

*Ю. Б. Ильина, Е. И. Романюк*

**ОСОБЕННОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ И ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ  
УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЯМИ  
РОССИЙСКИХ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ  
(на примере ПИФов под управлением ЗАО  
«Управляющая компания АВК „Дворцовая площадь“»)**

В статье рассматриваются особенности инвестиционной деятельности российских паевых инвестиционных фондов: типы фондов, стратегии инвестирования, результаты работы. Анализируется деятельность фондов акций, фондов облигаций и смешанных фондов на примере ПИФов под управлением «Управляющей компании АВК „Дворцовая площадь“». Используется методика оценки эффективности управления, основанная на соотношении риска и доходности по модели У. Шарпа. Сделаны выводы относительно возможности применения данной методики для анализа деятельности паевых фондов.

**ВВЕДЕНИЕ**

Ключевыми функциями финансового рынка являются создание и обеспечение функционирования механизмов перелива капитала, распределения финансовых ресурсов между основными экономическими субъектами: населением, предприятиями, государством. От того, насколько эффективно действуют эти механизмы, зависят состояние и уровень развития и финансового рынка, и экономики в целом. Практика рынка выработала два основных способа перераспределения финансовых активов: через механизм косвенного финансирования с использованием услуг финансовых институтов (посредников) и через рынок ценных бумаг, обеспечивающий прямое взаимодействие между эмитентами и инвесторами (поставщиками капитала).

Одним из основных институтов финансового рынка России, относящимся к одной из групп финансовых посредников — инвестиционным институтам, — являются паевые инвестиционные фонды (ПИФы). Это институты коллективного инвестирования наряду с акционерными инвестиционными фондами, негосударственными пенсионными фондами,

страховыми компаниями и кредитными союзами. Развитие системы коллективных инвесторов как посредников между частными лицами — инвесторами — и предприятиями и государством — эмитентами ценных бумаг — необходимо для мобилизации внутренних инвестиционных ресурсов в экономике.

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) — это имущественный комплекс, состоящий из средств инвесторов, аккумулированных в единый пул, переданный в доверительное управление управляющей компании, являющейся профессиональным участником фондового рынка, с целью их прибыльного вложения.

Во многих странах паевые фонды активно используются профессиональными и непрофессиональными инвесторами как инструмент вложения свободных денежных средств в ценные бумаги. И в России эти институты становятся финансовыми посредниками, которым население — значительный слой потенциальных инвесторов — доверяет свои сбережения с целью сохранения капитала и получения дохода. Сегодня инвестиционные фонды выполняют также функцию «информационного посредничества». Существование информационной асимметрии на финансовых рынках приводит к тому, что информация неравным образом распределяется между участниками рынка и потенциальные инвесторы обращаются к профессионалам, которые способны взять на себя функцию оценки инвестиционных рисков и, как следствие, выбора инвестиционных инструментов для инвестора.<sup>1</sup> Рынок становится все более сложным, насыщенным разнообразными инструментами и формами инвестирования, и индивидуальные сбережения становятся все более рискованными.

Российские ПИФы являются аналогом зарубежных взаимных фондов (mutual funds), которые появились еще в 1920-х гг., однако большинство инвесторов обратили на них внимание только в конце 1970-х — начале 1980-х гг., когда начался бурный рост индустрии коллективного инвестирования (табл. 1). Сегодня совокупные активы этой отрасли составляют немногим менее 12 трлн долл., а общее число фондов в мире достигает почти 50 тыс. [Чекулаев, 2003].

---

<sup>1</sup> В последнее время в связи с корпоративными скандалами в США, участившимися случаями манипулирования на финансовых рынках происходит дискредитация роли финансовых посредников, предоставляющих аналитические и консультационные услуги. Из институтов, призванных снижать инвестиционные риски, финансовые посредники превращаются в институты, увеличивающие риски инвестирования в финансовые инструменты. Но, на наш взгляд, эта характеристика в наименьшей степени относится к паевым инвестиционным фондам.

Таблица 1

**Рост числа и размера совокупных активов взаимных фондов в США**

Период	1924 г.	Конец 1950-х гг.	Конец 1960-х гг.	Конец 1970-х гг.	Конец 1980-х гг.	Конец 1990-х гг.
Число фондов	1	155	269	524	2917	8000
Активы (млрд долл.)	0,0004	15,8	48,3	94,5	982	6800

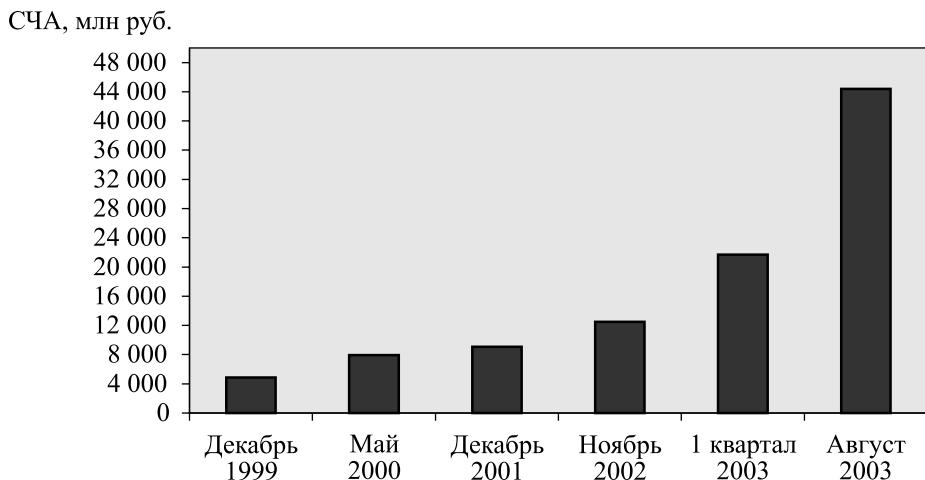
Источник: [Трегуб, 2003].

К концу XX в. взаимные фонды являлись наиболее динамично развивающимся институтом финансового рынка. Это обусловливалось прежде всего расширением инвестиционной активности частных лиц, вызванной общим ростом благосостояния людей, появлением новых видов финансовых активов, а также изменениями всей финансовой инфраструктуры, включая облегчение доступа широких слоев инвесторов к инструментам финансового рынка, повышение прозрачности (открытости) рынка.

В современной России данная отрасль инвестирования росла достаточно быстрыми темпами. К концу 1997 г. (первый полный год функционирования российских ПИФов) совокупные чистые активы<sup>2</sup> фондов составили 248 млн деноминированных рублей, а уже через два года их размер был 4,88 млрд руб. Пройдя тернистый путь становления и развития, к концу 2002 г. отрасль выпрямилась, встав в полный рост и набирая активы баснословными темпами. В августе 2002 г. совокупная стоимость чистых активов (СЧА) фондов составила 10,9 млрд руб., в ноябре — уже 12,5 млрд, к концу 1 квартала 2003 г. размер активов фондов был 21,67 млрд руб., в мае — 27,33 млрд, а к середине августа — 44,4 млрд руб. (рис. 1). Таким образом, стоимость совокупных чистых активов российских ПИФов за последний год выросла в четыре раза [Капитан, Перцев, Савицкий, 2000; Капитан, 2002]. Эта сумма, хотя и значительна в масштабах российского финансового рынка, безусловно, теряется на фоне огромных суммарных активов американских взаимных фондов, равно как и число российских паевых инвестиционных фондов (менее 100) значительно отстает от США.

Число паевых фондов в России планомерно росло. В октябре 1997 г. функционировали 16 фондов, а к августу 2002 г. их число выросло до 57. В течение последнего года фонды вырастали как грибы, и к концу 1-го квартала 2003 г. реально работали около 75 фондов. К августу 2003 г. было зарегистрировано порядка 100 паевых фондов.

<sup>2</sup> Стоимость чистых активов — это разница между стоимостью активов и пассивов фонда.



*Рис. 1. Динамика совокупной стоимости чистых активов (СЧА) российских ПИФов, 1999–2003 гг.*

Основным финансовым инструментом, свидетельствующим о праве собственности пайщика на долю в капитале фонда, является инвестиционный пай, который по новому законодательству об инвестиционных фондах признается именной ценной бумагой. Отрадно, что паи российских фондов законодательно допущены к вторичному обращению [Об инвестиционных фондах, 2001, ст. 14], а в 2002 г. допущены к биржевой торговле на основных торговых площадках. Возможно, вскоре они смогут составить реальную конкуренцию финансовым инструментам, биржевая торговля которыми существует много лет. Это станет реальностью при должном внимании со стороны как профессиональных участников рынка, так и регулирующих органов.

Инвестиционный пай — новый вид ценной бумаги на рынке ценных бумаг России и не имеет привычных видов дохода, присущих остальным ценным бумагам, т. е. процентов или дивидендов. Доход владельцев определяется динамикой роста стоимости пая.

#### **ПРЕИМУЩЕСТВА ПИФОВ**

Помимо вложений средств в паи инвестиционных фондов, существуют альтернативные формы инвестирования сбережений:

- ◆ на валютном рынке — вложения в иностранную валюту;
- ◆ на кредитном рынке — различные виды банковских вкладов;
- ◆ на фондовом рынке:
  - 1) самостоятельное инвестирование в ценные бумаги (акции, облигации, государственные долговые обязательства, векселя);

- 2) передача денежных средств (инвестиционного портфеля) в доверительное управление профессиональным участникам фондового рынка.

Вложения в иностранную валюту, бывшие популярным способом хранения сбережений населения в России на протяжении значительного периода в 1990-х гг., являются омертвленным инвестиционным ресурсом. По различным оценкам, вне банковского оборота в России находится от 60 до 200 млрд наличных долларов США [Расков, 2003, с. 14]. Хотя это и является способом вложения свободных рублевых средств на одном из активно работающих сегментов финансового рынка, такой способ вообще не должен служить целям размещения сбережений для их сохранения и приумножения, составляя конкуренцию другим объектам инвестирования, поскольку не приводит к развитию инвестиционных процессов в экономике. Вложения в валюту являются лишь способом регулирования краткосрочной ликвидности, инструментом снижения валютных рисков для компаний, краткосрочных финансовых операций профессиональных участников рынка. Необходимо добиваться повышения эффективности других форм инвестирования, для того чтобы такой способ сбережений стал неконкурентоспособным. Сравнение данного способа вложений средств с инвестициями в паи инвестиционных фондов, активно участвующие в инвестиционном процессе, представляется некорректным.

Что касается альтернативного инвестиционным фондам самостоятельного вложения в финансовые активы, доверительного управления портфелем, а также размещения денежных средств в коммерческих банках, то ПИФы имеют перед каждым из них определенные преимущества, в совокупности формирующие достаточные аргументы в пользу выбора данного способа вложения капитала.

1. *Профессиональное управление активами*, составляющими крупный диверсифицированный инвестиционный портфель. Самостоятельные операции на финансовых рынках зачастую недоступны для частных инвесторов по причинам недостаточности профессиональных знаний, материальных и временных затрат на формирование инвестиционного портфеля с необходимыми характеристиками риска и доходности. Доверительное управление отдельными инвестиционными портфелями также еще не стало распространенным методом инвестирования, поскольку только при высоком уровне развития финансового рынка население решится доверять свои деньги доверительным управляющим. Несмотря на то что фонд также находится под управлением профессионального участника рынка ценных бумаг, такая форма инвестирования заслуживает большего доверия, поскольку фонд аккумулирует средства многих

вкладчиков, и инвесторы психологически больше доверяют крупному институту.

2. *Рынок паевых фондов информационно прозрачен.* Информация об активах фонда, стоимости паев и динамике их роста, количестве пайщиков является открытой. Инвестор, приобретающий пай фонда, может ознакомиться с инвестиционной декларацией. Специфика деятельности ПИФов состоит в том, что деятельность по управлению активами (управляющая компания) отделена от деятельности по их хранению (специализированный депозитарий), что позволяет осуществлять перекрестный контроль за деятельностью по управлению активами [Петрова, 2001, с. 65].

3. На протяжении последних лет большинство ПИФов демонстрируют *прирост стоимости пая*.<sup>3</sup> Например, среднемесячная доходность пая в 2002 г. составляла: открытого ПИФ «Пионер Первый» — 5,3%, «Партнерство» — 3,1%, «Солид-Инвест» — 3,3% [Капитан, 2002]. Доходность вложений в паевой фонд, выраженная в приросте стоимости инвестиционного пая, в среднем выше, чем по вкладам в коммерческие банки. Например, в первом квартале 2003 г. рублевые и долларовые вклады в банках не покрывали даже инфляции, составившей за три месяца около 5%. Банковские депозиты рассматриваются как менее рисковые активы, чем инвестиции в ценные бумаги, в том числе опосредованные через ПИФы, поэтому по таким вложениям доходность традиционно значительно ниже. А вложения в российские акции и облигации зачастую выше доходности паев (например, за тот же период в 2003 г. доходность вложений в акции «Мосэнерго», «Саратовэнерго» составила соответственно 58,7% и 54,7%, хотя акции «Сургутнефтегаза» и «ЛУКОЙЛа» за три месяца подешевели на 15% и 12% соответственно [Коваль, 2003б]). Однако и риск инвестирования в ценные бумаги отдельных эмитентов высок. В первом полугодии 2003 г. наблюдался бум на рынке акций и облигаций, сопровождавшийся и повышением доходности вложений в паи ПИФов, обусловивший, в частности, значительный рост числа фондов и совокупной стоимости чистых активов. Даже многие фонды, инвестирующие в основном в облигации (консервативное инвестирование), демонстрировали среднюю доходность пая: в апреле — 3,43%, в феврале — 4,56% за месяц; фонды акций показали среднюю месячную доходность: в апреле — 11,43%, в мае — 8,55% [Кузин, 2003а; 2003б]. Что касается доверительного управления портфелем инвестиций, то они при высоком уровне риска (неприемлемом для ряда инвесторов) также могут обеспечить высокую доходность (до 40–75% годовых в валюте) [Коваль, 2003а]. В целом рекомендуется инвестировать в ПИФы на срок не менее

---

<sup>3</sup> Стоимость пая — это отношение стоимости чистых активов фонда к количеству паев в обращении.

одного года для получения доходности, удовлетворяющей инвестора при данной степени риска [Выбор фонда].

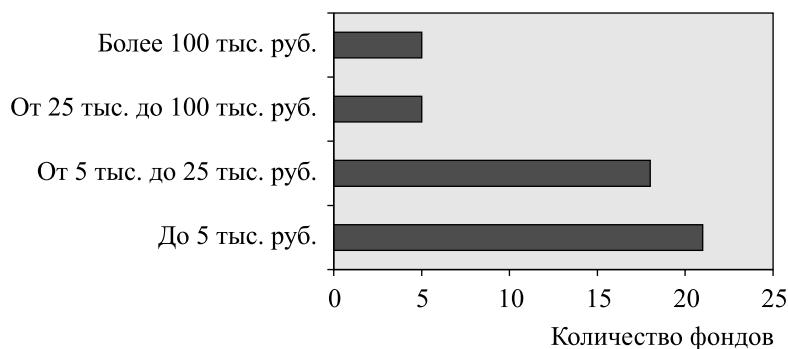
4. При приобретении паев фонда *снижаются трансакционные издержки сделок*. При осуществлении самостоятельного инвестирования в финансовые активы инвесторы должны постоянно платить комиссионное вознаграждение за совершение сделок и налоги на доход от сделки, в то время как при приобретении пая комиссионные не выплачиваются (вознаграждение управляющей компании уже заложено в разницу между ценой выкупа и ценой продажи пая), а налог выплачивается один раз при продаже пая в случае прироста его стоимости.

5. Данные институты решают *проблему небольших вложений*. У частных вкладчиков недостаточно средств для самостоятельного (даже при помощи профессионального доверительного управляющего, брокера) создания достаточно диверсифицированного портфеля для снижения риска инвестирования и получения при этом приемлемой доходности. Объединение же средств многих вкладчиков в пул предоставляет возможность каждому отдельному инвестору владеть инвестиционным портфелем, в который включены ценные бумаги разных эмитентов.

6. По сравнению с вложениями в банки и доверительным управлением портфелем ПИФы обеспечивают *более высокую ликвидность инвестиций*. Инвестор открытого ПИФа имеет возможность в любое время предъявить инвестиционный пай к выкупу управляющей компании фонда или агенту по размещению паев. Банковские депозиты имеют определенные сроки вложений, а доверительное управление инвестициями не предполагает возможности немедленного изъятия средств.

7. *Минимальный порог инвестиций* для вступления в пайщики в большинстве фондов невысок (рис. 2). Например, при доверительном управлении инвестиционным портфелем рекомендуемая профессиональными управляющими минимальная сумма инвестиций составляет от 20 000 («Интерфин трейд») до 250 000 долл. (УК «Тройка Диалог»), что недоступно для большинства рядовых частных инвесторов.

Средние взносы вновь приходящих пайщиков, однако, значительно превышают минимальные пороги инвестирования большинства фондов и составляют, например, в фондах под управлением компаний «НИКойл» более 3000 долл., «Тройки Диалог» — 250 000 руб., «Паллады Эссет Менеджмент» — 100 000–200 000 руб. [Коваль, Мязина, 2003]. По другим оценкам, средние инвестиции частных вкладчиков российских ПИФов составляют 2,5 тыс. долл. [Чекулаев, 2003]. Таким образом, паевые инвестиционные фонды пока еще в целом не повернуты лицом к рядовому частному инвестору, а в определенном смысле занимаются обслуживанием VIP-клиентов.



*Рис. 2. Минимальная сумма инвестирования в российские паевые фонды в 2002 г.*

#### **ОСНОВНЫЕ ТИПЫ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ И ИХ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ СТРАТЕГИИ**

Многие ПИФы ставят целью инвестиционной деятельности получение приемлемой доходности при относительно низком уровне риска. Непринятие высокого риска связано прежде всего с тем, что основными вкладчиками фондов являются частные инвесторы и институциональные инвесторы, вкладывающие средства частных лиц (например, пенсионные фонды). Очевидно, что основное внимание должно уделяться эффективному формированию и управлению инвестиционным портфелем фонда.

В соответствии с целями, указанными в инвестиционной декларации фонда, а также рыночным позиционированием фонда его управляющей компанией, ПИФы классифицируются на три категории: фонды акций, фонды облигаций и смешанные фонды (фонды смешанных инвестиций).

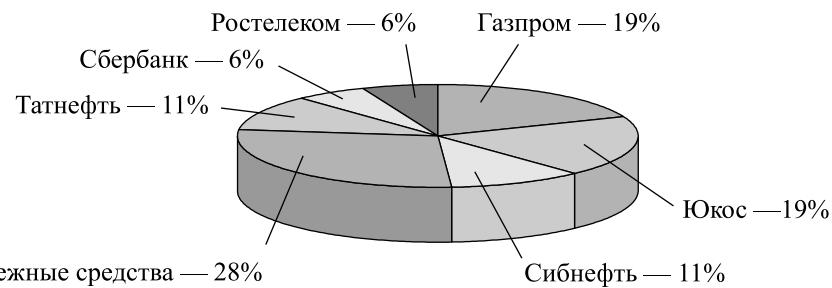
**Фонды акций.** К этой категории относятся фонды, размещающие средства пайщиков преимущественно в ликвидные акции российских компаний («голубые фишки»), имеющие целью получение среднерыночной доходности на рынке акций либо превышающей ее. Однако этой цели удается достичь далеко не всем фондам. Индекс Российской торговой системы (РТС) за 2002 г. вырос на 45,62%, в то время как лишь шесть фондов показали более высокую доходность. Самый высокий прирост стоимости пая продемонстрировал фонд акций «Базовый» — 58,36%. Однако ПИФы акций в целом оказались более доходными, чем другие виды фондов [Кузин, Редкий ПИФ «переплюнул» рынок].

Стратегии фондов могут предполагать как краткосрочное инвестирование, так и вложения на длительный срок. Во втором случае наиболее вероятным становится получение среднерыночной прибыли. Зарабатывание сверхприбыли предполагает спекулятивные краткосрочные стратегии.

Получение доходности по акциям выше рыночной может достигаться не за счет повышенной рисковости вложений, а посредством эффективного инвестирования и управления портфелем. В таком случае паевые фонды на этом рынке выступают умеренно-агрессивными инвесторами, ожидающими доходность выше доходности на рынке государственных ценных бумаг и корпоративных долговых обязательств и осознающими значительные риски, связанные с данными инвестициями. Например, инвестиционная стратегия фонда «АВК—Фонд ликвидных активов» ориентирована на вложение средств в «голубые фишки» и проведение активных операций с ними. Стратегии инвестирования при благоприятной рыночной конъюнктуре включают в себя увеличение доли бумаг, прирост стоимости которых ожидается на уровне выше среднего, и уменьшение доли денежных средств; при неблагоприятной рыночной конъюнктуре — увеличение доли ценных бумаг, наиболее устойчивых к изменениям рынка (надежных долговых обязательств), и увеличение доли денежных средств; проведение краткосрочных спекуляций с ценными бумагами.

Инвестиции в «АВК—Фонд ликвидных активов» наиболее подходят для тех инвесторов, главной целью которых является долгосрочный прирост капитала (рекомендуемый срок инвестирования — более одного года) — пенсионные накопления, другие виды долгосрочных сбережений. Несмотря на то что риск колебаний стоимости пая фонда находится на более высоком уровне, чем у аналогичного показателя для государственных облигаций, преимуществом фонда служит более высокая ожидаемая доходность инвестиций в случае инвестирования на достаточно длительных временных интервалах. При четком следовании выбранной стратегии доходность пая превышает доходность индекса в среднем на 20% в год. Выбранная стратегия подразумевает отслеживание рынка как при росте, так и при падении. Изменение стоимости пая за короткие промежутки времени (несколько месяцев) может быть отрицательным. Потенциальная доходность фонда несколько ниже, чем у фондов, практикующих «агрессивное» инвестирование в акции, при этом фонд значительно более успешно решает задачу сохранности средств вкладчиков. Соотношение риска и доходности, предлагаемое фондом, может оказаться оптимальным для большой группы инвесторов [Статистика по фонду «АВК—Фонд ликвидных активов»].

Базовая структура портфеля фонда формируется из акций «голубых фишек» пропорционально их рыночной капитализации по данным РТС (рис. 3). Эта структура меняется управляющим в зависимости от рыночной конъюнктуры. Благодаря такой гибкости управляющий имеет возможность получить превышение доходности портфеля над доходностью индекса.



*Рис. 3. Структура инвестиционного портфеля фонда «АВК—Фонд ликвидных активов» (апрель 2002 г.)*

Специфика российского финансового рынка состоит в том, что разнообразие акций, которые могут стать объектами инвестирования данного типа фондов, весьма ограничено ввиду недостаточной развитости самого рынка акций. Если на российском рынке представлено несколько десятков ликвидных компаний, то на рынке США — несколько тысяч. В связи с этим выбор конкретных акций для формирования портфеля становится менее важным фактором эффективности деятельности фонда, чем профессионализм в управлении портфелем. Ключевое значение приобретают различные методы отслеживания рынка (*timing the market*) и связанные с этим активные инвестиционные и торговые стратегии.

**Фонды облигаций** инвестируют средства пайщиков в корпоративные и государственные облигации. На российском рынке капитала давно существуют фонды, работающие с портфелями облигаций, но бурное развитие деятельности облигационных фондов началось с 2001 г., с расцветом самого рынка корпоративных облигаций. Цель — обеспечение доходности выше, чем текущая доходность к погашению государственных ценных бумаг. Акции и облигации (как инструменты с фиксированным доходом) всегда являлись конкурентами, борющимися за «своих» инвесторов. Облигационные фонды нацелены на привлечение консервативных инвесторов, не склонных к риску и придерживающихся стратегии прежде всего сохранения, а не прироста капитала.

Например, инвестиции в фонд «АВК—Фонд государственных ценных бумаг» подходят для тех инвесторов, которые рассчитывают получить доходность от вложений, превышающую уровень инфляции, и доходность по банковским депозитам, но при этом не готовы по тем или иным причинам идти на существенные риски, связанные с неопределенностью будущего изменения цен на акции. Инвестиционная стратегия фонда ориентирована на достижение доходности пая на уровне 20–25% годовых за счет проведения активных операций с федеральными и субфедеральными облигациями наиболее надежных эмитентов (табл. 2).

Таблица 2

**Структура инвестиционного портфеля ПИФа «АВК–Фонд государственных ценных бумаг» (апрель 2002 г.)**

Структура портфеля по видам ценных бумаг	Доля в портфеле, %
ГИО СПб дисконтные	16,0
ГИО СПб купонные	65,5
ГКО	—
ОФЗ	16,0
Накопленный купонный доход	3,5
Денежные средства	4,0

Значительную часть средств занимают бумаги с длительными сроками погашения, большая часть из которых является купонными облигациями.

**Смешанные фонды.** Фонды смешанных инвестиций вкладывают средства одновременно в акции и облигации. Цель — обеспечение пайщикам нормы прибыли, соответствующей текущей доходности на рынке акций, а рынок корпоративных облигаций и государственных ценных бумаг используется для снижения рисков, связанных с инвестированием. Другими словами, управляющие смешанными фондами стремятся добиться доходности выше, чем у долговых инструментов, при риске ниже рисков инвестирования в акции. Деятельность смешанного фонда считается менее прозрачной, чем остальных фондов, так как динамику стоимости активов фонда трудно сравнивать с динамикой традиционных рыночных индикаторов — индексов акций и облигаций.

Цель управления ПИФом «АВК—Фонд сбережений» — сохранение капитала от инфляции и получение стабильного дохода при максимальной надежности вложений. Инвестиционная стратегия ориентирована на достижение стабильного дохода на уровне не ниже 20–30% годовых за счет проведения активных операций с государственными облигациями наиболее надежных эмитентов, а также высоколиквидными акциями крупных российских предприятий (табл. 3). Для поддержания требуемого уровня надежности и доходности фонда вложения, имеющие повышенный риск (акции и корпоративные облигации), составляют не более 20–25% от стоимости активов фонда. Данная стратегия может позволить управляющему обеспечивать устойчивый прирост средств фонда.

Целевая группа инвесторов — негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, банки и предприятия реального сектора. При вложении средств на срок от шести месяцев активное управление средствами на рынке облигаций приносит дополнительный доход по сравнению с пассивным инвестированием в облигации (покупка бумаг под погашение).

Таблица 3

**Структура инвестиционного портфеля ПИФа «АВК–Фонд сбережений»  
(апрель 2002 г.)**

Структура портфеля по видам ценных бумаг	Доля в портфеле, %
ГИО Санкт-Петербурга	42,44
ГКО-ОФЗ	14,50
Корпоративные акции и облигации	42,56
Денежные средства	0,5

По итогам 2002 г. доходность большинства фондов акций составила 30–50% годовых в рублях (средняя доходность — 30,55%), фондов облигаций — 22–28% годовых (средняя доходность — 22,89%), смешанных фондов — 25–40% годовых (средняя доходность — 25,8%) [Коваль, Сафонов, 2003; Кузин, 2003в]. Очевидно, что самую низкую доходность представили облигационные фонды, что компенсируется и более низкой степенью риска (цены облигаций более устойчивы, чем котировки акций).

В мае 2003 г. из 97 работающих в России фондов самой многочисленной группой являлась группа ПИФов смешанных инвестиций (40 фондов), 33 фонда в соответствии с критериями ФКЦБ относились к фондам акций, 20 — к фондам облигаций [Паевые фонды в мае 2003 г.].

Сегодня в России появляются и новые типы фондов. Индексный фонд управляющей компании «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент» инвестирует в акции в пропорции, воспроизводящей структуру фондового индекса ММВБ. Новый фонд управляющей компании «Креативные инвестиционные технологии» следует при инвестировании структуре фондового индекса РТС. Весной 2003 г. зарегистрирован первый в России фонд денежного рынка «Дмитрий Донской» под управлением компании «АРК Победа». Действуют два фонда недвижимости. Законодательством разрешено также создание венчурных фондов, которых, однако, в России пока нет [Коваль, Сафонов, 2003; Паевые фонды в мае 2003 г.].

Инвестиционные стратегии и структура портфелей фондов компании «АВК» являются типичными для паевых фондов и, на наш взгляд, позволяют обобщать результаты исследований деятельности данных фондов на отрасль в целом.

Стратегии фондов и направления инвестирования зависят и от типа, к которому относится ПИФ, в зависимости от того, на каких условиях инвестор может потребовать от управляющей компании погашения принадлежащих ему паев. Этим определяются возможный период инвестирования, «длина» денег, которая влияет на выбор инструментов инвестирования.

В открытых ПИФах операции по размещению и выкупу инвестиционных паев осуществляются непрерывно. Инвестор может свободно приобрести и продать любое количество паев в любой рабочий день по цене, определяемой ежедневно. Активы открытого фонда, как правило, составляют только высоколиквидные ценные бумаги — акции и облигации, имеющие котировки на основных торговых площадках. В интервальном паевом фонде размещение и выкуп паев производятся в течение 14 рабочих дней не менее одного раза в год строго в соответствии с датами, указанными в правилах и проспекте эмиссии фонда. Активы интервального паевого фонда могут также ( помимо средств, допустимых для открытых фондов) составлять ценные бумаги, не имеющие признаваемой котировки, а также недвижимость и имущественные права на недвижимость.

С точки зрения инвестора, открытые фонды являются более удобными и привлекательными, так как инвестор в любой день может узнать стоимость своего пая, продать или приобрести новый пай, в то время как финансовые результаты деятельности интервального фонда инвестор может оценивать только раз в месяц, а приобрести или продать пай — только в определенные периоды. Ограничены возможности пайщиков по изъятию инвестиций, что в целом снижает привлекательность данных видов фондов. В этом смысле для интервальных фондов вторичное обращение паев является своеобразным «спасением» от недостаточного внимания инвесторов. С другой стороны, для пайщиков, которые намерены вкладывать денежные средства на долгосрочный период — от одного-двух лет и более, — тип фонда не играет решающей роли. В отличие от владельца пая открытого фонда, пайщик интервального фонда заинтересован не в краткосрочных спекуляциях, а в долгосрочном изменении стоимости пая. Интервальный фонд не обязан постоянно держать какую-то часть активов в наличной форме для выкупа паев, соответственно, в обороте находится больше средств, чем в открытом фонде. Такие фонды меньше зависят от спекулятивных настроений клиентов и конъюнктурных колебаний, и управляющие такими фондами имеют большую свободу и способны реализовывать более сложные стратегии.

Закрытые инвестиционные фонды имеют фиксированное число пайщиков и паев, и погашение пая может иметь место, по общему правилу, только по прекращении договора доверительного управления с управляющей компанией. Закрытые фонды рассматриваются как исключительная конструкция, направленная на решение особых инвестиционных задач, например, развитие объектов недвижимости.

В мае 2003 г. из 97 действующих в России ПИФов 60 являлись открытыми, 32 — интервальными и всего 5 — закрытыми [Паевые фонды в мае 2003 г.]. А в середине 2002 г. из 57 фондов 31 являлся открытым, а 26 —

интервальными [Результаты работы паевых фондов в августе 2002 г.]. Таким образом, большинство созданных за последний год фондов являются открытыми. В начале 2000 г. число открытых (13) и интервальных (14) фондов было практически одинаковым. Можно сделать вывод, что инвесторы на нашем рынке проявляют все меньшую готовность к долгосрочному инвестированию в паевые фонды, а предпочитают иметь большую свободу действий по выбору периода вложений и стратегии инвестирования.

**АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ УПРАВЛЕНИЯ ПОРТФЕЛЕМ ПАЕВЫХ  
ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ НА ПРИМЕРЕ ПИФОВ ПОД УПРАВЛЕНИЕМ  
ЗАО «УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ АВК „ДВОРЦОВАЯ ПЛОЩАДЬ”»**

**Критерии оценки эффективности управления инвестиционным портфелем ПИФа.** Ввиду значительного расширения деятельности паевых инвестиционных фондов в России все более актуальным является применение различных методов оценки эффективности управления инвестициями фондов.

В данной статье речь идет не об оценке качества менеджмента ПИФов, которому, по мнению экспертов, в России практически не уделяется внимания [Трегуб, 2003], а об оценке эффективности деятельности с финансовой точки зрения, которая, в свою очередь, определяется прежде всего эффективностью управления инвестиционным портфелем фонда. Результаты оценки можно применять для сравнения итогов работы паевого фонда со средними результатами деятельности всех инвесторов на рынке за определенный период. Можно сравнивать работу конкретного паевого фонда с результатами работы отрасли в целом, т. е. других паевых фондов с аналогичными стратегиями инвестирования.

Для оценки деятельности управляющей компании обычно выделяют такие критерии, как доходность фонда, рискованность и качество управления инвестициями фондов. В процессе анализа можно оценивать следующие показатели:

- ◆ стоимость чистых активов фонда и стоимость одного пая в динамике;
- ◆ средневзвешенная доходность фонда за рассматриваемый период;
- ◆ динамика количества паев фонда;
- ◆ оценка степени риска инвестиционного портфеля фонда;
- ◆ соотношение рискованности вложений фонда и его доходности.

Если прирост стоимости чистых активов происходит вместе с приростом стоимости одного пая, это свидетельствует о расширении деятельности фонда и привлечении новых инвесторов. Увеличение доверия к управляющему фонду со стороны вкладчиков является одним из показателей успешного управления активами фонда.

Инвестор получает доход в виде положительной разницы между ценой выкупа пая управляющей компанией и ценой размещения. Если же разница окажется отрицательной, инвестор несет убытки, причем риск потери денежных средств в результате рыночных факторов или неудачного управления, как и в случае с акциями, он принимает на себя.

Показатель доходности фонда сравнивается в целом по отрасли, что дает представление о том, насколько эффективно управляющие паевыми фондами реагируют на внешние факторы, которые одинаково влияют на деятельность всех фондов. При сравнении необходимо учитывать инвестиционную стратегию фонда, которую он заявляет в инвестиционной декларации, и сопоставлять показатели фондов, придерживающихся одинаковых стратегий. Если паевой фонд демонстрирует один из максимальных показателей доходности за отчетный период по сравнению с другими фондами, то имеет смысл утверждать об эффективном управлении данным инвестиционным фондом.

Большое значение также имеет сравнение доходности фонда со среднерыночными показателями. Главная цель управляющего фонда — это достижение доходности большей, чем рыночная, или равной рыночной доходности. Фонды, инвестирующие активы преимущественно в акции, используют для сравнения индексы российского фондового рынка, такие как РТС, АК&М, ММВБ и др. Фонды, инвестирующие средства пайщиков в государственные и корпоративные облигации, могут использовать для сравнения среднюю банковскую ставку по депозитам. Смешанные фонды более сложны для сравнения, так как используют индивидуальные методы для каждого фонда.

Следующим показателем эффективности управления инвестиционным портфелем фонда является уровень риска портфеля за данный временной интервал. Для оценки уровня риска аналитики выделяют два вида риска: рыночный риск портфеля (систематический) и общий риск портфеля, который включает в себя рыночный и диверсифицируемый риск.

Для определения величины общего риска портфеля паевого фонда может быть использована оценка стандартного отклонения портфеля [Шарп, Александр, Бейли, 1997]:

$$\sigma_p = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (r_{pt} - ar_p)^2}{T-1}}, \quad \text{где } ar_p = \frac{\sum_{t=1}^T r_{pt}}{T},$$

$T$  — количество периодов в оцениваемом временном интервале;

$r_{pt}$  — доходность портфеля за период  $t$ ;

$ar_p$  — средняя доходность портфеля.

Полученные оценки общего риска портфеля можно сравнивать с оценками риска портфелей других фондов.

Для оценки уровня рыночного риска портфеля наиболее часто используется модель оценки доходности финансовых активов (САРМ), разработанная У. Шарпом, которая признает наличие связи между величинами риска и доходности и выражает эту связь математически. В соответствии с моделью рыночный риск портфеля измеряется с помощью коэффициента  $\beta$ , который рассчитывается следующим образом:

$$\beta_p = \frac{\left( T \sum_{t=1}^T er_{mt} er_{pt} \right) - \left( \sum_{t=1}^T er_{pt} \sum_{t=1}^T er_{mt} \right)}{\left( T \sum_{t=1}^T er_{mt}^2 \right) - \left( \sum_{t=1}^T er_{mt} \right)^2},$$

где  $er_{pt} = r_{pt} - r_{ft}$  — это избыточная доходность портфеля фонда за период  $t$  (премия за риск), т. е. разница между доходностью портфеля и доходностью безрискового финансового инструмента на рынке;

$er_{mt} = r_{mt} - r_{ft}$  — это избыточная доходность среднерыночного портфеля (фондового индекса) за период  $t$  (премия за риск), т. е. разница между рыночной доходностью и доходностью безрискового финансового инструмента.

Коэффициент  $\beta$  портфеля паевого фонда сравнивают с коэффициентом  $\beta$  рыночного портфеля, который равен 1. Если рыночный риск портфеля паевого фонда превышает 1, то делается вывод о том, что фонд был относительно «агрессивен» за рассматриваемый период, т. е. активно вкладывал средства в рисковые активы. Если же рыночный риск портфеля менее 1, тогда фонд проводил «пассивную» политику при формировании портфеля и отдавал предпочтение безрисковым активам.

Наиболее важными показателями, которые позволяют оценить управление портфелем инвестиционного фонда, являются показатели с использованием соотношения риска и доходности вложений инвестиционного фонда.

*Построение характеристической линии портфеля ценных бумаг паевого фонда в соответствии с рассматриваемой моделью САРМ:*

$$r_p - r_f = \alpha_p + \beta_p (r_m - r_f).$$

Данное уравнение определяет зависимость между доходностью и риском портфеля инвестиционного фонда. Для определения оценки значений  $\alpha_p$  и  $\beta_p$  используется метод простой линейной регрессии. Параметр  $\alpha_p$  позволяет оценить доходность портфеля фонда по сравнению с доходностью рыночного портфеля при одинаковом уровне риска, равном  $\beta_p$ . Положи-

тельное значение величины  $\alpha_p$  портфеля означает, что средняя доходность портфеля фонда превосходила доходность рыночного портфеля с одинаковым уровнем риска, т. е. можно сделать вывод о высокоеффективном управлении портфелем паевого фонда. Отрицательное значение величины  $\alpha_p$  является основанием для признания неэффективности управления портфелем.

*Определение коэффициента «доходность-изменчивость» (reward-to-volatility ratio):*

$$RVOL_p = \frac{ar_p - ar_f}{\beta_p},$$

где  $ar_p - ar_f$  — избыточная доходность портфеля.

Этот коэффициент определяет отношение избыточной доходности портфеля к его рыночному риску. Эталоном для сравнения является отношение избыточной доходности рыночного портфеля к рыночному риску, равному 1. Если коэффициент  $RVOL_p$  для портфеля фонда превышает значение  $(ar_m - ar_f)$ , значит, эффективность портфеля выше эффективности рынка, если же  $RVOL_p$  ниже  $RVOL_m$ , тогда управление фондом считается неэффективным.

Необходимо отметить, что две меры эффективности управления портфелем, основанные на характеристической линии и  $RVOL$ , всегда совпадают при сравнении портфеля фонда с рыночным портфелем, однако могут иметь разную оценку при сравнении портфелей нескольких фондов между собой.

*Определение коэффициента «доходность-разброс» (reward-to-variability ratio):*

$$RVAR_p = \frac{ar_p - ar_f}{\sigma_p}.$$

Этот коэффициент в отличие от предыдущего измеряет доходность относительно общего риска портфеля. Данное соотношение сравнивается с аналогичным соотношением для среднерыночного портфеля ценных бумаг:

$$\frac{(ar_m - ar_f)}{\sigma_m}.$$

Если  $RVAR$  портфеля паевого фонда превосходит значение коэффициента для рыночного портфеля, это означает большую эффективность управления портфелем фонда по сравнению с рынком; если складывается обратная ситуация, то управление считается низкоэффективным.

При определенных ситуациях показатели «доходность-изменчивость» и «доходность-разброс» могут давать различные оценки эффективности управления портфелем относительно рыночного портфеля. Объяснением этому

является тот факт, что данные показатели используют различные виды риска, т. е. портфель с низким рыночным риском может иметь высокое значение общего риска, следствием чего может являться различная степень эффективности при вычислении  $RVOL$  и  $RVAR$ . По этой причине очень важно правильно проанализировать риск и определить влияние покупки инвестиционного пая на полный уровень риска пайщика. Если пайщик имеет много других финансовых активов, то рыночный риск портфеля паевого фонда может использоваться для определения влияния риска данного портфеля на общий риск пайщика. Однако если пай данного паевого фонда является единственной инвестицией пайщика, то необходимо использовать показатели общего риска портфеля. Оценка эффективности управления портфелем основывается на одной из этих точек зрения, т. е. принимает во внимание либо рыночный риск, либо общий риск портфеля паевого фонда.

Представленная методика с определенными модификациями используется ведущими аналитиками для оценки эффективности работы ПИФов, в частности для ранжирования российских паевых фондов по коэффициенту У. Шарпа (см., напр.: [Капитан, 2002]).

Используем рассмотренные показатели для оценки сравнительной эффективности управления фондами акций, облигаций и смешанных инвестиций компании «АВК». Основные допущения, используемые при вычислении показателей для оценки эффективности:

- ◆ Авторы признают, что модель CAPM и основанная на ней методика подвергаются критике и не могут считаться абсолютно корректными, однако в данном случае они являются подходящими.
- ◆ В качестве показателя рыночной доходности при анализе фонда акций используется индекс фондового рынка РТС, при анализе фонда облигаций — индекс средневзвешенной доходности государственных облигаций, при анализе фонда смешанных инвестиций — уровень инфляции. Данные показатели полностью соответствуют инвестиционным стратегиям фондов. При использовании других параметров для сравнения результаты исследования могут изменяться.
- ◆ При проведении анализа используется безрисковая процентная ставка, которая приравнивается к процентной ставке Сбербанка РФ по срочным депозитным вкладам, равная 8,3% годовых.<sup>4</sup>

**ОПИФ «АВК—Фонд ликвидных активов».** Оценка проводилась по результатам первого года работы фонда: с апреля 2001 г. по апрель 2002 г.

---

<sup>4</sup> Данная процентная ставка действует для следующих срочных вкладов в «Сбербанке»: срочный пенсионный, молодежный, особый [Вклады для физических лиц, 2003].

В качестве рыночного индикатора использовался рублевый индекс РТС, который является одним из ведущих показателей на российском фондом рынке.

Стоимость чистых активов фонда возросла за год почти в три раза при одновременном приросте стоимости одного пая на 59,1%. Данные показатели положительно характеризуют управление средствами пайщиков фонда. Увеличение числа размещенных паев свидетельствует о повышении доверия населения к фонду и его готовности вкладывать свободные денежные средства в инвестиционные паи фонда. На основе данного показателя эффективность управления фондом можно охарактеризовать как удовлетворительную.

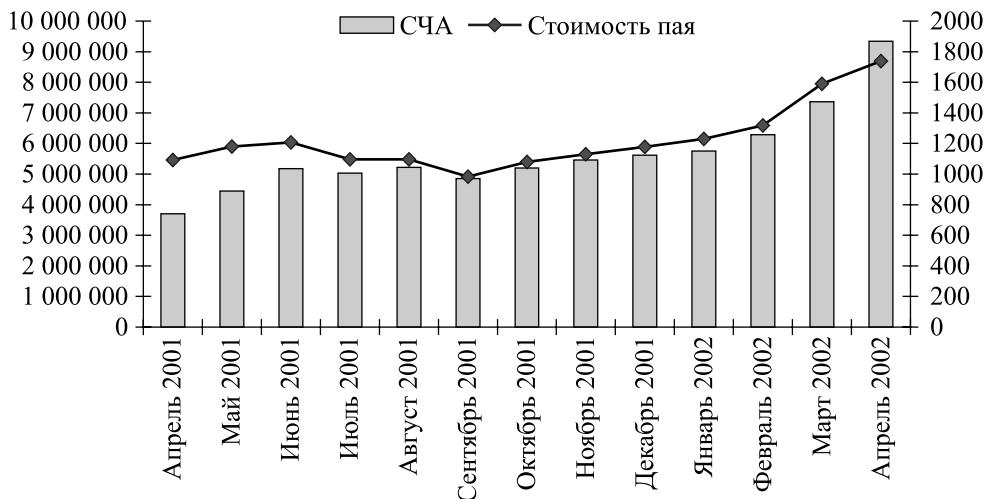


Рис. 4. Прирост стоимости пая и стоимости чистых активов ОПИФ «АВК—Фонд ликвидных активов» (апрель 2001 г. — апрель 2002 г.), руб.

За исследуемый период доходность ОПИФ «АВК—Фонд ликвидных активов» во многих случаях практически совпадала с доходностью индекса РТС [Фондовая биржа РТС], при этом значение доходности фонда при падении рынка не опускалось ниже показателя рыночной доходности. Средняя доходность паевого фонда за период составила 4,7%, в то время как среднерыночная доходность за этот период составляла 7,64% (табл. 4). Управляющие фондом в рассматриваемый период не смогли достичь доходности, превышающей доходность индекса РТС. Следует отметить, что фонды акций нацелены на получение долгосрочной прибыли, поэтому данные результаты считаются промежуточными и не могут однозначно интерпретироваться.

Таблица 4

**Расчет средневзвешенной доходности ПИФа «АВК—Фонд ликвидных активов» и рыночного портфеля (рублевый индекс РТС)**

Дата	Доходность фонда, $r_{pt}$	$(r_{pt} - ar_p)^2$	Доходность индекса, $r_{mt}$	$(r_{mt} - ar_m)^2$
апр. 2001 г.	9,97	27,79	6,88	0,58
май 2001 г.	7,98	10,79	16,60	80,33
июнь 2001 г.	2,28	5,86	3,57	16,53
июль 2001 г.	-9,08	189,94	-8,75	268,65
авг. 2001 г.	-0,02	22,32	5,09	6,48
сент. 2001 г.	-10,29	224,59	-12,16	392,00
окт. 2001 г.	9,71	25,07	14,35	45,06
нояб. 2001 г.	4,65	0	11,75	16,90
дек. 2001 г.	4,35	0,12	15,74	65,59
янв. 2002 г.	4,30	0,16	12,57	24,27
февр. 2002 г.	7,18	6,14	1,92	32,73
март 2002 г.	20,73	256,96	21,19	183,53
апр. 2002 г.	9,28	21,00	10,53	8,36
<i>Сумма</i>	61,042	790,74	99,29	1141,01
<i>Среднее</i>	$ar_p = 4,70$		$ar_m = 7,64$	

Для расчета риска инвестиционного портфеля фонда авторы считают уместным определить величину как рыночного риска, так и общего риска. Рыночный риск портфеля фонда (коэффициент  $\beta$ ) равен 0,71, что меньше 1, т. е. за данный период портфель фонда был менее рискованный, чем эталонный рыночный портфель.

Это значение соответствует инвестиционной стратегии фонда, по которой фонд действует менее агрессивно на рынке, чем основные фонды, инвестирующие в акции. В сравнении с другими открытыми фондами акций данный показатель является средним по отрасли (по данным Центра коллективных инвестиций, для открытых фондов акций он колеблется от 0,65 до 0,84), и доходность данного фонда может быть ниже по сравнению с лидирующими фондами акций.

Для сравнения уровня риска фонда акций управляющей компании «АВК» с риском других типов фондов также необходимо рассчитать величину общего риска портфеля, т. е. его стандартное отклонение. Для «АВК—Фонд ликвидных активов» общий риск составил 8,12%, в то время как об-

щий риск рыночного портфеля, рассчитанный на основе индекса РТС, равен 9,75%.

Для определения того, насколько оправдана низкая доходность паевого фонда невысоким уровнем риска, строим характеристическую линию портфеля ценных бумаг фонда и рассчитываем значения коэффициентов  $\alpha_p$  и  $\beta$ .

С помощью метода простой линейной регрессии находим, что регрессионное уравнение для паевого фонда имеет следующий вид:

$$r_p - r_f = -0,95 + 0,71(r_m - r_f) + \varepsilon_{pt}.$$

Отрицательное значение коэффициента  $\alpha_p = -0,95$  означает, что управляющий неэффективно осуществлял управление активами фонда на рассматриваемом отрезке времени, так как рыночный портфель при заданном уровне риска продемонстрировал более высокую доходность, чем доходность фонда. Более того, коэффициент «доходность-изменчивость» для фонда, равный 5,64, меньше аналогичного показателя для рыночного портфеля, равного 6,95. Коэффициент «доходность-разброс» — 0,49, также ниже, чем для рыночного портфеля, — 0,72.

На основании всех вычисленных критериев управление фондом в течение рассматриваемого периода необходимо признать низкоэффективным.

**ОПИФ «АВК—Фонд государственных ценных бумаг».** Эффективность управления активами фонда оценивается на годовом промежутке времени с апреля 2001 г. по апрель 2002 г. Стоимость чистых активов фонда за первый год работы увеличилась на 26%. Стоимость пая равномерно возрастила на всем рассматриваемом периоде (рис. 5). Данные показатели свидетельствуют о высокой эффективности управления фондом.

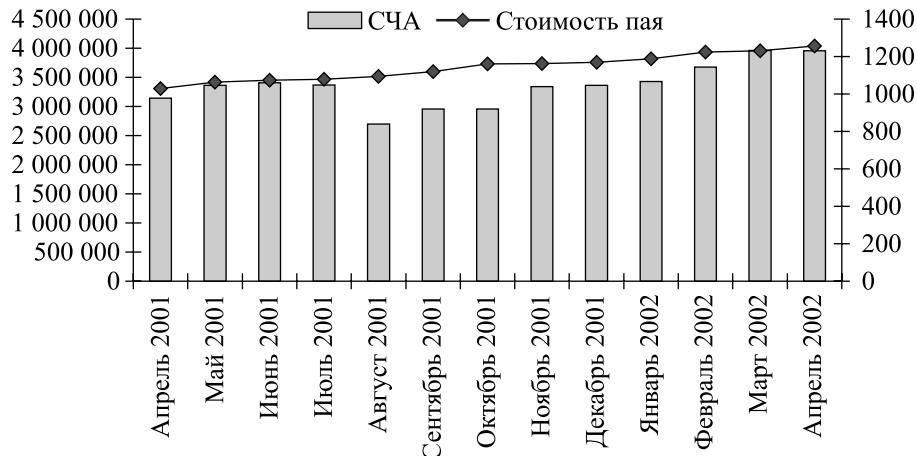


Рис. 5. Прирост стоимости пая и стоимости чистых активов ОПИФ «АВК—Фонд государственных ценных бумаг» (апрель 2001 г. — апрель 2002 г.), руб.

Согласно инвестиционной декларации фонда, основной целью фонда является получение доходности 20–25% годовых, выше доходности по банковским депозитам при одинаковом уровне риска. В связи с тем, что на российском фондовом рынке пока не существует признанных индексов облигаций, в качестве базы для сравнения используется индикатор рыночного портфеля, рассчитываемый Банком России по итогам торгов государственными цennыми бумагами. Годовая доходность фонда в течение оцениваемого периода составила 21,96%, что превышает доходность по ГКО-ОФЗ, которая за аналогичный период в среднем составила 16,34%, а также средневзвешенную ставку по банковским депозитам, равную 10% годовых.

Для расчета уровня риска инвестирования в фонд необходимо использовать общую величину риска портфеля паевого фонда, т. е. его стандартное отклонение. Общий риск для фонда облигаций составил 1,16%, что ниже показателя рыночного риска для облигаций, равного 5,19%.

Таким образом, фонд облигаций под управлением компании «АВК» показал доходность выше рыночной почти вдвое при более низком уровне риска, чем на рынке.

Коэффициент «доходность-разброс» для фонда равен 0,90, что превышает значение этого коэффициента для рынка в целом, который равен 2,16.

На основании вычисленных параметров можно сделать вывод о высокоеффективном управлении средствами данного фонда государственных ценных бумаг (табл. 5).

Согласно данным Национальной лиги управляющих, по итогам 2002 г. из фондов акций только ПИФ «Базовый» сумел «победить» рынок, опередив индекс РТС по критерию «доход/риск». Все прочие управляющие фондами оказались менее успешными, чем рынок в целом. Определить успешность деятельности фондов облигаций в современной отечественной практике пока практически невозможно, поскольку отсутствуют какие-либо устойчивые ориентиры в виде индексов [Чекулаев, 2003].

**ИПИФ «АВК—Фонд сбережений».** За период с сентября 2001 г. по апрель 2002 г. управляющие данным интервальным фондом провели три интервала, по окончании которых пайщики могли приобрести и продать инвестиционные паи. Несмотря на то что возможности пайщиков по продаже активов ограничены по сравнению с открытыми ПИФами, стоимость чистых активов фонда увеличилась на 49%, а стоимость одного пая выросла на 10,7%. Это положительно характеризует эффективность управления фондом, так как свидетельствует о расширении деятельности фонда и привлечении новых пайщиков.

Инвестиционная стратегия данного фонда ориентирована на институциональных инвесторов, основным параметром для сравнения доходности фонда является уровень инфляции. Как видно из рис. 7, средняя доход-

нность фонда за период, равная 1,86%, превосходит среднюю величину инфляции 1,32% (табл. 6), т. е. можно сделать вывод об удовлетворительном управлении портфелем фонда.

Таблица 5

**Расчет средневзвешенной доходности ОПИФ «АВК—Фонд государственных ценных бумаг» и среднерыночной доходности по государственным ценным бумагам**

Дата	Доходность фонда, $r_{pt}$	$(r_{pt} - ar_p)^2$	Доходность индикатора рыночного портфеля, $r_m$	$(r_m - ar_m)^2$
апр. 2001 г.	2,18	0,22	-9,52	56,02
май 2001 г.	3,23	2,32	-7,26	27,29
июнь 2001 г.	1,01	0,49	-0,11	3,71
июль 2001 г.	0,38	1,77	-0,51	2,33
авг. 2001 г.	1,42	0,09	-4,63	6,69
сент. 2001 г.	2,47	0,58	-2,81	0,60
окт. 2001 г.	3,68	3,89	-4,37	5,46
нояб. 2001 г.	0,13	2,49	0,19	4,98
дек. 2001 г.	0,61	1,22	2,57	21,26
янв. 2002 г.	1,53	0,03	-9,53	56,11
февр. 2002 г.	3,00	1,65	1,18	10,35
март 2002 г.	0,58	1,27	9,25	127,36
апр. 2002 г.	2,05	0,12	-0,94	1,21
<i>Сумма</i>	<i>22,27</i>	<i>16,14</i>	<i>-26,51</i>	<i>323,38</i>
<i>Среднее</i>	<i><math>ar_p = 1,71</math></i>		<i><math>ar_m = -2,04</math></i>	

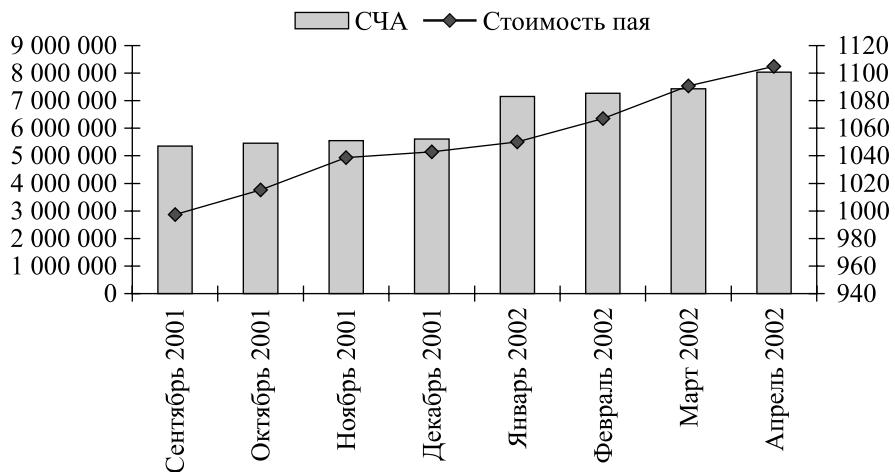


Рис. 6. Прирост стоимости пая и стоимости чистых активов ИПИФ «АВК—Фонд сбережений» (апрель 2001 г. — апрель 2002 г.), руб.

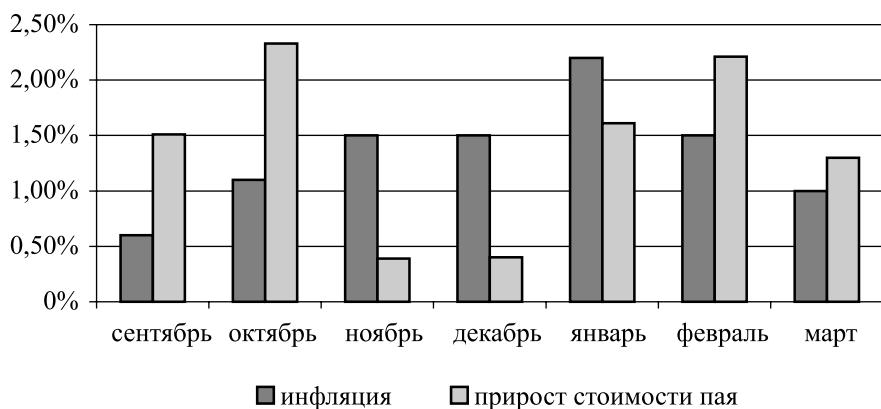


Рис. 7. Сравнение доходности фонда и величины инфляции

Таблица 6

**Расчет средневзвешенной доходности ОПИФ «АВК—Фонд сбережений»  
и средней величины инфляции**

Дата	Доходность фонда, $r_{pt}$	$(r_{pt} - ar_p)^2$	Доходность индикатора рыночного портфеля, $r_m$	$(r_m - ar_m)^2$
сент. 2001 г.	1,79	0,005	0,60	0,53
окт. 2001 г.	2,33	0,226	1,10	0,05
нояб. 2001 г.	0,39	2,145	1,50	0,03
дек. 2001 г.	0,70	1,342	1,50	0,03
янв. 2002 г.	1,61	0,060	2,20	0,77
февр. 2002 г.	2,22	0,131	1,50	0,03
март 2002 г.	1,31	0,302	1,00	0,11
апр. 2002 г.	4,50	7,015	1,20	0,02
<i>Сумма</i>	<i>14,84</i>	<i>11,23</i>	<i>10,60</i>	<i>1,55</i>
<i>Среднее</i>	<i><math>ar_p = 1,86</math></i>		<i><math>ar_m = 1,32</math></i>	

При сравнении результатов работы смешанных интервальных фондов «АВК—Фонд сбережений» занимает одно из лидирующих мест и демонстрирует доходность, превышающую среднюю доходность по отрасли.

Однако доходность рассматриваемого фонда за период ниже доходности фондов, вкладывающих средства в государственные облигации.

Общий риск портфеля рассматриваемого фонда равен 1,27%, а общий риск для рыночного портфеля составляет 0,47%.

Значение коэффициента «доходность-разброс» фонда, равное 0,92, меньше значения коэффициента  $RVAR$  рыночного портфеля, равного 1,34.

Таким образом, управление средствами пайщиков фонда ведется недостаточно эффективно, так как более высокая доходность фонда сопровождается неоправданно высоким уровнем риска вложений.

Таблица 7

**Сравнение результатов деятельности ПИФов под управлением ЗАО  
«Управляющая компания АВК „Дворцовая площадь”»**

ПИФ	Доходность (средняя)	Прирост СЧА	Общий риск	Коэффициент «доходность-разброс»
«АВК–Фонд ликвидных активов»	4,70	152,2	8,12	0,49
«АВК–Фонд государственных ценных бумаг»	1,71	25,9	1,16	0,90
«АВК–Фонд сбережений»	1,86	49,9	1,27	0,92

**ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

На основе анализа эффективности управления тремя фондами компании «АВК» можно сделать следующие выводы (см. табл. 7).

Наиболее эффективным по управлению оказался «АВК—Фонд сбережений», так как уровень рискованности вложений средств данного фонда наилучшим образом сочетается с доходностью фонда. Высокая эффективность управления фондом, с нашей точки зрения, объясняется двумя причинами. Во-первых, пайщиками фонда являются в основном корпоративные инвесторы с четко определенными инвестиционными целями и долгосрочным горизонтом вложения свободных денежных средств. Во-вторых, фонд относится к интервальному типу, т. е. ограничивает возможность пайщиков манипулировать вложенными средствами. В итоге управляющая компания некоторым образом застрахована от непредвиденных действий со стороны инвесторов и имеет возможность применять широкий спектр инвестиционных стратегий.

Наиболее высокую доходность и темпы роста стоимости чистых активов продемонстрировал «АВК—Фонд ликвидных активов». С точки зрения соотношения риска и доходности, данный уровень рискованности фонда не компенсируется высокой доходностью фонда, что означает низкоэффективное управление. Оценка эффективности управления фондом за годовой период может быть интерпретирована как промежуточный результат, т. е. рассмотрение фондов акций следует проводить за более длительный отрезок времени.

Наименьший уровень риска, а также наилучшую эффективность по сравнению с рыночными показателями продемонстрировал «АВК—Фонд государственных ценных бумаг». Управляющий фондом определил оптимальное соотношение государственных ценных бумаг в портфеле фонда, что позволило при более низком уровне риска получить более высокую доходность, чем в среднем на рынке государственных ценных бумаг.

Рассмотренный пример иллюстрирует возможности применения методики, основанной на модели У. Шарпа, для оценки эффективности управления инвестициями паевых инвестиционных фондов. Необходим комплексный подход к анализу инвестиционной деятельности ПИФов, по результатам которого следует проводить рейтингование фондов и, таким образом, предоставлять инвесторам надежные ориентиры для выбора объектов инвестирования.

### Литература

- Вклады для физических лиц.* Сбербанк РФ. 2003 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.sbrf.ru>
- Выбор фонда. Коллективные инвестиции. Паевые фонды.* [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.cic.ru>
- Капитан М. Паевые инвестиционные фонды в 2001 г. // Рынок ценных бумаг.* 2002. № 7.
- Капитан М., Перцев А., Савицкий К. Паевые инвестиционные фонды: жизнь и судьба // Рынок ценных бумаг.* 2000. № 4.
- Коваль Л. В хорошие руки // Ведомости.* 2003б. 4 апр.
- Коваль Л. Знал бы прикуп...// Ведомости.* 2003а. 4 апр.
- Коваль Л., Мязина Е. Граждане понесли деньги в ПИФы // Ведомости.* 2003. 11 апр.
- Коваль Л., Сафонов Б. На любой вкус // Ведомости.* 2003. 11 апр.
- Кузин А. Паевые фонды: апрельский приступ алчности // Финанс (Москва).* 2003а. 12 мая. С. 56–58.
- Кузин А. Паевые фонды: два месяца счастья.* 2003б [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.cic.ru>
- Кузин А. Редкий ПИФ «переплюнул» рынок.* 2003в [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.cic.ru>
- «Об инвестиционных фондах».* Закон РФ от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ.
- Паевые фонды в мае 2003 г. Коллективные инвестиции. Паевые фонды.* [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.cic.ru>
- Петрова О. Влияние новых законодательных инициатив на развитие инфраструктуры коллективных инвестиций // Рынок ценных бумаг.* 2001. № 18. С. 65–68.
- Расков Н. В. Макроэкономическая среда бизнеса в переходной экономике России // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. Менеджмент.* 2003. Вып. 2. С. 3–27.
- Результаты работы паевых фондов в августе 2002 г. Коллективные инвестиции. Паевые фонды.* [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.cic.ru>

- Статистика по фонду «АВК—Фонд ликвидных активов». Инвестиционная стратегия. Управляющая компания АВК «Дворцовая площадь».* [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.fund.avk.ru>
- Трегуб А. Рейтингование инструментов коллективных инвестиций: цивилизованный подход.* 2003 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.cic.ru>
- Фондовая биржа РТС* [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [www.rts.ru](http://www.rts.ru)
- Чекулаев М. Рейтинг управляющих компаний по итогам 2002 г. от «Банковского обозрения»: кому доверить свои деньги.* 2003 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.cic.ru>
- Шарт У., Александр Г., Бэйли Дж. Инвестиции.* М., 1997.

Статья рекомендована к печати проф. С. В. Котелкиным, доц. Т. А. Пустоваловой.  
Статья поступила в редакцию 17 сентября 2003 г.