколиквидных бумаг, которые оказывают существенное влияние на его индексы, то и ПИФы акций поднимаются и опускаются вслед за индексами РТС или ММВБ.

Хотя на рынке акций спады случаются довольно часто, инвестирование в акции через ПИФы остается одним из самых доходных вложений для частного инвестора. В ПИФ акций надо инвестировать либо на длительный срок (несколько лет), либо самому следить за общей тенденцией на рынке акций (фондовыми индексами), чтобы вовремя продавать паи.

До недавнего времени практически все фонды акций были похожи друг на друга: портфели этих фондов состояли преимущественно из «голубых фишек», представляя целую группу отраслей в одном портфеле. Теперь УК начали предлагать новый продукт — отраслевые паевые фонды. Появились фонды электроэнергетики, телекоммуникаций, металлургии, топливно-энергетического комплекса.

Отраслевые фонды более рискованны, чем фонды, формирующие свои портфели из акций предприятий разных отраслей, так как диверсификация по отраслям приводит к снижению рисков. Но такие фонды потенциально более доходны, если они инвестируют в перспективные отрасли. Например, акции главных электроэнергетических компаний РАО ЕЭС России и ОАО «Мосэнерго» выросли за 2003 г. на 93% (15).

Эксперты неоднозначно оценивают развитие отраслевых ПИФов. Одни отмечают, что появление отраслевых фондов однозначно положительно для фондового рынка, отвечает духу времени. До их создания линейка ПИФов была довольно однообразной. Сейчас инвесторы получили возможность посмотреть, как развиваются отрасли, и заработать на этом, поскольку доходность отраслевых ПИФов значительно превышает среднюю по рынку. Она достигается за счет недооцененных акций второго и третьего эшелона, на которые сейчас нет спроса, с ними совершается мало сделок. Другие скептически относятся к отраслевым ПИФам, считая их конъюнктурным явлением. Сторонники этой точки зрения исходят из того, что на фондовом рынке бывают периоды медленного и планомерного роста, а бывают короткие промежутки, когда происходит бум неликвидных акций. Но ПИФы и пайщики при этом приходят на рынок с опозданием. Пока население несет деньги в ПИФ, пока ПИФ создается, цены на активы уже становятся сверхвысокими, и риск инвестирования неадекватен. Чтобы не только крупные держатели акций, но и простые пайщики могли заработать на отрасли, инвестировать нужно под будущий ажиотаж. Кроме того, вряд ли сейчас можно утверждать, что инвестиции отраслевых ПИФов оказывают реальное воздействие на развитие отраслей. Например, объем активов ПИФа «Металлургия Капитал» составляет 436 млн. руб., т.е. около 15 млн. долл. Такая сумма не может оказать существенное влияние на развитие не только всей

отрасли, но даже одного более или менее крупного металлургического завода (7).

Как показывает анализ публичной отчетности 127 паевых и трех акционерных инвестиционных фондов за 2003 г., средства инвесторов вкладывались в акции и облигации 205 российских эмитентов на общую сумму 67,2 млрд. руб., что составляет более 80% от СЧА рассмотренных фондов.

Лидерами по популярности у УК стали бумаги «Лукойла» (77 фондов), Сбербанка (69 фондов) и «Ростелекома» (65 фондов). Ценные бумаги всего 7 компаний присутствуют в активах не менее чем 50 фондов, 9 эмитентов представляли интерес для УК не менее 40 фондов, 15 — не менее 30.

83,6% всех вложений инвестиционных фондов приходится на ценные бумаги всего десяти эмитентов, половина из которых отличается минимальной доступностью и популярностью среди УК. Ценные бумаги финансовой группы «Капиталь», «Промрегион Холдинга», «Нефтяного Фонда Промышленной Реконструкции и Развития», Новороссийского порта и «Интерурала» присутствуют только в активах закрытых ПИФов (3, с. 56).

Самыми привлекательными отраслями в конце 2003 г. для УК инвестиционных фондов стали топливная промышленность (43,5% корпоративных вложений), финансы и управление (29,2) и электроэнергетика (10,2%). При этом инвестиционные приоритеты УК явно меняются. Падает доля вложений в ценные бумаги предприятий топливно-энергетического комплекса, электро-энергетики и связи. Так, два года назад доля ТЭКа в усредненном портфеле инвестиционных фондов составляла две трети (3, с. 56—57).

Первый фонд денежного рынка — открытый ПИФ «Дмитрий Донской» под управлением пермской компании «Парма Менеджмент» появился в 2003 г. Этот фонд предназначен для инвестиций в такие инструменты, как денежные средства (валюту) — до 100%, государственные облигации — до 50%, корпоративные облигации — до 10% и пр. (15). Однако опыт работы этого фонда оказался неудачным. В ноябре 2004 г. УК «КИТ» начала формирование нового ПИФа денежного рынка. Минимальная сумма инвестиций составляет 1 тыс. руб. (23). Особое место занимает на российском фондовом рынке ПИФ «Садко» под управлением УК «Тройка Диалог», являющийся первым на российском рынке

фондом, предоставляющим возможность инвестирования в валютные инструменты (облигации внутреннего государственного валютного займа и суверенные еврооблигации). Рост пая фонда за 2003 г. составил всего 5% (15).

Индексные фонды также инвестируют в акции, но именно в те и именно в той пропорции, которая соответствует структуре выбранного фондового индекса. Первым индексным фондом, появившимся в России в 2003 г., является интервальный ПИФ «Сводный фондовый индекс ММВБ» под управлением «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент» (доходность 20% за 6 месяцев, по данным оценки на 27 февраля 2004 г.). В его портфель включаются акции, входящие в расчет индекса ММВБ (15). В последующем было создано еще два открытых индексных фонда.

На Западе индексные фонды очень распространены — они показывают доходности на уровне рынка, а расходы на управление таким фондом минимальны, так как управление пассивное. УК в качестве вознаграждения взимает не более 0,5% от стоимости СЧА. Доход пайщиков индексного фонда зависит не от профессионализма управляющих, а от рыночной конъюнктуры. Тем не менее практика показывает, что в один и тот же индекс можно инвестировать с разным успехом: в июле 2004 г. убыток ПИФа «Сводный фондовый индекс ММВБ» составил 7,6%, а открытого ПИФа «Биржевая площадь — Индекс ММВБ» (УК «Банка Москвы») — 5,7%. Сам же индекс ММВБ снизился на 6% (12, с. 53).

В настоящее время самым перспективным направлением развития закрытых ПИФов являются *ПИФы недвижимости*. На 1 декабря 2004 г. в России работало 22 ПИФа недвижимости (16). Традиционно они делятся на рентные и девелоперские. Первые управляют коммерческой недвижимостью и получают регулярные доходы от сдачи площадей в аренду. В этих фондах пайщики имеют возможность получать ежегодный доход — своего рода дивиденды. Девелоперские ПИФы вкладывают средства в строительство новых объектов недвижимости и рассчитывают на получение одномоментного дохода после каждой реализации квартир или зданий (10, с. 37).

Фонды недвижимости создаются на срок не менее 5 лет (создавать фонд на более короткий срок нецелесообразно, поскольку денежные средства должны обернуться несколько раз для повышения эффективности инвестиций), а их активы должны составлять не

менее 10 млн. долл. в силу высокой капиталоемкости операций на рынках недвижимости, небольшой скорости оборачиваемости и необходимости инвестиций в несколько объектов с целью диверсификации. Срок формирования фонда не должен превышать трех месяцев, поэтому УК заранее ищет крупных инвесторов.

Рост стоимости паев ПИФов недвижимости происходит вместе с продвижением инвестиционных проектов, в которые вложены средства. Фактически это выражается в переоценке, производимой независимым оценщиком раз в полгода. Активы для ПИФов подбираются в соответствии с инвестиционной декларацией, так же как и для проектов, финансируемых непосредственно инвесторами, по соотношению риск — доходность. Однако для фондов недвижимости этот акцент смещен в сторону снижения риска, поскольку главная задача коллективных инвестиций — не аккумулировать капитал своих пайщиков, а сохранить его и приумножить.

Для инвесторов участие в фонде недвижимости при удачном выборе объекта вложений может обернуться доходами, сравнимыми с доходами от участия в ПИФе акций. Например, в 2003 г. доходность ПИФа недвижимости под управлением УК «Конкордия эссет менеджмент» составляла 38% годовых, в 2004 г. — 35% годовых (32).

Главным риском участия в фонде, инвестирующем в строительство, является срыв стройки, хотя УК придерживаются различного мнения о значимости этого риска. В УК «Тройка Диалог» работу со строителями считают наиболее рискованным видом вложений в рынок недвижимости и пока предпочитают специализироваться на управлении коммерческой недвижимостью. В «Уралсибе», напротив, считают, что проверка партнеров управляющей компанией сводит риск недостроя к минимуму. Некоторые УК страхуют риски несдачи объекта или банкротства строительной компании (32).

Вложение средств в закрытые ПИФы недвижимости относится к долгосрочным инвестициям, поэтому потенциальными инвесторами закрытых ПИФов являются российские коммерческие банки и инвестиционные компании, испытывающие проблемы с ликвидностью и отсутствием надежных заемщиков и снижением доходности по долговым ценным бумагам; западные фонды и западные инвестиционные группы, до появления закрытых фондов работавшие по суррогатным

и «серым» схемам или через регистрацию российского общества; страховые компании, негосударственные пенсионные фонды и иные институциональные инвесторы, имеющие «длинные» пассивы и отложенные обязательства, для которых важна стабильность инвестиций; крупные промышленные или финансово-промышленные холдинги, планирующие провести реструктуризацию бизнеса или выделение непрофильных активов посредством выведения в закрытый ПИФ объектов недвижимости или ценных бумаг, дающих право на них; физические лица, использующие закрытый ПИФ как хорошую альтернативу долгосрочным банковским депозитам.

Серьезной угрозой для развития рынка ПИФов недвижимости являются пробелы в российском законодательстве: до сих пор законодательно не урегулирован вопрос о регистрации ПИФом прав на недвижимость, существует и неясность с налогообложением.

Проблема оформления прав собственности связана с тем, что ПИФ не является юридическим лицом, а соответствующие нормы закона «Об инвестиционных фондах» до сих пор не детализированы в профильном регистрационном законодательстве. Поэтому случаи государственной регистрации прав на недвижимость, являющуюся частью имущества ПИФа, носят единичный характер (10, с. 42).

Что касается взимания с ПИФов недвижимости НДС и налога на имущество, то, хотя соответствующие нормы в законодательстве просто отсутствуют, налоговые органы в июле 2004 г. сообщили о своей готовности начислять пайщикам фондов налог на имущество. По мнению налоговиков, пайщики должны платить налог несмотря на то, что имущество зарегистрировано на фонд, а они владеют только его ценными бумагами. Пока налоговые органы не представили на этот счет никаких разъяснений. Некоторые ПИФы исходят из того, что фонд не юридическое лицо, а значит, не подпадает под действие Налогового кодекса, другие информируют клиентов о возможных налоговых последствиях (32). В целом УК не против уплаты этих налогов при условии, что налоговые последствия для инвесторов будут не хуже, чем при индивидуальном инвестировании. И хотя сообщество УК готовит поправки в законодательство, говорить о дате их вступления в силу пока преждевременно.

В ноябре 2004 г. ФСФР преподнесла еще один «сюрприз» ПИФам недвижимости, подтвердив, что по-прежнему считает

нарушением приобретение фондами инвестиционных контрактов на строительство — обобщенной формы договоров участия в строительстве, поскольку они не входят в перечень инструментов для инвестирования. Для разрешения этой коллизии создана рабочая группа при НЛУ. Ни УК, ни ФСФР не сомневаются, что она будет разрешена, а инвестиционные контракты будут узаконены. Однако пока ситуация неопределенна, одни компании («Тройка Диалог») не собираются их приобретать, а другие («Брокеркредитсервис») — планируют покупки, как только зарегистрируют соответствующий паевой инвестиционный фонд в ФСФР.

В целом ПИФы недвижимости, создающиеся под специальные проекты для ограниченного круга участников при высокой стоимости паев, пока недоступны широкому кругу частных инвесторов. Попытки УК привлечь массового инвестора с помощью низкого входного порога, вторичного обращения паев, в том числе на бирже, или с использованием обратного выкупа, не дают пока существенных результатов. Кроме того, в середине 2004 г. фактически остановился рост цен на жилье, что осложнило популяризацию ПИФов недвижимости. Хотя рынок ПИФов недвижимости продолжит расти, в ближайшие годы они будут служить полигоном для отработки новых технологий инвестирования в недвижимость.

Венчурные инвестиции — это, как правило, долгосрочные инвестиции в ценные бумаги или предприятия с высокой или относительно высокой степенью риска, в ожидании чрезвычайно высокой прибыли. По оценкам экспертов, одна из основных проблем венчурного инвестирования связана со сложностью адекватной оценки бизнеса и его перспективности (31).

Все *венчурные ПИФы* в России являются закрытыми. Первый венчурный ПИФ — «РН-Развитие» — создан управляющей компанией «РН-Траст» в июне 2003 г. Средства пайщиков этого фонда предполагалось направлять на финансирование разработок месторождений полезных ископаемых и объектов нефтедобычи, нефтепереработки, а также соответствующей инфраструктуры. В 2004 г. было создано еще два венчурных ПИФа.

Хотя венчурные фонды обычно ассоциируются у инвесторов с секторами наиболее рискованных вложений и высоких технологий, первый венчурный фонд, зарегистрированный в Петербурге, — «Невский Кэпитал Партнерс» под управлением УК «КИТ» —

придерживается совершенно иной концепции. Несмотря на присутствие в официальном названии слов «рисковый» и «венчурный», организаторы намерены использовать его как форму для вложений в акции второго и третьего эшелонов. Тип фонда, выбранный исходя из состава планируемых активов, обеспечивает широкую инвестиционную декларацию, включающую значительную долю вложений в ценные бумаги, не обращающиеся на биржевом рынке. Созданный фонд по концепции организаторов является фондом прямых инвестиций, т.е. для выбора активов инвестирования требуется анализ бизнес-планов и оценка предложенных проектов. Приоритетным направлением его инвестиций является участие в уставных капиталах хозяйственных обществ на принципах управленческого партнерства и инвестиционного сотрудничества с целью увеличения стоимости вложений и последующей продажи. Фонд, как предполагается, будет работать по всей России, но основным регионом инвестиций станут Петербург и Ленинградская область. Комментируя концепцию деятельности этого ПИФа, аналитики отмечают, что инвестор должен быть готов к тому, что фонд, в названии которого встречается слово «венчурный», не имеет отношения к рисковому вложению. В России сейчас существует около 40 венчурных фондов и фондов прямых инвестиций (31). СЧА венчурных ПИФов пока невелика: на 1 декабря 2004 г. она составляла 2,2 млрд. руб., т.е. около 2% от общей СЧА ПИФов (16).

Однако само появление таких фондов свидетельствует о наличии нового тренда. Проблема состоит только в формировании цивилизованного рынка проектов, куда УК смогут прийти со своими деньгами и идеями. По оценкам аналитиков, в 3–5-летней перспективе существуют хорошие шансы выхода закрытых ПИФов на рынок венчурного инвестирования и венчурных проектов и привлечения в них частного капитала, который напрямую идет на финансирование развития перспективных компаний, служит катализатором роста реальной экономики (10, с. 38). Приоритетными направлениями вложений венчурных ПИФов в ближайшие годы будут:

1. Телекоммуникации — традиционно популярное среди прямых инвесторов направление, интерес к которому обусловлен устойчивым платежеспособным спросом как на внутреннем, так и на внешнем рынках. К этому сектору относятся инвестиции в проекты

по развитию беспроводной и широкополосной связи, телеканалы и издательства, поисковые и торговые системы в Интернете.

2. Потребительский рынок — инвестиции в производство продуктов питания и напитков, одежды и мебели, развитие розничных торговых сетей, предоставление услуг. Устойчивый спрос на проекты в этой области связан с особенностями послекризисного развития российской экономики и ростом уровней доходов россиян.

3. Биотехнологии — направление, незаслуженно забытое на протяжении 1990-х годов, но активно привлекающее к себе внимание благодаря сохранившемуся научному наследию российских ученых и возрастающей популярности этой темы на международных рынках.

4. Программное обеспечение — российские программисты всегда были сильны и востребованны; в последнее время спрос на их услуги возрастает в связи с изменением ситуации на глобальном рынке программного аутсорсинга (4, с. 56).

Конечно, такие фонды, как и фонды недвижимости, доступны только для самых состоятельных инвесторов.

Одно из основных правил инвестирования — диверсификация активов. Для снижения риска вложений в акции инвестор покупает облигации — инструмент низкодоходный, зато более стабильный. Между тем все большую популярность приобретает диверсификация внутри паевых фондов. Пайщики по всему миру увеличивают вложения в так называемые «составные» фонды, или *фонды фондов*, (ПИФы, покупающие паи других ПИФов) и фонды с несколькими управляющими компаниями (они нанимают несколько управляющих компаний для управления разными частями своего портфеля).

По данным исследования, проведенного бостонской фирмой «Cerulli Associates», общемировой объем активов под управлением «составных» фондов увеличился в 2003 г. на 28% до 678 млрд. долл., а в 2004 г. ожидался рост еще на 14%. В то же время совокупные активы мировых ПИФов выросли в 2003 г. на 13%, а в 2004 г., по прогнозам, — на 8%. Хотя доля «составных» фондов пока остается очень маленькой в общем объеме мировых активов ПИФов, тем не менее, по мнению Б. Филлипса, управляющего директора «Cerulli Associates», тенденция налицо. «Инвесторы все больше хотят иметь кого-то еще (из профессионалов), кто бы выбирал для них фонд. Консультации (по выбору фонда) становятся все более популярны во всем мире. А у «составных» фондов консультация заложена в сам продукт» (8).

Подобная дополнительная услуга повышает расходы пайщиков: комиссионные у «составных» фондов несколько выше, чем у традиционных ПИФов. Тем не менее активы под управлением «Russell Investment Group», крупнейшей мировой компании, в которую входят фонды с несколькими управляющими, с конца 2001 по июнь 2004 г. выросли на 61% — с 68,5 млрд. долл. до 110 млрд. долл. В Европе доли индивидуальных и институциональных пайщиков в СЧА активов фондов «Russell Investment Group» примерно равны, в мире доля институциональных инвесторов несколько больше. И если несколько лет назад фонды с несколькими управляющими казались авантюрами, то сегодня они уже входят в разряд традиционных подходов к инвестициям. Как отмечает управляющий директором отдела продаж институциональным инвесторам «Russell Investment Group» в Лондоне Э. Джексон, уровень ожидаемых доходов на рынках капитала сейчас низок, и люди хотят, чтобы их деньги работали более активно. Пассивные инвестиции сегодня непривлекательны, а грамотно выбрать управляющего непросто. «Составные» фонды не обязательно приносят более высокий доход, чем традиционные ПИФы. По данным фирмы «Morningstar», анализирующей деятельность ПИФов, за последние три года фонды фондов принесли средний доход в 4%, а традиционные фонды — 5,3% (8).

Появляются фонды фондов и в России. В 2004 г. начал работу первый фонд фондов «Паевые фонды России» под управлением «Санкт-Петербургской ЦУК». Его портфель составят паи ряда ПИФов, удовлетворяющих определенным критериям. По словам руководства управляющей компании, на первом этапе это будут паи нескольких открытых фондов с активами более 10 млн. руб., которые работают более года и по большей части успешно. В управляющей компании предполагают, что доходность «Паевых фондов России» будет сопоставима со средней доходностью ПИФов смешанных инвестиций (12, с. 53).

Сравнительные характеристики ОФБУ и ПИФов

Общие фонды банковского управления (ОФБУ) как институт фондового рынка зарождались одновременно с ПИФаами. Документом, регулирующим деятельность ОФБУ, является Инструкция Центрального Банка (ЦБ) № 63 от 2 июля 1997 г.,

которая, основываясь на положениях и статьях ГК РФ, описывает порядок их создания и функционирования. ОФБУ — это фонды доверительного управления, которые создаются банками путем аккумулирования средств многих инвесторов для инвестирования на фондовом рынке. ОФБУ работают по тому же принципу, что и ПИФы. Однако ОФБУ является банковским продуктом, поскольку фондом управляет не УК, как в случае с ПИФами, а банк. Так же как и ПИФ, ОФБУ не является юридическим лицом. Банк аккумулирует средства инвесторов, объединяет их в один общий фонд, и в дальнейшем управляет фондом на финансовом рынке. Учреждать ОФБУ могут только «финансово стабильные банки», относящиеся к первой категории по финансовому состоянию и имеющие капитал не менее 100 млн. руб. Банк может учредить несколько фондов в зависимости от стратегий управления.

По идее создателей, ОФБУ должны были дублировать ПИФы, находясь под контролем Центробанка. Таким образом, каждый из конфликтовавших в тот момент регуляторов финансового рынка занимался решением задачи формирования отрасли коллективных инвестиций, борясь за временно свободные средства потенциальных инвесторов. Первый этап в споре закончился победой ПИФов. Банковский кризис 1998 г., внесший заметные потери в ряды российских банков, отодвинул развитие ОФБУ на второй план.

Сегодня разворачивается второй раунд соперничества ПИФов и ОФБУ. На начало 2004 г. в России действовало немногим более 20 ОФБУ, что примерно в пять раз меньше, чем ПИФов (30). Банки предлагают своим клиентам участие в ОФБУ скорее как альтернативу вкладу, и главным козырем здесь становится доходность. Однако доходность ОФБУ переменчива и в отличие от доходов по банковским вкладам не гарантируется. Известны случаи, когда доходность ОФБУ достигала 80% годовых, притом что месяцем ранее фиксировалась на отрицательном уровне (26, с. 64).

Существенное различие для инвестора между ПИФами и ОФБУ состоит в разной степени свободы в доверительном управлении средствами пайщиков. Деятельность ПИФов регулируется большим количеством постановлений ФКЦБ, а ОФБУ — лишь одним постановлением Центробанка. ПИФы жестко контролируются внешними организациями (особенно специализированным депозитарием) и обязаны четко придерживаться состава и структуры активов в

соответствии с требованиями ФКЦБ, тогда как возможности ОФБУ в инвестировании активов гораздо шире. Они могут вкладывать средства инвесторов не только в российские, но и в иностранные ценные бумаги, в частности в векселя, чего практически не могут делать ПИФы, валюту и драгоценные металлы; возможно также совершение операций на срочном рынке с фьючерсами и опционами, которые приносят наивысший доход или хеджируют от рисков. Торговый портфель ОФБУ может состоять только из денежных средств в любой промежуток времени, тогда как для ПИФов обязательно включение в портфель ценных бумаг. Возможность играть на «коротких» позициях дает ОФБУ шанс заработать в условиях «падающего рынка», что является ощутимым плюсом для их участников. В целом в рамках работы ОФБУ гораздо легче и удобнее предлагать клиентам варианты инвестиционной декларации и учитывать их предпочтения. Кроме того, кредитные организации, имеющие лицензию на работу с драгоценными металлами, могут создавать фонды драгоценных металлов, хотя это сопряжено с многочисленными трудностями, в том числе с отсутствием в стране монетарного золота, при наличии только товарного, облагаемого НДС.

Наиболее объективно работу ОФБУ характеризует такой показатель, как переоценка пая, показывающий, на сколько выросла стоимость активов, приходящаяся на долю конкретного вкладчика. В конечном счете доход формируется по классическому принципу: купил пай подешевле, продал подороже. Однако ОФБУ могут делать и промежуточные выплаты. Так, вкладчикам фонда «Консервативный» под управлением «Газпромбанка» доход выплачивается два раза в год. При этом они могут реинвестировать эти средства полностью или частично. Но и вывести активы из управления можно в строго определенные периоды дважды в год. Большинство других ОФБУ допускают полное или частичное изъятие средств в любое время. Но ни один управляющий банк не может гарантировать, что участник ОФБУ вернет себе не меньше, чем вложил (26, с. 64–65). Налоговые преимущества, которыми обладают пайщики ПИФов, на вложения в ОФБУ не распространяются.

Однако либеральные условия управления ОФБУ не означают, что банк может делать все, что захочет, с деньгами инвесторов. Операции со средствами, вложенными в ОФБУ, осуществляются в строгом соответствии с принятой банком инвестиционной

декларацией, которая должна содержать информацию о доле каждого вида имущества, доле каждого вида ценных бумаг (акций, облигаций, векселей и т.д.), входящих в портфель инвестиций ОФБУ; доле средств, размещаемых в валютные ценности; об отраслевой диверсификации вложений (по видам отраслей — эмитентов ценных бумаг). ОФБУ не может вкладывать более 15% своих активов в ценные бумаги одного эмитента. Банк не может выдавать кредиты (займы) за счет имущества, находящегося в доверительном управлении, как это происходит с обычными вкладами в банке. Важное различие между ОФБУ и ПИФаами состоит также в том, что паи ПИФа можно покупать только за рубли, а в ОФБУ инвестор может вкладывать все, во что позволяет инвестировать декларация фонда, — доллары, евро, ценные бумаги, драгоценные металлы.

При вложении средств в ОФБУ между управляющим (банком) и учредителем управления (инвестором) заключается договор доверительного управления на срок не менее одного года. Доверительный управляющий обязан выдать на сумму внесенного имущества сертификат долевого участия, свидетельствующий о факте передачи имущества в доверительное управление. В сертификате указывается размер доли учредителя в составе ОФБУ. Сертификат долевого участия не является ценной бумагой и не может быть предметом договоров купли-продажи, это своего рода расписка. Минимальные суммы вложений в ОФБУ, как и у ПИФов, — от 1 тыс. до сотен тысяч рублей в зависимости от того, на кого рассчитан фонд, — частных инвесторов или юридических лиц. Доход управляющего банка формируется за счет комиссионного вознаграждения, которое рассчитывается от СЧА в течение финансового года (как правило, в пределах 1,5–3%). Кроме того, часто банки оставляют за собой премию в размере 10–20% от прироста СЧА, т.е. клиенты платят банку пропорционально своей доле в ОФБУ и полученному доходу (26, с. 66).

Паи ПИФов могут 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 паев не допускается.

Сравнительные характеристики ПИФов и ОФБУ представлены в табл. 3.

Таблица 3 (22, 30)

Сравнительные характеристики ПИФов и ОФБУ

Параметр	ПИФ	ОФБУ
1	2	3
Регулирующий государственный орган	ФСФР	ЦБ
Управляющий	Управляющая компания	Банк
Организационно-правовая форма	Не является юридическим лицом	Не является юридическим лицом
Законодательство	Базовый закон об инвестиционных фондах, множество нормативных актов	Инструкция № 63 ЦБ
Кто может учреждать	Только некредитные коммерческие организации	Только кредитные организации
Основной документ	Правила фонда	Общие условия и инвестиционная декларация фонда
Контроль за деятельностью	ФСФР, специализированный депозитарий, специализированный регистратор, аудитор	Только ЦБ
Информационная прозрачность	Открыты, информация доступна и раскрывается полностью	Менее «прозрачны», чем ПИФы
Тип собственности при вложениях в фонд	Клиент приобретает ценную бумагу — пай фонда	Клиент получает сертификат долевого участия — документ, свидетельствующий о факте передачи имущества в доверительное управление и размере доли в составе ОФБУ. Сертификат долевого участия не является имуществом и не может быть предметом договоров купли-продажи и иных сделок

Продолжение табл. 3

1	2	3
Объекты инвестирования	Ограничены, в соответствии с постановлениями ФКЦБ для каждого типа и вида фонда	Практически не ограничены
Выплата периодического дохода	Возможна только в закрытых ПИФах	Возможна
Гарантия доходности и сохранности капитала	Нет	Нет
Имущество, передаваемое в доверительное управление	Рубли	Рубли, иностранная валюта, ценные бумаги, драгметаллы и пр.
Взимание налогов с физических лиц	Только при погашении паев, если владение паем превышает три года	При погашении доли или по окончании налогового периода (год)

По оценкам специалистов, ПИФы и ОФБУ не столько подменяют, сколько дополняют друг друга, позволяя диверсифицировать инвестиции даже людям, далеким от фондового рынка (26, с. 66).

Перспективы коллективных инвестиций

По мнению ведущих российских экономистов и аналитиков, отрасль коллективных инвестиций в России, особенно ПИФы, являющиеся сегодня самым популярным и низкорискованным инструментом для частных вложений на фондовом рынке, в принципе обладает колоссальным потенциалом в плане роста числа пайщиков, размера аккумулируемых средств, расширения выбора инструментов для различных групп инвесторов. Основой этого роста является недооцененность российских акций относительно акций других развивающихся стран; рост доходов населения и постепенное формирование среднего класса, представители которого имеют возможность инвестировать свободные средства на длительный срок. Положительное влияние на развитие индустрии ПИФов будет оказывать совершенствование инфраструктуры и инструментов финансового рынка, процесс укрупнения фондов, наметившаяся тенденция к снижению концентрации в отрасли, обеспечивающая более высокий уровень конкуренции. По данным НАУФОР, более

крупные фонды в среднем показывают лучшие результаты, чем мелкие (25, с. 67),

По экспертным оценкам, существенной для населения считается услуга, которой пользуется 1% экономически активного населения. Таким образом, в России с ее 71 млн. человек активного населения насчитывается 700 тыс. потенциальных «сознательных» пайщиков. Поэтому в ближайшей перспективе российские ПИФы будут ориентироваться на привлечение ресурсов внутри страны, и прежде всего, на частных инвесторов. При благоприятном развитии экономической ситуации и сохранении средних темпов прироста числа пайщиков ПИФов в 20% в квартал эта планка может быть достигнута в 2008 г. (14).

Однако существует ряд факторов, сдерживающих развитие отрасли. Прежде всего это неясность и непредсказуемость политических и экономических решений властей. Как признает руководитель Экспертного управления президента России А. Дворкович, «финансовые аналитики не могут предсказать действия государства в отношении экономических субъектов». «Понять логику, которой следуют государственные структуры в своих решениях, — комментирует газета “Известия”, — зачастую бывает очень сложно. И обжигаются при выстраивании своей стратегии как раз те экономические субъекты, которые строят свои расчеты на уверенности, что обещания чиновников можно верить, — как это было в 1998 году» (1, с. 12).

Кроме того, в России в конце 2004 г. наметилось снижение темпов экономического роста. В качестве причин российские экономисты (С. Глазьев, С. Литовченко, М. Деягин, Е. Гавриленов и др.) называют некоторую неясность экономической политики, всеобщую осторожность, отток капитала, банковский кризис, неблагоприятный деловой климат, отсутствие мер по повышению инвестиционной активности внутри страны, нищете населения и т.д. По их мнению, правительство так и не смогло создать условия для инвестиций в экономику России (2, с. 4). Аналитики рынка ПИФов прямо указывают на незаинтересованность государства, не создающего стимулы для инвестирования, в частных инвесторах. Наоборот, ситуация для них становится менее благоприятной (пайщики ПИФов лишились имущественного налогового вычета, делаются попытки обложить подоходным налогом обмен паев и т.д.)

(14). Поскольку, как показывает история работы ПИФов, отрасль подвержена сильному влиянию политических и экономических факторов, в ближайшей перспективе возможно замедление темпов ее роста.

Но даже при самом благоприятном развитии политической и экономической ситуации в России ПИФам для успешного развития необходимо решить целый ряд проблем маркетингового характера.

Хотя ПИФы больше известны, чем ОФБУ, их популярность среди населения невысока. По оценкам социологов, в общественном сознании ПИФы устойчиво ассоциируются с чем угодно, но только не с институтом, призванным помочь людям в приумножении богатства. Основная масса населения, считает М. Чекулаев, просто не знает, что такое ПИФы и УК, и значительная часть потенциальных пайщиков опасается возможного обмана (29, с. 19).

Сейчас очень многие УК, привлекая пайщиков, делают акцент на доходность. Но этот показатель в краткосрочном плане при волатильности российского рынка не может служить надежным ориентиром. В 2003 г. доходность составляла 60–110%, а в 2004 г. в некоторых фондах по состоянию на июль в годовом выражении – всего 4%. В какие-то периоды доходность может быть и отрицательной. Большие цифры – это наиболее выигрышный аргумент, но, привлекая пайщиков большими цифрами сегодня, УК оттолкнут их в долгосрочной перспективе, они поиграют и уйдут. О неискренности пайщиков свидетельствует тот факт, что клиенты ПИФов в основной массе продают дешево, а покупают дорого. Так, в апреле – июне 2004 г., когда фондовый рынок буквально «сыпался», клиенты продолжали нести деньги в ПИФы, о чем свидетельствует рост СЧА. А в августе – октябре того же года, когда стоимость паев росла, они свои паи продавали (25, с. 67). Для формирования устойчивой и сознательной клиентуры УК должны вести активную разъяснительную работу среди населения, объясняя потенциальным инвесторам принципы деятельности ПИФов, необходимость долгосрочных вложений. Параллельно УК необходимо повышать качество управления активами, в частности за счет контроля за рыночными рисками, а также сокращать издержки управления.

Список литературы

1. Аналитиков попросили молчать // Известия. — М., 2004. — 9 дек. — № 230. — С. 12.
2. «Всеобщее торможение» // Известия. — М., 2004. — 7 дек. — № 228. — С. 4.
3. Гавинский Д. Корпоративные бумаги в портфелях инвестиционных фондов // Финанс. — М., 2004. — № 25. — С. 56–57.
4. Евдокимов Е., Антонова Е. Венчурный бизнес России в 2003–2004 гг. // Рынок цен. бумаг. — М., 2004. — № 18. — С. 54–56.
5. Игнатьева Д.А. Паевые инвестиционные фонды на рынке трастовых услуг // Финансы и кредит. — М., 2003. — № 21. — С. 2–6.
6. Из личного опыта. — <http://com.sibpress.ru/188/188-46-46-20.html>.
7. Как вы оцениваете перспективы отраслевых фондов? — <http://www.nlu.ru/library/list/detail/index.php?ID=7293>.
8. Колиан С. Фонды фондов набирают популярность // Ведомости. — М., 2004. — 27 авг. — № 154 (1194). — <http://www.vedomosti.ru/newspaper/articles.html?2004/08/27/80112>.
9. Коллективные инвестиции в российской экономике. — <http://respublikaidei.ru/article/html/article1009.html>.
10. Кузин А. Зачем закрываются ПИФы // Финанс. — М., 2004. — № 41. — С. 36–42.
11. Кузин А. Инвесторы ПИФов богатеют // Финанс. — М., 2004. — № 38. — С. 14–16.
12. Кузин А. ПИФы в июле: лето «красное» в разгаре // Финанс. — М., 2004. — № 29. — С. 52–53.
13. Кузин А. Срок для пайщика: Три года строгого режима // Финанс. — М., 2004. — № 7. — С. 64–65.
14. Максим Капитан: «Mutual Funds: Investing in Russia's Future». Дождемся ли? — <http://www.nlu.ru/library/list/detail/index.php?ID=9035>.
15. Новые разновидности паевых фондов. — <http://www.stockportal.ru/second/14/newpif>.
16. Основная статистика по паевым фондам. — <http://www.nlu.ru/analysis/index.php>.
17. Паевые инвестиционные фонды в России. — www.yourmoney.ru.
18. Паевые инвестиционные фонды: Путеводитель по российскому рынку капитала / Сост. Арсеньев В. — М.: Альбина Паблишер, 2001. — 158 с.
19. Развитие рынка коллективных инвестиций в России в I полугодии 2004 г. — <http://www.ress.ru/vest/v7/vestnik136.htm>.
20. Самсонов В. Формы и виды ПИФов. Какой фонд выбрать? — <http://www.stockportal.ru/second/14/651>.
21. Сачин Д. Закрытые фонды — новые горизонты для инвестиций в недвижимость // Рынок цен. бумаг. — М., 2004. — № 3. — С. 34–35.

22. Сачин Д. ПИФы и ОФБУ: Сравнительный анализ, возможности. — <http://www.stockportal.ru/second/ofbu/pifofbu>.
23. События октября // Финанс. — М., 2004. — № 42. — С. 70.
24. Состоялись первые биржевые торги паями инвестиционного фонда под управлением «ЗАО РЕГИОН Эссет менеджмент». — http://dipositary.regnm.ru/page.php/rus/Ast_New_33?pub-id=75.
25. Средняя температура ПИФов // Финанс. — М., 2004. — № 46. — С. 67.
26. Федоров А. ОФБУ: Не вклад, но в банке, не ПИФ, но фонд // Финанс. — М., 2004. — № 39. — С. 64–66.
27. Филатов А.А. Финансовый механизм коллективных инвестиций. — М.: Из-во Междунар. ун-та, 2000. — 275 с.
28. Чекулаев М. Иллюзия роста, или правда о паевых инвестиционных фондах // Банк. обозрение. — М., 2003. — Июнь. — С. 26.
29. Чекулаев М. Кому доверить свои деньги // Банк. обозрение. — М., 2003. — Июнь. — С. 18–23.
30. Что такое ОФБУ? — <http://www.stockportal.ru/second/ofbu/whatofbu>.
31. Шевцова С. Венчурный фонд работает без особого риска // Деловой Петербург. — СПб., 2004. — 24 августа. — http://www.3i.ru/print.asp?ob_no=1751.
32. Широков А. Коллективная квартира // Коммерсантъ-Дом. — М., 2004. — 2 дек. — <http://www.nlu.ru/library/list//detail/index.php?ID=9131>.