

Н. Солабуто

Управляй
своими
деньгами

Секреты инвестирования в ПИФ

Отсканировано dbk.by.ru



I Отсканировано bh.by.ru

С^ПИТЕР

Москва • Санкт-Петербург • Нижний Новгород - Воронеж
Ростов-на-Дону • Екатеринбург • Самара • Новосибирск
Киев • Харьков • Минск

2007

ББК 65.010.65
УДК 330.32
С60

Солабуто Н. В.

С60 Секреты инвестирования в ПИФ. — СПб.: Питер, 2007. — 144 с: ил. — (Серия «Управляй своими деньгами»).

ISBN 978-5-91180-354-4
5-91180-354-2

Хотите «трудоустроить» свои сбережения? Думаете, куда и как вложить деньги, чтобы их приумножить? У вас в руках — руководство по работе с личными инвестициями. В нем описаны принципы управления личными финансами с углубленным рассмотрением темы накопления через паевые инвестиционные фонды (ПИФы). Книга поможет разобраться во всех финансовых решениях, необходимых для успешного инвестирования в ПИФ. Секреты, советы, ответы на базовые и «продвинутые» вопросы, глоссарий — она содержит только конкретную и нужную информацию.

Издание продолжает серию книг «Управляй своими деньгами», адресованных тем, кого интересуют вопросы личных финансов и, в частности, персональных инвестиций.

ББК 65.010.65
УДК 330.32

Все права защищены. Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав

Оглавление

Благодарность	7
От автора	8
Вступление	10

Часть 1

Для чего мы занимаемся инвестициями

Глава 1. Мы инвестируем для того, чтобы тратить	18
Для начала сформулируйте личные финансовые цели.....	19
Проанализируйте текущую финансовую ситуацию.....	20
Определите, какую сумму вы готовы выделить на инвестирование.....	22
Определите стратегию и выберите инструменты.....	22
Глава 2. Выгодно ли инвестировать в ценные бумаги России?.....	24
Глава 3. Ступени инвестора	29
Глава 4. Что необходимо знать об акциях, облигациях и опционах с точки зрения инвестора	46
Глава 5. Налогообложение доходов частных инвесторов ...	51
Глава 6. Два подхода к инвестициям в ПИФ.....	53

Часть 2

Подход первый. Фундаментальный

Глава 7. Рейтинг	62
Глава 8. Исследуем фонды самостоятельно.....	66
Коэффициент Шарпа.....	73
Глава 9. Немного о рисках	82
Вопросы к управляющим.....	86

Интервью с управляющим Паевым инвестиционным фондом «ФИНАМ Первый» Авраховым Евгением Владимировичем	87
Интервью с управляющим Паевым инвестиционным фондом «МАКСВЕЛ Капитал» Усиченко Сергеем	90
Интервью с управляющим Паевым инвестиционным фондом «ФИНАМ Индекс ММВБ» Дорогавцевым Сергеем	98
Интервью с управляющим фондами компании «Агана» Николаем Веледжаниным	106

Часть 3

Подход второй. Технический

Глава 10. Технический анализ графиков	112
Теория Доу состоит из следующих шести наблюдений	113
Пятиволновая модель	116
Структура волн	117
Формирование каналов. Равенство волн	118
Методика формирования каналов	118
Глава 11. Как извлечь прибыль из волнового поведения рынка	124
Образцы импульсов (как они развиваются)	124
Индикатор для проведения расчетов по волнам Эллиотта. Осцилятор Эллиотта (MACD Histogram)	127
Применение осцилятора Эллиотта (третья волна)	131
Применение осцилятора Эллиотта (четвертая волна)	131
Применение осцилятора Эллиотта (пятая волна)	132
Применение трендовых каналов	133
Вместо заключения. Советы пайщику	136
Словарь пайщика	137

Благодарность

Любая книга — продукт коллективного творчества. Конечно, пишет ее конкретный человек, но он постоянно взаимодействует с окружающими, обменивается с ними информацией, обсуждает те или иные вопросы, получает нужные и полезные советы. Для меня такими людьми стали мои коллеги — портфельные менеджеры инвестиционной компании «ФИНАМ». Я рад, что они смогли оторваться от своих мониторов, забыв на несколько минут о движении котировок и динамике индекса ММВБ. Именно благодаря лучшей в России трейдерской команде была написана эта книга, которая, надеюсь, включает в себя все наиболее актуальные вопросы, связанные с рынком коллективных инвестиций, вложением средств в паевые инвестиционные фонды. Искренне благодарю всех членов нашей команды. Думаю, читатели этой книги должны знать их по именам: Сергей Белов, Сергей Дорогавцев, Александр Дорофеев, Андрей Сапунов, Александр Павлючков, Петр Бубнов, Алексей Бутенко, Алан Казиев, Иван Лопатин, Виталий Любимов, Дмитрий Ковалевский, Алексей Белкин.

Еще один человек, без которого эта книга не могла бы появиться на свет, — Дмитрий Серебренников, руководитель дивизиона «Инвестиционный» холдинга «ФИНАМ» и мой самый строгий критик. Его наличие — один из наиболее мощных из известных мне стимулов к самосовершенствованию. Надеюсь, эта книга не последнее среди моих произведений, которые будут предложены его критическому вниманию.

Яна Ромашкина и Владислав Кочетков входят в число идейных вдохновителей этой книги. Спасибо им за моральную поддержку и понимание.

От автора

Сегодня инвестиции в ценные бумаги входят в нашу жизнь и занимают в ней значительное место. Буквально два года назад количество инвесторов в нашей стране составляло 50 000, а сейчас уже 300 000 человек. Опыт Соединенных Штатов говорит, что треть населения страны напрямую или опосредованно инвестируют в ценные бумаги. Так что фондовый рынок рано или поздно войдет в каждую семью. Эта книга поможет вам подготовиться к этому моменту.

Эта книга станет помощником для тех, кто решил воспользоваться таким инструментом, как коллективные инвестиции, попросту — ПИФ. Понятно, что у каждого из нас, кто решил стать инвестором, есть много путей. Например, можно самому заниматься составлением портфеля акций, можно нанять персонального инвестиционного консультанта, но если эти пути недоступны из-за высокого порога инвестиционного капитала, то все равно рынок не оставит вас в безвыходной ситуации. Объединив денежные средства разрозненных вкладчиков, Паевой инвестиционный фонд наймет профессионалов для управления вашими денежными средствами для получения положительных результатов. Тем и хороша индустрия инвестиций, что она находит достойные инструменты для инвестиций всем желающим преумножить свой капитал.

Я проработал на фондовом рынке с 1994 г., с того самого момента, когда появились первые организованные площадки для торговли ценными бумагами. Хотя тогда было много вопросов к качеству этих самых бумаг, но рынок есть рынок и сейчас он все расставил по своим местам. И как профессионал хочу привести один из наших постулатов: на фондовом рынке 90% психологии и только 10 — всего остального. Эта книга несет знания в рамках

этих 10%. Весь остальной успех на 90% зависит только от вас. От вашего отношения к своим деньгам, к риску, от дисциплины и, конечно, желания зарабатывать. Если вы воспользуетесь советами, изложенными в данной книге, и прибавите к ним свой психопортрет, то о положительном результате можно не беспокоиться, он придет так же, как приходит день. Но психология у всех нас разная, поэтому в книге есть варианты для разных людей, которые решили воспользоваться такой возможностью, как вложения в ценные бумаги посредством форм коллективных инвестиций.

Р. S. Рынок паевых фондов развивается очень быстро. Важно отметить, что книга написана в середине 2006 г. и содержит данные этого времени.

Вступление

В начале 1990-х гг. была эпоха стихийных инвестиций, «финансовых пирамид» и чековых фондов, но уже с середины 1990-х гг. инвестиции обрели цивилизованные формы. В апреле 1995 г., когда в Указе № 416 от 26.04.1995 г. Президента РФ Б. Н. Ельцина «О мерах по обеспечению интересов инвесторов...» в первом пункте было сказано: «Считать первоочередной задачей федеральных органов государственной власти, субъектов РФ в сфере государственного регулирования финансового и фондового рынков РФ обеспечение интересов инвесторов, в том числе путем установления правовых и экономических основ деятельности привлекающих средства инвесторов инвестиционных институтов, в том числе паевых инвестиционных фондов...»

Так был дан формальный старт подготовке законодательной базы индустрии коллективных инвестиций в России.

Через три месяца выходит Указ № 765 от 26.07.1995 г. «О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации». Этим указом вводится механизм функционирования паевого инвестиционного фонда и управляющих компаний. Также в указе было дано поручение Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку в 2-месячный срок разработать базовые документы и разработать механизм образования ПИФов при реорганизации привлекающих денежные средства коммерческих структур.

Первого сентября 1995 г. Федеральная комиссия издает Постановлением 9, подписанное председателем ФКЦБ Анатолием Чубайсом, «О Программе развития паевых инвестиционных фондов». Целью этой программы являлось создание нормативной базы ПИФов, анализ ЧИФов, которые выразили желание преобразоваться в ПИФы, и реализация реальных проектов таких преобразований, а также реализация 1-2 проектов по созданию «пилотных» паевых фондов. Организационное обеспечение дан-

ной работы возлагалось на исполнительную дирекцию ФКЦБ. Финансирование — за счет средств приватизационных займов и западной технической помощи.

Через два года появились первые действующие ПИФы в России. Почти год ушел на информационную кампанию, подготовку нормативной базы и появление первых лицензированных управляющих компаний (УК) и зарегистрированных фондов.

Начало: «Тройка-Диалог» управляет средствами сотрудников АО «Детский мир» на основе гражданско-правовых договоров в 1993-1994 гг. Банк «Церих» с августа 1994 г. апробирует «фонд банковского управления». Банк «Центр» (бывший «Гермес-Центр») оформляет специальные депозитные инвестиционные вклады. Московский инвестиционный фонд (МИФ) в начале 1994 г. решает преобразовать свой чековый фонд в открытый инвестиционный. «Первый ваучерный банк» в мае 1995 г. создал товарищество на вере (коммандитное товарищество) «Взаимный фонд "Первый ваучерный банк и Компания"». Появление формы паевых фондов означает по существу легализацию реально сложившейся рыночной практики и приведение ее к жесткому регулированию и четким стандартам.

Серьезную поддержку организации оказывает в 1996 г. заем Международного банка реконструкции и развития (МБРР) в \$31 млн специально для проекта «Развитие коллективных форм инвестиций и защиты инвесторов». На эти деньги разрабатывается законодательство и обучаются первые специалисты, также создан Центр коллективных инвестиций (ЦКИ), проходит информационная кампания.

Семнадцатого апреля 1996 г. лицензируются первые три управляющие компании: в соответствующей последовательности номеров лицензии ФКЦБ России на доверительное управление имуществом паевых инвестиционных фондов получили «АВО-капитал» (Промрадтехбанк и Объединенный институт ядерных исследований), компания «Мономах» (созданная при участии банка «Империял») и «КУИФ» (управляющая компания ЧИФ «Первый ваучерный фонд»).

В августе лицензии получили ОАО «Кредис» (Москва), ЗАО «Управляющий паевого инвестиционного фонда "Нефтегазэкспорт"», ЗАО «Паллада Эссет Менеджмент», ЗАО «Управляющая компания "Гута-Инвест-Менеджмент"», ЗАО «Инвестиционная компания "Этерна"». УК «Кредис» являлась проектом швейцарского банка *Credit Suisse First Boston*. УК «Этерна» являлась проектом ОНЭКСИМ-банка совместно с «Интеррос-Эстейт» и «Интеррос-Согласие».

В сентябре 1996 г. лицензии получают еще три УК: РТК-инвест (управляющая компания пенсионного фонда «Ростелекома», «Тройка-Диалог», а также МКБ-капитал (проект Межкомбанка).

В октябре — еще две компании: ОФГ-инвест (связанная с именем основателя одноименной группы Бориса Федорова) и «Монтес Аури» (связываемая с именем не менее легендарного Альфреда Коха).

До наших дней «доживут» семь. Меньше всех изменятся «Тройка-Диалог» и РТК-инвест. У других будут меняться названия, учредители. Так, «КУИФ» станет «Пионером», а затем «Пиоглобалом». ОФГ-инвест купят немцы, «Паллада» сблизится с группой *State Street*, а затем будет куплена «Русскими фондами», как и «Монтес аури». «Мономах» сменит двух владельцев и будет принадлежать сначала группе «Олма», а затем новосибирской группе «Прайд». «Этерна» и АВО-капитал уйдут в историю вместе со своими банками-учредителями. «Гута-инвест» станет «Флеминг-Гута», а затем обретет очередную жизнь, став УК НВК, принадлежащей владельцу «Русснефти» Михаилу Гуцериеву. МКБ-капитал у Межкомбанка купит банк «Русский Стандарт» и переименует в «Русский Стандарт Капитал», а в 2002 г. ее уже купит ВБРР и переименует в УК «Портфельные инвестиции». Швейцарский «Кредис» уйдет с российского рынка.

Из 13 зарегистрированных в 1996 г. УК наиболее продвинутся в плане создания первых фондов четыре. Это «Паллада», КУИФ, «Кредис» и «Тройка-Диалог».

ФКЦБ 12 сентября регистрирует два фонда компании «Паллада», возглавляемой Элизабет Хиберт.

Фонд «Пионер Первый» станет третьим паевым фондом в России, получив регистрацию 5 октября.

Первым успеет сформировать Фонд краткосрочных рублевых инвестиций «Кредис», зарегистрированный четвертым, начавший формирование 16 декабря. В фонд КРИ «Кредис» было вложено \$5 млн «стартовых». Датой формирования фонда станет 31 декабря 1996 г.

До нового 1997 г. успеют зарегистрироваться восемь ПИФов: два от «Паллады», два от «Пионера», три от «Кредис» и «Илья Муромец» от «Тройки-Диалог».

К началу 1997 г. будет лицензировано три специализированных депозитария. Первым станет «Первый Российский Специализированный депозитарий» (слово «российский» потом будет исключено из названия). За ним право работы с паевыми фондами получают банк «Империял» и «Кредит Свис Кастоди».

А как там...

Первый инвестиционный фонд в мире был основан в августе 1822 г. в Бельгии, затем в 1849 — в Швейцарии и в 1952 г. — во Франции. Как массовое явление они стали появляться в Великобритании и США. Тогда трасты ориентировались на крупных клиентов, а мелким инвесторам приходилось пользоваться услугами финансовых брокеров. В силу роста числа мелких инвесторов возникла необходимость создания института их консультирования. Тогда в 1899 г. в США образуется первая инвестиционно-консультационная компания; к 1910 г. таких компаний было уже десять.

Появление первого взаимного фонда в США относится к 1924 г., однако во всех странах, в том числе и в США, инвестиционные фонды начинают устойчиво развиваться лишь после Второй мировой войны, постепенно составляя конкуренцию крупным банкам и иным финансовым институтам. В настоящее время более половины американских семей являются вкладчиками того или иного инвестиционного фонда.

За последние 125 лет в разных странах мира с различными правовыми и финансовыми системами выкристаллизовались раз-

личные структуры коллективного инвестирования. Теперь инвестиционные фонды стали подразделяться по юридической структуре (корпоративные, трастовые, контрактные), по операционной структуре (открытые, закрытые), по целям и по объектам инвестирования.

1. Корпоративные фонды

Наиболее распространенный в мировой практике тип фондов — корпоративный фонд, который организуется по подобию акционерного общества. Он осуществляет инвестиции от лица своих акционеров в акции и облигации других компаний. Доход, полученный от таких инвестиций, распределяется среди акционеров фонда в виде дивидендов, а стоимость их пакетов акций растет (или падает) в соответствии с изменениями в стоимости инвестиций фонда. Владельцами корпоративного фонда являются акционеры, а управляют им от их имени директора компании, которые вправе делегировать часть своих функций (например, управление активами) другим организациям.

Первые корпоративные инвестиционные фонды появились в 1860-х гг. Наиболее популярные типы корпоративных фондов — это взаимные фонды (mutual funds) в США, открытые инвестиционные компании (open-ended investment companies) в Великобритании и инвестиционные общества с переменным капиталом (Societes d'Invesissements a Capital Variable) во Франции. К корпоративным фондам также относят акционерные инвестиционные фонды в России.

2. Трастовые фонды

В основе деятельности трастового фонда лежит четкое разделение между управляющей компанией фонда и попечителем (trustee). Попечитель отвечает за сохранность активов фонда и за соответствие деятельности фонда заявленным целям. Управляющая компания по договору с попечителем управляет инвестиционным портфелем фонда и, как правило, осуществляет административные процедуры. Такое разделение функ-

ций является дополнительным средством защиты для фонда и его инвесторов.

К трастовым фондам относят паевые трасты в Великобритании. Эта форма также используется в странах бывшей Британской империи: Австралии, Новой Зеландии, Гонконге, Малайзии, а также в Южной Африке, где эта форма опирается на традиции общего права, унаследованные от Великобритании.

3. Контрактные фонды

По законам некоторых стран не разрешается создавать трасты для управления коллективными активами. В этих странах (в основном с системой романо-германского права или гражданского кодекса) была разработана контрактная форма фонда. При такой форме юридическим собственником активов фонда является либо управляющий, либо инвесторы коллективно. Номинальным владельцем активов является кастодиан, который осуществляет и их хранение. Отделение функции управления фондом от функции хранения активов реализуется созданием «китайских стен» и подкрепляется высокой репутацией кредитных институтов и жестким контролем над ними со стороны регулятора. Сами инвесторы не являются акционерами. Они как участники имеют право пользоваться преимуществами прироста капитала и дивидендами, но не имеют права голоса. Единственное право, которым они могут воспользоваться, — это право на продажу своих активов, т. е. если им не нравится, как ведется управление фондом, они могут выйти из него.

К представителям таких фондов относят инвестиционные фонды Германии, взаимные фонды Италии, взаимные фонды инвестиций в Швейцарии, инвестиционные трасты в Японии а также паевые инвестиционные фонды в России.

По операционной структуре фонды делятся на открытые, интервальные и закрытые.

1. Фонды открытого типа

Фонд открытого типа имеет переменный капитал. При этом купить и продать пай можно в любой день. Таким образом, от-

крытый инвестиционный фонд может расширяться или уменьшаться со временем без необходимости организации серий собраний акционеров или пайщиков для получения разрешения на увеличение или уменьшение капитала. В фонде открытого типа акции или паи можно купить и предъявить к выкупу в фонде регулярно, чаще всего ежедневно. Их также можно купить/продать на бирже.

К открытым фондам относят открытые паевые инвестиционные фонды.

2. Фонды закрытого типа

В таком фонде имеется фиксированное количество акций или паев. Поэтому когда акции или паи инвестиционного фонда приобретаются каким-либо лицом, соответствующее их количество должно быть продано другим лицом. Эта операция проводится на фондовой бирже так же, как обычная купля/продажа акций. Создание и выпуск дополнительных акций (паев) или выкуп акций (паев) для аннулирования обычно требуют согласия акционеров.

В России к фондам закрытого типа принадлежат закрытые паевые инвестиционные фонды.

3. Интервальные фонды

Где-то посередине между открытыми и закрытыми инвестиционными фондами находятся интервальные. Строго говоря, интервальные инвестиционные фонды — это открытые инвестиционные фонды, паи которых можно купить/продать не в любой рабочий день, как в открытом фонде, а только в течение некоторых периодов времени, которые называются интервалами. Чаще всего такие интервалы объявляются раз в квартал.

Часть 1
ДЛЯ ЧЕГО МЫ ЗАНИМАЕМСЯ
ИНВЕСТИЦИЯМИ

Глава 1

Мы инвестируем для того, чтобы тратить

Каждый имеет конкретные финансовые цели. Раньше говорили: «Каждый человек должен посадить дерево, построить дом, вырастить сына», сейчас можно перефразировать: «Каждый человек должен купить квартиру, машину, дачу и дать детям хорошее образование». На все это требуются денежные средства и очень значительные. Если мы просто будем откладывать немного денег с заработной платы, то вряд ли за жизнь мы что-то накопим. Поэтому мы и обращаемся к фондовому рынку как к инструменту, позволяющему нам реализовать наши планы. Но, придя к управляющему, мы сталкиваемся с множеством вопросов: сколько денег передать в управление, а сколько оставить себе на «черный день»? А что такое этот самый «черный день»? Сколько нужно откладывать с заработной платы на свой торговый счет? В каком году я смогу купить квартиру, в каком машину, в каком дачу? Какая доходность мне требуется для достижения всех моих целей? И что нужно сделать, чтобы защитить свой план достижения финансового благополучия?

Итак, что такое личные финансы и как их планировать? Личные финансы — это те деньги, которые приходят к нам в виде заработной платы или из других источников дохода (наследство, рентный доход, выигрыш в лотерею или казино, инвестиционный доход) и которые мы тратим или не тратим (инвестируем). Но для того, чтобы мы не повторяли жизнь многих людей, которые занимают до получки, пытаюсь свести концы с концами (что самое интересное, это не бедные люди, порой мы можем встретить таких людей с очень приличной зарплатой), нам требуется взять все наши денежные потоки под контроль. Но это не все: помимо текущих трат нам порой требуется накопить на довольно крупные покупки. И здесь нам потребуются инструменты, которые не только сохраняют наш капитал, но еще и преумножат его. Чтобы справиться со всеми этими задачами,

мы обзаводимся финансовым планом. **Личный финансовый план** — это документ, отражающий текущее положение ваших дел, ваши личные финансовые цели, а также реалистичный план их достижения, т. е. накопления и инвестирования средств. Личный финансовый план — прежде всего документ, который обязательно должен быть перенесен на бумагу. Если личный финансовый план существует только в вашей голове, то он вряд ли будет реализован. Средний срок, на который составляется личный финансовый план, составляет не менее 10 лет.

для начала сформулируйте личные финансовые цели

Первое, с чего вы должны начать, и это самое важное, являющееся основой личного финансового плана, — определиться с вашими желаниями и стремлениями, с вашими финансовыми целями. «Чего вы хотите?» — это очень простой вопрос, но ответить на него, как ни странно, очень сложно. «Хочу достичь финансовой свободы» или «Хочу быть богатым» — это правильные ответы, но неполные. Их надо конкретизировать. Если мы говорим о «финансовой свободе», то сразу определяемся, какую сумму денег мы должны получать от своих инвестиций, чтобы она смогла заменить вам заработную плату и позволила жить припеваючи и не работая. Если мы говорим, что хотим стать богатыми, то сразу должны дать отчет, что для нас означают эти слова, т. е. что конкретно и за какую цену мы должны в этой жизни приобрести, чтобы почувствовать себя богатыми. Чтобы разобраться с этим вопросом, можно воспользоваться нехитрым психологическим приемом. Найдите человека и поставьте перед ним задачу: в течение десяти минут он должен задавать вам только один вопрос: «Что ты хочешь?» и конспектировать ваши ответы, а в конце задать еще один вопрос: «А как ты хочешь этого достичь?» и после этого оставить вас наедине с вашими мыслями. После первого вопроса вы, конечно, назовете те свои желания, к которым вы сейчас стремитесь и которые кажутся вам достижимыми. Но не тут-то было, ваш собеседник тупо продолжает задавать этот

же вопрос. Вы, конечно, говорите, что желаний-то как раз очень много, но «сами понимаете, не все и не всегда они исполняются», и что на этом вы хотите закончить разговор. Но собеседник не унимается, и для того, чтобы он отстал, вы начинаете фантазировать и помимо уже привычных «машины, квартиры, дачи» появляются яхта впридачу, вилла на островах и заканчивается список обязательным турпоходом в космос. По мере составления списка вы начинаете говорить много конкретики и о тех вещах, которые вы хотите иметь, в том числе и их цены. В какой-то момент ловите себя на мысли, что вы очень хорошо владеете вопросом: что, где и почему можно купить. А после финального вопроса: «Как ты хочешь этого достичь?» вы понимаете, что многое, а может, и все из перечисленного, вы сможете в этой жизни себе позволить. Только нужно правильно распорядится своими деньгами.

Конечно же, все индивидуально, например кто-то хочет выйти на пенсию в 40 лет и уехать жить в домик в деревню, а кто-то хочет иметь к 50 годам состояние в \$ 1 млн и достойную пенсию, пакет ценных бумаг, вложения в недвижимость, счет в надежном банке на текущие расходы и т. д. Повторимся: все очень индивидуально. При грамотном подходе к составлению финансового плана, за 10-20-30 лет можно получить вполне приличный доход, т. е. доход, который не требует от вас дополнительных усилий.

Но вначале попытаемся ответить на вопросы:

- В каком возрасте вы планируете перестать ходить на работу?
- Какой размер ежемесячного дохода вы хотели бы иметь?
- Какие покупки вы хотели бы сделать в течение ближайших 10-20 лет?

Проанализируйте текущую финансовую ситуацию

Финансовые цели намечены. Теперь важно верно оценить ваше текущее финансовое положение. Составление плана начинается с анализа того, чем вы располагаете сегодня. Это анализ ваших активов/пассивов, доходов/расходов. К сожалению, трудности

часто возникают и на этом этапе составления личного финансового плана. Далеко не каждый может назвать точную сумму своих расходов. Сколько тратите на транспорт, сколько на продукты? Как правило, люди тратят столько же, сколько и зарабатывают. Но это надо менять. Для обеспеченного будущего требуются инвестиции сейчас.

Далее от нас требуется оценить те активы, которые у нас уже есть. А вот тут-то и начинается неразбериха. Все активы делятся на плохие и хорошие. «Хорошие» активы — это активы, которые приносят доходы (банковские счета, рентная недвижимость, ценные бумаги, паи ПИФов, бизнес и др.). «Плохие» активы не приносят дохода (квартира, автомобиль и др.). «Плохие» активы еще и уносят деньги в виде расходов на их содержание. Многие люди сразу начинают возмущаться: «Как же так, цены на квартиры растут, а вы мою квартиру называли "плохим" активом?» Наверное, последние и правы, если они имеют лишнюю квартиру или сознательно в какой-то момент захотят стать бомжами, продав свою квартиру, или пойти на ухудшение жилищных условий и таким образом реализовать накопленный доход. Но если вы продолжаете жить в этой квартире до конца дней своих, то она так и останется вашим «плохим» активом. То же можно сказать и про машины, и про дачи, и про все остальные активы, без которых мы не мыслим своей жизни. Но это не проблема, давайте создавать настоящие «хорошие» активы. А это в первую очередь инвестиции в доходные инструменты. Одним из таких инструментов являются ценные бумаги, котирующиеся на фондовом рынке.

Запишите в плане следующие данные:

- сумма ежемесячного дохода (укажите источник и дату поступления средств);
- сумма ежемесячных расходов (укажите статьи расходов);
- «хорошие» активы, приносящие доход;
- «плохие» активы, не приносящие дохода;
- оцените, насколько рационально вы используете свой капитал.

Определите, какую сумму вы готовы выделить на инвестирование

Изначально каждый из нас является потенциальным миллионером, а каждый потерянный для инвестирования день обходится нам очень дорого. Для достижения финансового благополучия нам требуются две вещи: время и деньги. Не будет денег, сколько бы мы не ждали, из нуля ничего не получишь. А если у нас есть деньги, но нет времени, то чуда не бывает, через минуту денег больше у вас не станет. Для начала нужно обеспокоиться созданием первоначального капитала. А он из воздуха не появится. Вы должны его либо иметь, либо создать. Ну с первым все понятно, а вот со вторым что делать? Конечно же, копить. Регулярно откладывать либо определенную сумму, либо процент от доходов. Например, вы всегда откладываете 10% от любого дохода и направляете на инвестирование. На практике, вероятно, вам придется вначале направлять на инвестирование до 80% от своего дохода, но со временем в связи с ростом вашего инвестиционного капитала сумма отчислений будет уменьшаться и в какой-то момент вы прекратите откладывать.

- Проанализируйте свою текущую финансовую ситуацию и определите, какую сумму вы готовы выделять для инвестирования.
- Используйте правило «заплати сначала себе».
- Возьмите за правило выделять на инвестирование 10% любого полученного дохода.

Определите стратегию и выберите инструменты

Управляющие компании могут предложить вам разные инструменты для инвестирования, разные стратегии. Следует подчеркнуть, что выбор инструментов во многом обусловлен вашими личными предпочтениями. Один из важных вопросов, который вы должны задать себе перед началом инвестиционной деятельности: готовы ли вы рисковать? И если готовы, то в какой степени? Все существующие стратегии делятся по

величине среднего риска на три группы — консервативная, умеренная и агрессивная стратегия. Консервативная предусматривает работу в основном с долговыми инструментами (облигациями) и в меньшей степени с долевыми (акциями). Умеренная стратегия — это уже акции, как правило, «голубые фишки». Агрессивная стратегия подразумевает работу с акциями второго и третьего эшелонов или с производными инструментами. Выбор стратегии всегда зависит от вас. Кто-то предпочитает более рискованные стратегии и готов большую часть своего состояния вкладывать в рискованные инструменты. История показывает, что на большом отрезке времени такие вложения себя оправдывают, так как исторически вложения в акции более прибыльные, чем банковские депозиты. Но для начала нужно понять, какой вы инвестор — агрессивный или консервативный, и исходя из этого выбрать стратегию для вложений.

Таким образом, учитывая свои возможности, имеющиеся стартовые условия и готовность рисковать, рассчитываются возможные варианты достижения поставленных целей.

Определите размер суммы, которая составит ваш «стартовый капитал»:

- если вы не готовы рисковать, для вас предпочтительной является консервативная стратегия и в качестве инструментов вы можете использовать облигации или смешанные инвестиции (облигации и акции одновременно);
- если вы готовы рисковать, используйте в качестве инструментов акции (фонды акций или индексные фонды) и производные инструменты (фьючерсы, опционы);
- если вы выбираете умеренную стратегию, оптимальными инструментами для вас являются акции;
- при расчетах финансовых результатов учитывайте возможные экономические риски.

После всего этого подготовительного периода мы можем заняться инвестициями.

Глава 2

Выгодно ли инвестировать в ценные бумаги России?

Вкладывая деньги в паевые фонды, инвестор фактически вкладывает их в акции российских компаний. Поэтому, прежде чем начать рассказывать непосредственно о методах инвестирования в паевые фонды, стоит разобраться, а выгодно ли вообще инвестировать в российские акции? Рынок ценных бумаг во многом является отражением состояния экономики страны, которая в последнее время развивается быстрыми темпами. Ленты экономических новостей несут своим читателям, как правило, положительные новости. Высокие цены на сырье — нефть, газ, металлы — также играют на пользу развитию нашей экономики. Продолжается рост золотовалютных резервов, профицит бюджета достиг троекратного размера. Ведущие мировые рейтинговые агентства, такие как *Fitch*, *Moody's*, повышают инвестиционные рейтинги России. Это стимулирует рост иностранных инвестиций. Все эти факторы позволяют с оптимизмом смотреть в будущее. И потенциальные инвесторы — как частные, так и корпоративные — чувствуют этот оптимизм в самом фондовом рынке. Рынок демонстрирует впечатляющий рост и продолжает расти. Те, кто, несмотря на сомнения, разместил активы на российском фондовом рынке, скорее всего, не прогадали. Основной причиной возрастающего интереса инвесторов к вложениям в акции российских предприятий стало то, что после кризиса 1998 г. экономика России начала восстанавливаться быстрыми темпами. Рост ВВП, промышленного производства, профицита государственного бюджета — все это положительно отражается на рынке ценных бумаг. В мировой классификации рынки делятся на развитые и развивающиеся. К развитым рынкам относятся рынки стран со старой экономикой, такие как рынки Западной Европы, Америки, Японии. В этих странах уже давно побороли

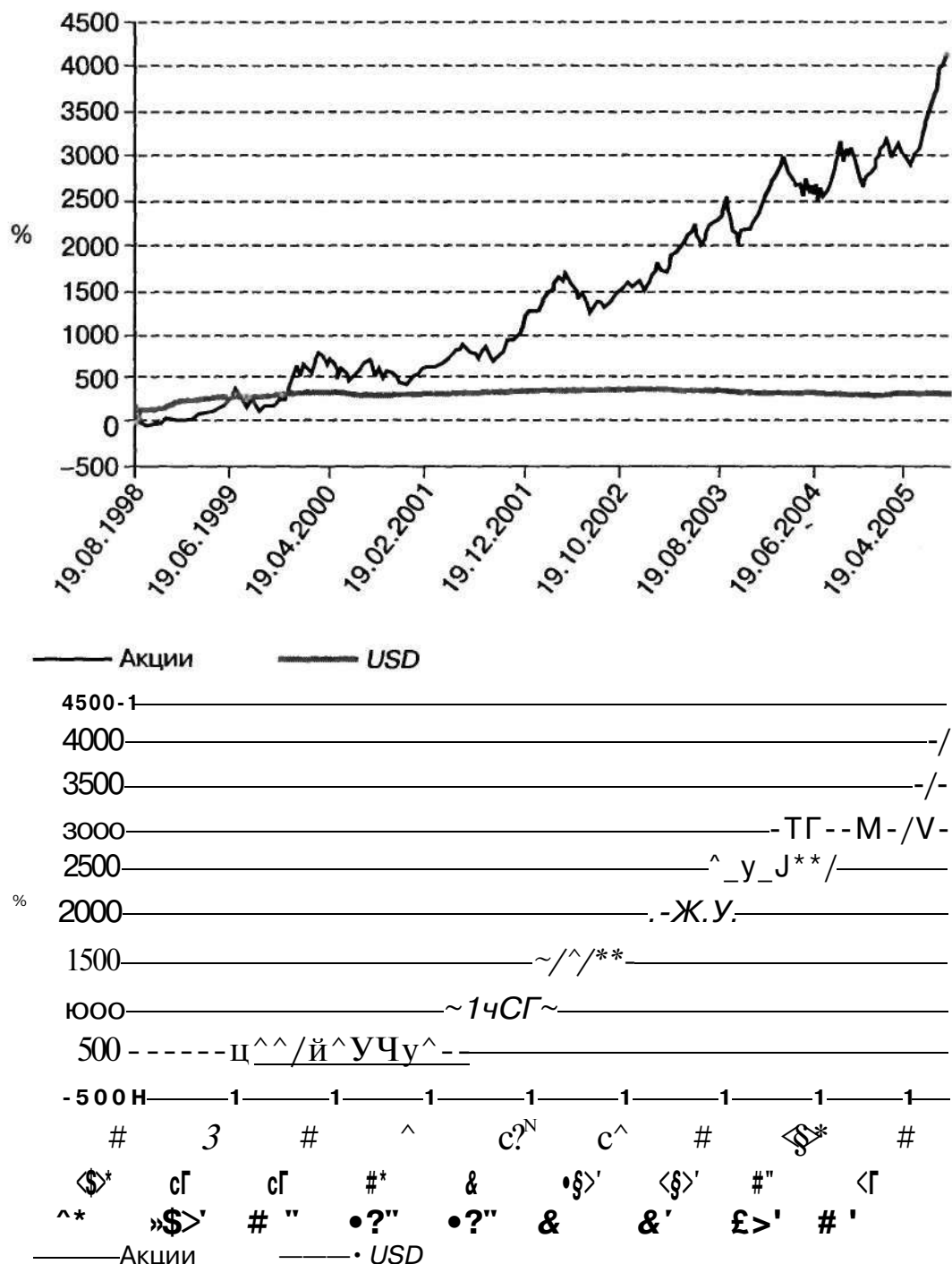


Рис. 1. Рост курса доллара в рублях и рост российского фондового рынка в рублях с 1998 по 2005 г. Среднегодовая доходность российского фондового рынка 71,00% в рублях

инфляцию, и жесткая конкуренция среди предприятий не позволяет им расти широким фронтом. Напротив, в развивающихся странах остается повышенная инфляция, которая при переоценке основных фондов закладывается в цену акций, и из-за узости рынка подавляющее число предприятий работают с прибылью, что обеспечивает рост ВВП. Отсюда и получается, что рынки развивающихся стран растут опережающими темпами. (рис. 1-4)

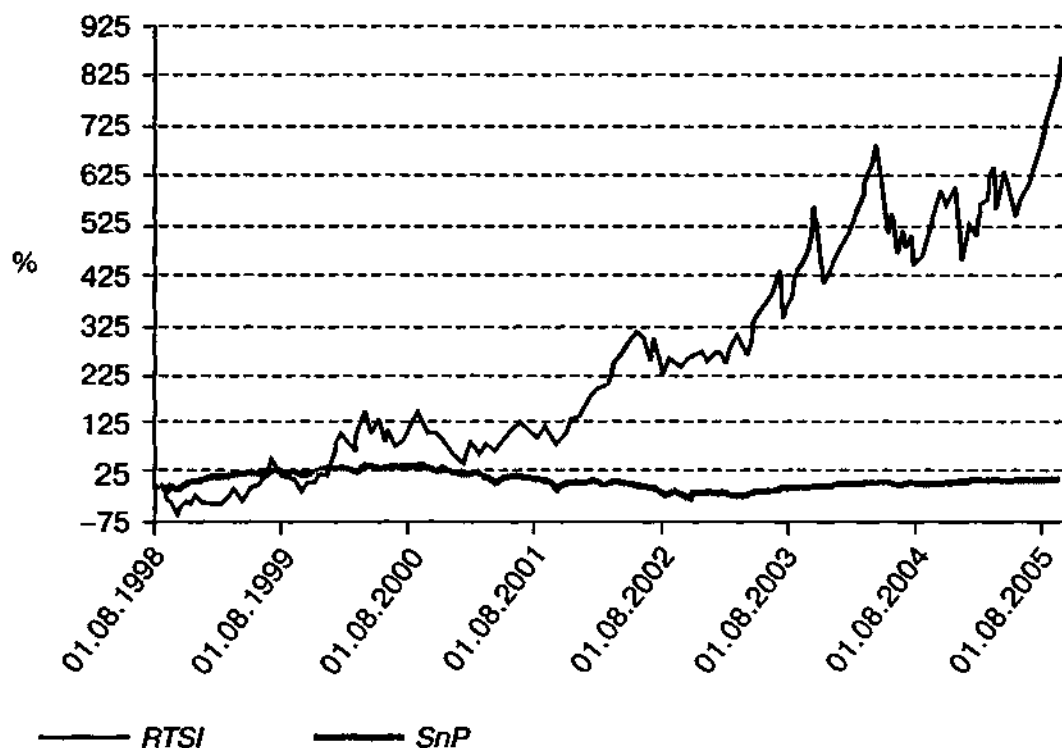


Рис. 2. Сравнительный анализ доходности американского фондового рынка и российского с 1998 по 2005 г. Среднегодовая доходность российского фондового рынка 36,21% в долларах

Еще один немаловажный момент, говорящий в пользу инвестиций в акции российских предприятий, — это то, что большинство наших компаний еще недооценены по сравнению с их западными аналогами. Сейчас наиболее популярны среди инвестиционных фондов акции крупнейших российских компаний: РАО «ЕЭС России», Газпром, ЛУКОЙЛ, Сургутнефтегаз, ГМК «Норильский никель», Ростелеком, Мосэнерго, Татнефть, Сберегательный банк РФ. Из-за их положительных качеств их еще называют «голубыми фишками». Во всем мире самые крупные компании по капитализации называют так. Этому названию уже больше ста лет, оно пошло от сравнения с самыми крупными фишками в казино. В свое время в казино Монте-Карло самые крупные фишки были голубого цвета.

Если сравнить сегодняшние цены на «голубые фишки» с ценами пятью годами раньше, то мы увидим существенное увеличение. Так, акция РАО «ЕЭС России» пять лет назад сто-

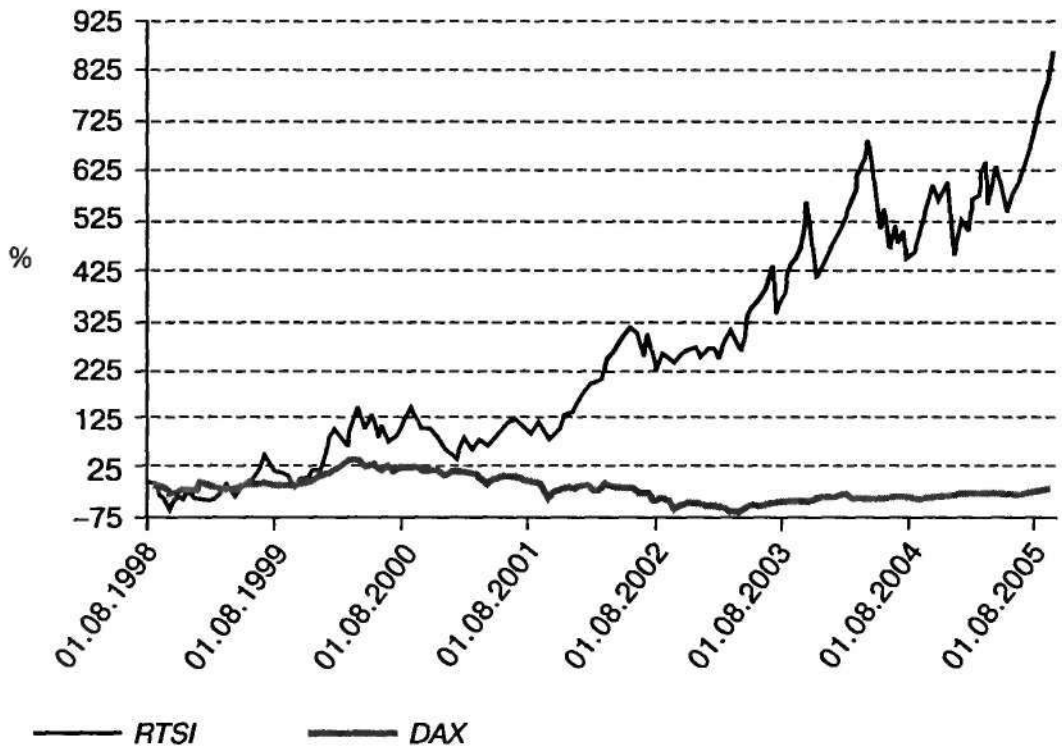


Рис. 3. Сравнительный анализ доходности европейского фондового рынка в евро и российского в долларах с 1998 по 2005 г.

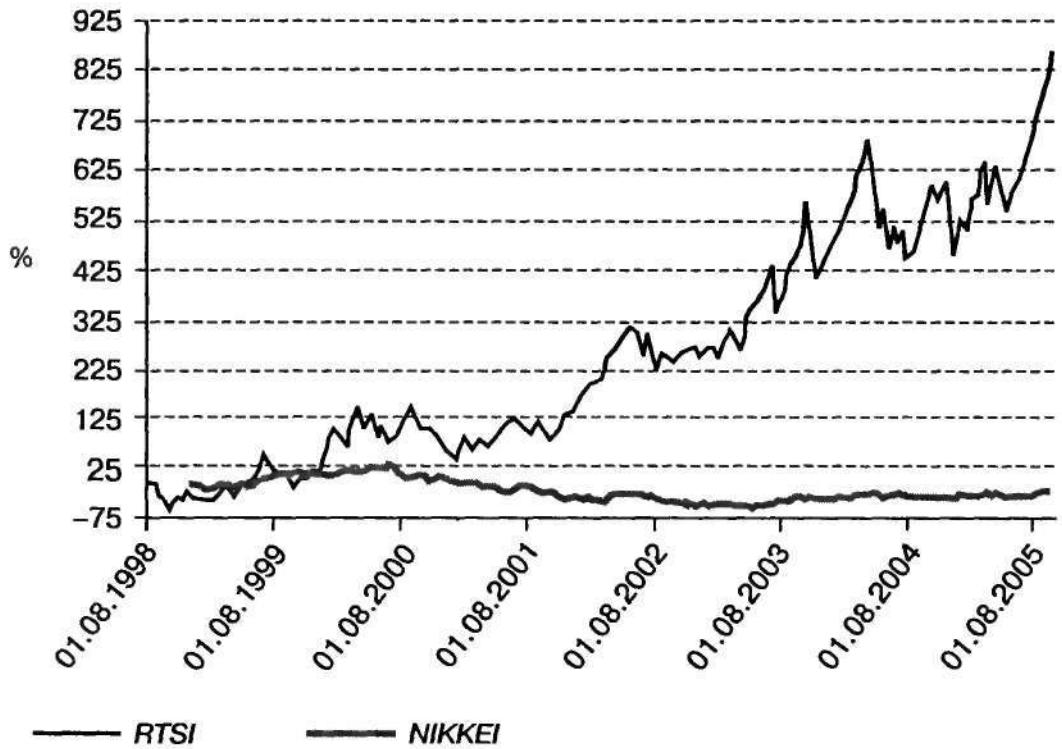


Рис. 4. Сравнительный анализ доходности японского фондового рынка в йенах и российского в долларах с 1998 по 2005 г.

ила 2 руб. 50 коп., а сейчас — 20 руб. Цена на акции Газпрома выросла с 14 руб. до 300. А акции Сберегательного банка России выросли с 900 руб. до 50 000. И это еще не предел.

Глава 3

Ступени инвестора

Как получить наибольшую прибыль? Что выбрать: ПИФы, доверительное управление, вклады? Может быть, лично заниматься инвестициями в ценные бумаги?

Здесь нужно понимать, чего вы хотите. Вы хотите получать постоянный фиксированный, рентный доход или рискнуть и заработать на изменениях курсовой стоимости акций? Развитие финансовых рынков настолько расширило инструменты и способы вложения денег, что рядовому обывателю порой становится трудно разобраться во всем многообразии инвестиционных альтернатив. Тем не менее основными направлениями инвестирования могут стать:

- вложение денег в банк;
- самостоятельное инвестирование на рынке ценных бумаг;
- передача средств в индивидуальное доверительное управление (ИДУ) частному управляющему или управляющей компании;
- вложение денег в паевой инвестиционный фонд (ПИФ);
- вложение средств в общие фонды банковского управления (ОФБУ).

Итак, по порядку.

Самое простое, что может сделать инвестор, — это вложить деньги в банк. Если ставка по депозиту не превышает ставку рефинансирования (сейчас она составляет 11%), то налог от полученного в банке дохода не взимается. Что касается рисков, то они минимальны, особенно после принятия закона о гарантии банковских вкладов, согласно которому государство гарантирует возврат средств вкладчиков, находящихся на счетах в кредитных организациях, на сумму не более 100 000 руб. И обещает регулярно повышать сумму страхования вкладов. Так как риск вложений в банк невысок, то и доходность тоже большой не бу-

дет: примерно 7-9% годовых. Таким образом, при существующих темпах инфляции банковский вклад позволит вкладчику несколько притормозить таяние своего капитала вследствие роста цен. Поэтому вклады уже не рассматриваются инвесторами как инструмент преумножения своего капитала, а используются для хранения небольших сумм просто на «черный день».

В поисках более высокого дохода инвестор может попробовать и сам инвестировать средства в ценные бумаги. Но от такого инвестора потребуются высокие специальные навыки и знания, которыми чаще всего рядовые инвесторы не обладают. Зато самостоятельное управление имеет ряд преимуществ, основное из которых заключается в собственном контроле над собственным капиталом. Самостоятельно задавая параметры своих инвестиций, такие как инвестиционный срок, риск потерь и активность совершения операций с ценными бумагами.

Но получить доходность от самостоятельного управления очень сложно, так как это зависит в большей степени от уровня квалификации самого инвестора, равно как и уровня риска. Однако все-таки наибольшей доходности можно достичь именно при самостоятельном управлении, так как есть возможность самостоятельно составить уникальную, только для себя любимого инвестиционную декларацию и соответственно структуру портфеля, а также выбрать оптимальный для получения доходов срок вложения денег. Правда, в этом случае инвестору придется нести довольно большие расходы по обслуживанию торгового счета, заключению сделок, а также за доступ к торговому терминалу. И самое главное, тратить довольно-таки значительное время на планирование и анализ своих инвестиций.

Если же у вас нет возможности или желания самостоятельно заниматься торговлей ценными бумагами, то это не страшно. Индустрия инвестиций создала массу возможностей для получения прибыли, не прикладывая к этому собственных усилий. Если вы не богаты и сумма для вложения небольшая, то вы можете воспользоваться услугами коллективных инвестиций: прибегнуть к вложению в фонды прямого банковского управления или купить паи инвестиционного фонда. А если вы обладаете

значительными средствами, то кроме того, как приобрести паи, вы еще можете нанять себе персонального инвестиционного консультанта или доверительного управляющего.

Доверительное управление. Это что-то среднее между самостоятельным управлением и инвестированием средств в паевой фонд. Такой способ инвестирования хорош для тех, кто обладает какими-то специальными знаниями в области финансовых рынков, разбирается в экономической ситуации в целом, но не имеет достаточного времени на самостоятельное управление собственными средствами.

Тогда вы обращаетесь в управляющую компанию и заключаете договор на доверительное управление средствами или на дополнительное информационное обслуживание. Встречаетесь с управляющим или консультантом и составляете индивидуальную инвестиционную декларацию, в которой прописаны требования к составу и структуре инвестирования, а также размер вознаграждений и прочие детали взаимодействия управляющего и инвестора.

Риск потерь при таком инвестировании заложен в расчетах стратегии инвестирования. Хорошо это тем, что вы заранее знаете возможные убытки и можете к ним морально подготовиться. Доходность в данном случае будет зависеть от выбранной стратегии, размеров риска и от рыночных движений. По сравнению с самостоятельным управлением активами затраты на ведение счета, брокерское обслуживание и т. д. могут быть несколько больше, так как у управляющего, скорее всего, есть дополнительная плата за свои услуги.

Теперь про последний и главный вариант для инвестиций. Средства можно отнести в паевой инвестиционный фонд (ПИФ). При этом заключается договор доверительного управления с управляющей компанией. ПИФ в данном случае выступает в роли некоего стандартизированного инвестиционного портфеля, средства которого будут составлены из вкладов нескольких пайщиков. Далее собранные денежные средства инвестируются управляющей компанией в ценные бумаги, банковские депозиты или же недвижимость (в случае закрытых ПИФов). При

олагоприятной рыночной ситуации и грамотном управлении доверенными средствами стоимость имущества ПИФа, т. е. совокупная стоимость внесенных денежных средств, возрастет, увеличивая доход пайщика. Вследствие ухудшения общей рыночной конъюнктуры стоимость инвестиций падает, что означает для пайщика уменьшение стоимости принадлежащих ему паев, или же попросту убытки.

Если все предыдущие варианты представляли собой индивидуальное инвестирование, то ПИФ принадлежит к числу коллективных инвестиций. Это означает, что активы, куда инвестированы средства пайщиков, находятся в коллективной собственности всех пайщиков, а отдельному инвестору принадлежит только некоторая доля в этом совокупном капитале. Эта доля называется паем, который представляет собой особый вид ценных бумаг.

ПИФы привлекательны для инвестора по нескольким причинам. Во-первых, для инвестирования в ПИФ не требуется обладать профессиональными навыками, достаточно просто выбрать интересующую управляющую компанию. Правда, чтобы ее выбрать, надо иметь представление о том, что такое ПИФ, управляющая компания и какие требования предъявляются к качеству управления активами фонда.

Вторым явным преимуществом ПИФов можно назвать ограниченный риск, так как коллективное инвестирование подлежит жесткому регулированию со стороны государства. Следующее преимущество — это налоговый режим. Пайщики хоть и уплачивают налог, но налог они платят только в момент реализации пая.

Однако у ПИФов есть и некоторые недостатки. Во-первых, это расходы, которые могут показаться довольно большими относительно других форм инвестирования. Дело в том, что законодательство устанавливает максимальную величину расходов, которые ложатся на пайщика, в размере 10%.

Во-вторых, ликвидность вложений в ПИФ довольно низка. Законодательство предусматривает срок до 3 дней на удовлетворение заявки на приобретение или погашение паев. Более того,

получить свои деньги обратно реально можно будет только еще через 15 дней (этот срок может быть меньше в зависимости от правил ПИФа).

Выделяют три вида ПИФов: открытые, интервальные и закрытые. Разница между ними очень проста. Пай открытого ПИФа можно купить или продать управляющей компании в любой рабочий день, интервального — в определенные периоды (интервалы). Паи закрытого фонда предъявляются к погашению управляющей компании только после окончания срока действия договора доверительного управления. Правда, только в закрытых ПИФах выплачивается промежуточный доход.

С целью повышения защиты вкладчиков ФСФР требует от управляющих компаний четко указывать категорию фонда в зависимости от основных направлений инвестирования: фонды недвижимости, фонды денежного рынка, фонды смешанных инвестиций, фонды акций, индексные фонды (формируются из акций в той пропорции, в которой они представлены в выбранном фондовом индексе), фонды венчурных инвестиций.

Давайте разберемся подробнее в коллективных инвестициях. Коллективное инвестирование (ПИФ) — схема инвестирования, при которой средства, вложенные мелкими инвесторами, аккумулируются в единый фонд под управлением профессионального менеджера для их последующего вложения с целью получения прибыли (прироста). Таким образом, коллективное инвестирование предполагает создание некоторого «денежного мешка» из средств мелких вкладчиков, который потом будет инвестироваться в ценные бумаги, недвижимость или какие-то другие активы. Согласно Указу Президента РФ «Об утверждении Комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров» № 408 от 21.03.1996 г., к формам коллективного инвестирования относят:

- паевые инвестиционные фонды (открытые и интервальные, а также закрытые срочные);
- кредитные союзы;
- акционерные инвестиционные фонды;

- инвестиционные банки;
- негосударственные пенсионные фонды.

Преимущества коллективных инвесторов:

- 1) профессиональное управление. Компании, занимающиеся финансовыми инвестициями, с большей вероятностью обладают необходимыми знаниями и навыками, чем мелкие инвесторы;
- 2) диверсификация. Мелкие инвесторы не в состоянии снизить риск путем диверсификации из-за высоких затрат на проведение операций при небольшом количестве акций;
- 3) снижение затрат. При управлении большим числом мелких инвестиций как одним крупным портфелем можно добиться экономии за счет масштаба операций, от чего инвестор может получить выгоду в виде низкой платы за управление;
- 4) надежность. Коллективные инвесторы практически во всех странах являются объектом законодательства и регулирования, направленного на защиту интересов мелких инвесторов.

Инвестиционные фонды представляют собой механизм, при помощи которого частные лица передают денежные средства или активы в руки профессиональных менеджеров для управления. Вложения тысяч инвесторов затем управляются как единым портфелем, в котором у каждого инвестора есть доля, пропорциональная его инвестициям. Инвесторы, приобретающие доли участия в инвестиционном фонде, являются его владельцами (акционерами, пайщиками). Доход, который получает инвестиционный фонд, состоит из дивидендных выплат и из прироста стоимости ценной бумаги, входящей в состав активов фонда. Правда, активы фонда могут как вырасти в цене, так и упасть.

Организации, участвующие в управлении и обслуживании фонда:

- управляющая компания — управляет имуществом фонда;
- специализированный депозитарий (в зависимости от типа фонда и страны — депозитарий, попечитель, кастодиан) — хранит и ведет учет имущества фонда, осуществляя при

этом контроль за законностью действия управляющей компании по отношению к имуществу фонда;

- регистратор — ведет учет прав собственности на паи фонда;
- аудитор — проверяет правильность ведения учета и отчетности управляющей компанией фонда.

Паевой инвестиционный фонд должен иметь название (индивидуальное обозначение), идентифицирующее его по отношению к иным паевым инвестиционным фондам. Ни одно лицо, за исключением управляющей компании паевого инвестиционного фонда, не вправе привлекать денежные средства и иное имущество, используя слова «паевой инвестиционный фонд» в любом сочетании.

В основе взаимодействия пайщика, ПИ Фа и управляющей компании (УК) лежит договор доверительного управления. Согласно этому договору, одна сторона (учредитель управления) передает другому лицу (доверительному управляющему) в распоряжение имущество, принадлежащее учредителю управления на правах собственности.

Учредитель доверительного управления передает имущество управляющей компании для включения его в состав паевого инвестиционного фонда с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления. Имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, является общим имуществом владельцев инвестиционных паев и принадлежит им на праве общей долевой собственности. Раздел имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и выдел из него доли в натуре не допускаются.

Срок действия договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом, указываемый в правилах доверительного управления паевым инвестиционным фондом, не должен превышать 15 лет.

Преимущества паевых фондов:

- относительно высокая доходность (до 80% годовых в 2005 г.);
- нет необходимости самостоятельного управления портфелем ценных бумаг;

- возможность получения высокого либо стабильного дохода по выбору инвестора в зависимости от типа паевого фонда (облигационный);
- предельно минимальные суммы вложений (при этом инвестор фактически становится обладателем доли достаточно диверсифицированного портфеля ценных бумаг);
- возможность ежедневно следить за стоимостью паев через Интернет.

Недостатки паевых фондов:

- вывод средств из фонда до 2 недель;
- издержки инвестора до 10% за инвестиционный срок, который может быть равен и одному месяцу, а может быть и больше года (включая скидки, надбавки, вознаграждение управляющей компании и прочие расходы);
- отсутствие оперативности в управлении средствами (необходимо подавать управляющей компании или агенту заявки на покупку/продажу паев, которые будут исполнены с задержкой 1-3 дня).

Паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом. Это означает, что плательщиками налога на доходы, полученные в виде прироста стоимости пая, будут юридические и физические лица — пайщики фонда. Доход от владения паем возникает только в момент его реализации (выкупа) и облагается по принятой ставке обложения дохода. Дивиденды по инвестиционным паям не начисляются.

Типы ПИФов:

1. Открытые ПИФы предполагают наличие у владельца инвестиционных паев права в любой рабочий день требовать от управляющей компании погашения всех принадлежащих ему инвестиционных паев и прекращения тем самым договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом между ним и управляющей компанией или погашения части принадлежащих ему инвестиционных паев.

2. Интервальные ПИФы предполагают наличие у владельца инвестиционных паев права в течение срока, установленно-го правилами доверительного управления паевым инвести-ционным фондом, требовать от управляющей компании по-гашения всех принадлежащих ему инвестиционных паев и прекращения тем самым договора доверительного управле-ния паевым инвестиционным фондом между ним и управ-ляющей компанией или погашения части принадлежащих ему инвестиционных паев. В доверительное управление от-крытым и интервальным паевыми инвестиционными фон-дами учредители доверительного управления могут переда-вать только денежные средства.
3. Закрытые ПИФы предполагают отсутствие у владельца ин-вестиционных паев права требовать от управляющей ком-пании прекращения договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом до истечения срока его действия, за исключением случаев, предусмотренных феде-ральным законом. В доверительное управление закрытым паевым инвестиционным фондам учредители доверительно-го управления могут передавать денежные средства, а также иное имущество, предусмотренное инвестиционной декла-рацией.

С целью повышения защиты вкладчиков ФКЦБ требует от управляющих компаний четко указывать категорию фонда в за-висимости от основных направлений инвестирования:

- фонд облигаций;
- фонд недвижимости;
- фонд денежного рынка;
- фонд смешанных инвестиций;
- фонд акций;
- индексный фонд (формируется из акций в той пропорции, в которой они представлены в выбранном фондовом индек-се);
- фонд прямых инвестиций;
- фонд венчурных инвестиций.

Лицензия на осуществление деятельности инвестиционных фондов предоставляется на 5 лет. Срок действия лицензии может быть продлен по заявлению лицензиата. При продлении срока действия лицензии она действует бессрочно либо в течение срока, указанного в заявлении о продлении срока действия лицензии.

Вхождение в паевой фонд означает присоединение к договору доверительного управления. Этот договор описывает взаимоотношения инвестора (т. е. вами) и управляющей компании, которая будет размещать ваши средства на фондовом рынке. Договор доверительного управления должен соответствовать ряду критериев, которые прописаны законодательно, для максимальной защиты частных инвесторов.

Правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом должны содержать следующие сведения:

- название паевого инвестиционного фонда;
- тип паевого инвестиционного фонда (открытый, интервальный, закрытый);
- полное фирменное наименование управляющей компании, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, аудитора;
- инвестиционную декларацию;
- стоимость имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, по достижении которой паевой инвестиционный фонд является сформированным;
- срок формирования паевого инвестиционного фонда, который должен начинаться не позднее шести месяцев с момента регистрации правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом и не должен превышать три месяца;
- права и обязанности управляющей компании;
- срок действия договора доверительного управления;
- порядок подачи заявок на приобретение, погашение и обмен инвестиционных паев;

- порядок и сроки включения в состав паевого инвестиционного фонда внесенных денежных средств (иного имущества);
- порядок и сроки выплаты денежной компенсации в связи с погашением инвестиционных паев;
- порядок определения расчетной стоимости инвестиционного пая, суммы, на которую выдается инвестиционный пай, а также суммы денежной компенсации, подлежащей выплате в связи с погашением инвестиционного пая;
- порядок и сроки внесения в реестр владельцев инвестиционных паев записей о приобретении, обмене, передаче и погашении инвестиционных паев;
- права владельцев инвестиционных паев;
- размер вознаграждения управляющей компании, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, аудитора;
- виды и максимальный размер расходов, связанных с доверительным управлением паевым инвестиционным фондом, подлежащих оплате за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд;
- порядок раскрытия информации о паевом инвестиционном фонде, в том числе наименование печатного издания, в котором публикуется информация о паевом инвестиционном фонде;
- иные сведения в соответствии с требованиями, установленными федеральным законом.

Выдача инвестиционных паев осуществляется на основании заявок на приобретение инвестиционных паев. Заявки на приобретение инвестиционных паев носят безотзывный характер.

Правилами доверительного управления открытым паевым инвестиционным фондом может быть предусмотрена возможность обмена инвестиционных паев по требованию их владельцев на инвестиционные паи другого открытого паевого инвестиционного фонда, находящегося в доверительном управлении той же управляющей компании. Также может предусматриваться пра-

во управляющей компании ПИ Фа приостановить выдачу, погашение и обмен инвестиционных паев на срок не более трех дней в случае, если расчетная стоимость инвестиционного пая изменилась более чем на 10% по сравнению с расчетной стоимостью на предшествующую дату ее определения.

Прекращение паевого инвестиционного фонда осуществляется в случаях, если:

- по окончании срока формирования паевого инвестиционного фонда стоимость имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, оказалась меньше стоимости имущества, определенной правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом, по достижении которой паевой инвестиционный фонд является сформированным;
- подана заявка (заявки) на погашение всех инвестиционных паев;
- приостановлено действие лицензии или аннулирована лицензия у управляющей компании и в течение трех месяцев со дня приостановления действия лицензии или аннулирования лицензии ее права и обязанности не переданы другой управляющей компании;
- приостановлено действие лицензии или аннулирована лицензия у специализированного депозитария и в течение трех месяцев со дня приостановления действия лицензии или аннулирования лицензии его права и обязанности не переданы другому специализированному депозитарию;
- принято решение о добровольной ликвидации управляющей компании и в течение трех месяцев со дня принятия этого решения ее права и обязанности не переданы другой управляющей компании;
- истек срок действия договора доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом;
- принято соответствующее решение управляющей компании, если право принятия такого решения предусмотрено правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом;

- наступили иные основания, предусмотренные федеральными законами.

В случае прекращения деятельности паевого инвестиционного фонда имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, подлежит реализации. Денежные средства, составляющие паевой инвестиционный фонд и поступившие в него после реализации имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, распределяются в следующем порядке:

- в первую очередь — кредиторам (за исключением управляющей компании этого паевого инвестиционного фонда), требования которых должны удовлетворяться за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, в том числе специализированному депозитарию, лицу, осуществляющему ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщику и аудитору вознаграждений, начисленных им на день возникновения основания прекращения паевого инвестиционного фонда, а также лицам, заявки которых на погашение инвестиционных паев были приняты до дня возникновения основания прекращения паевого инвестиционного фонда, причитающихся им денежных компенсаций;
- во вторую очередь — лицу, осуществлявшему прекращение паевого инвестиционного фонда, связанных с этим расходов (за исключением случаев, когда в соответствии с настоящим федеральным законом такое возмещение не производится), а в случае, если прекращение паевого инвестиционного фонда осуществляется лицом, определенным федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг, — также и вознаграждения за исполнение обязанностей по прекращению паевого инвестиционного фонда;
- в третью очередь — управляющей компании вознаграждения, начисленного ей как на день, так и после дня возникновения основания прекращения паевого инвестиционного фонда (за исключением случая прекращения паевого инвестиционного фонда на основании приостановления дей

ствия или аннулирования лицензии у управляющей компании и иных случаев, когда в соответствии с настоящим федеральным законом вознаграждение не выплачивается), а также специализированному депозитарию, лицу, осуществляющему ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщику и аудитору — вознаграждений, начисленных им после дня возникновения основания прекращения паевого инвестиционного фонда;

- в четвертую очередь — владельцам инвестиционных паев денежной компенсации путем распределения оставшегося имущества пропорционально количеству принадлежащих им инвестиционных паев.

Лицо, осуществляющее прекращение паевого инвестиционного фонда, может получить причитающееся ему вознаграждение за исполнение обязанностей по прекращению паевого инвестиционного фонда только после завершения всех расчетов в соответствии с указанной очередностью.

Указанные выше данные являются законодательными требованиями. Подобные ограничения установлены для того, чтобы управляющая компания не могла оставить портфель фонда несбалансированным. К примеру, управляющая компания не может вкладывать все деньги в акции одной компании, поскольку ФКЦБ устанавливает предел для ценных бумаг одного эмитента не более 20% от стоимости активов фонда. Состав и структура активов конкретного фонда прописываются в инвестиционной декларации.

Инвестиционная декларация инвестиционного фонда должна содержать:

- описание целей инвестиционной политики акционерного инвестиционного фонда и управляющей компании паевого инвестиционного фонда;
- перечень объектов инвестирования;
- описание рисков, связанных с инвестированием в указанные объекты;
- требования к структуре активов акционерного инвестиционного фонда и активов паевого инвестиционного фонда.

Имущество, принадлежащее акционерному инвестиционному фонду, и имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, должны учитываться в специализированном депозитарии.

Специализированный депозитарий вправе привлекать к исполнению своих обязанностей другой депозитарий, если это предусмотрено соответственно договором с акционерным инвестиционным фондом или правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Специализированный депозитарий отвечает за действия определенного им депозитария как за свои собственные. Акционерный инвестиционный фонд и управляющая компания паевого инвестиционного фонда несут ответственность за действия определенного ими депозитария в случае, если привлечение депозитария производилось по их письменному указанию.

Специализированным депозитарием акционерного инвестиционного фонда и паевого инвестиционного фонда могут быть только АО или ООО, имеющие лицензию специализированного депозитария, а также лицензию на осуществление депозитарной деятельности на рынке ценных бумаг.

Специализированный депозитарий вправе совмещать свою деятельность с иными видами деятельности при условии, что она осуществляется отдельным структурным подразделением специализированного депозитария.

Специализированный депозитарий вправе хранить и учитывать имущество, в которое размещены пенсионные резервы негосударственных пенсионных фондов, осуществлять контроль за соблюдением негосударственными пенсионными фондами и их управляющими требований законодательства Российской Федерации.

В связи с осуществлением своей деятельности специализированный депозитарий вправе оказывать консультационные и информационные услуги, вести бухгалтерский учет акционерного инвестиционного фонда и паевого инвестиционного фонда, вести реестр владельцев инвестиционных паев.

Обязанности специализированного депозитария:

- принимать на хранение и хранить имущество фонда;
- давать управляющей компании согласие на распоряжение имуществом, принадлежащим акционерному инвестиционному фонду, или имуществом фонда, а также исполнять поручения УК о передаче ценных бумаг;
- принимать и хранить копии всех первичных документов в отношении имущества фондов, а также подлинные экземпляры документов, подтверждающих права на недвижимость;
- представлять в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг отчетность;
- представлять в ревизионную комиссию (ревизору) акционерного инвестиционного фонда документы, необходимые для ее деятельности;
- регистрироваться в качестве номинального держателя ценных бумаг;
- осуществлять контроль за определением СЧА, а также расчетной стоимости инвестиционного пая, количества выдаваемых инвестиционных паев и размеров денежной компенсации в связи с погашением инвестиционных паев.

Реестр владельцев инвестиционных паев — система записей о паевом инвестиционном фонде, об общем количестве выданных и погашенных инвестиционных паев этого фонда, о владельцах инвестиционных паев и количестве принадлежащих им инвестиционных паев, номинальных держателях, об иных зарегистрированных лицах и о количестве зарегистрированных на них инвестиционных паев, дроблении инвестиционных паев, записей о приобретении, обмене, передаче или погашении инвестиционных паев.

Ведение реестра владельцев инвестиционных паев вправе осуществлять только юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление деятельности по ведению реестра владельцев ценных именных бумаг, или специализированный депозитарий этого паевого инвестиционного фонда.

Договор о ведении реестра владельцев инвестиционных паев может быть заключен только с одним юридическим лицом.

Правилами фондов предусмотрено исполнение заявки в течение трех дней с момента поступления средств с вашего счета на счет управляющей компании.

Стоимость пая и чистых активов можно узнать:

- у самой управляющей компании, придя в офис или позвонив по телефону;
- на сайте управляющей компании;
- из печатных и электронных СМИ.

Глава 4

Что необходимо знать об акциях, облигациях и опционах с точки зрения инвестора

Многие ПИФы имеют в своем названии термин «облигационный». Это значит, что данный фонд инвестирует денежные средства своих пайщиков исключительно в облигации. Но и смешанные фонды также используют в своей работе такой инструмент для инвестирования, как облигации. Давайте разберемся в этом инструменте.

Основной долговой ценной бумагой является *облигация*, которая почти полностью аналогична долговой расписке, т. е. бумаге, которую заемщик денежных средств (должник) выдает тому, у кого занимает эти деньги (кредитору), и обязуется, согласно этой расписке, выплатить определенную сумму через конкретный промежуток времени. Единственным отличием, если мы говорим об облигации, является то, что у этой ценной бумаги есть определенные характеристики, и то, что заемщиком выступает надежная организация или государство.

Процесс выпуска любой ценной бумаги называется *эмиссией*, а тот, кто выпускает ее, — *эмитентом* (он же является заемщиком денежных средств).

Облигации в зависимости от типа эмитента бывают трех основных видов:

1. Государственными, т. е. выпущенными государством. По степени надежности эти ценные бумаги считаются самыми лучшими среди всех остальных, и рынки таких облигаций являются самыми крупными среди всех остальных рынков ценных бумаг. Общая сумма, на которую выпущены данные облигации, представляет собой сумму долга государства инвесторам, купившим эти облигации. В России государственные облигации называются

ГКО (государственные краткосрочные облигации) и ОФЗ (облигации федерального займа).

2. Корпоративными, выпущенными крупнейшими компаниями, имеющими высокий рейтинг надежности. Это тип облигаций, который становится все более популярным в нашей стране и является очень распространенным инструментом для инвесторов в развитых странах. По надежности эти ценные бумаги стоят после государственных ценных бумаг, поэтому являются более рискованным вложением денег, однако обеспечивают большую доходность на вложенные средства. Среди российских эмитентов корпоративных облигаций такие компании, как Газпром, АЛРОСА, ОМЗ, МГТС и др.

3. Муниципальными, которые эмитируются правительствами городов (муниципалитетами). В развитых странах эти облигации стоят по надежности между государственными и корпоративными, но в нашей стране некоторые корпоративные облигации по надежности превышают облигации многих российских городов. Среди наиболее распространенных и надежных муниципальных облигаций — облигации Москвы и Санкт-Петербурга.

Одной из главных характеристик любой облигации является ее *номинал*, или цена облигации в момент выпуска (эмиссии), которая аналогична начальной сумме долга. Облигации всегда выпускаются одним выпуском, который содержит определенное количество облигаций. Общая сумма номиналов всех облигаций в данном выпуске (данной эмиссии) представляет собой *объем выпуска*. Компания/корпорация за время своего существования может несколько раз эмитировать облигации, т. е. делать несколько выпусков.

Второй важной составной частью является *купон*, или условие выплаты процентов по облигации ее владельцу в определенном размере через определенный срок, что аналогично выплате процентов по долгу или по тем деньгам, который инвестор заплатил при выпуске облигации. Размер процентов определяется в момент выпуска облигации и либо фиксируется на весь срок, либо привязывается к какому-либо рыночному показателю.

Облигация может иметь от одного до нескольких купонов, каждый из которых будет погашаться через определенный промежуток времени, который называется купонным периодом. В момент выплаты процентов на облигацию происходит *погашение купона*, если у облигации еще остались купоны, то инвестор может ждать до погашения следующего купона. Если купонов больше нет, облигация погашается полностью и владелец облигации получает назад сумму номинала, уплаченную за нее в начале.

В этом случае облигация как ценная бумага прекращает существование, т. е. любая облигация является инструментом с ограниченным сроком жизни и фиксированной доходностью.

Следующий инструмент для инвестирования — акции компаний. Есть индексные фонды и фонды акций, в структуре портфеля которых находятся только акции. Также смешанные фонды включают в состав своего портфеля акции компаний. Давайте пополним свои знания и в этой области.

Важным признаком развития свободной экономики в стране является наличие рынка акций, выпускаемых компаниями этой страны. Чем больше объем выпущенных акций, тем больше возможностей для развития экономики.

Акция представляет собой ценную бумагу, дающую право ее владельцу на участие в деятельности компании и на получение дохода в виде части прибыли компании за определенный период, который называется дивидендами. Владелец акции называется *акционером*.

В отличие от облигации акция является ценной бумагой с неограниченным сроком жизни и нефиксированной доходностью. Любая акция может перестать существовать только после банкротства компании, так как она представляет собой долю в компании. Цены акций меняются в гораздо больших пределах, нежели цены облигаций, поэтому представляют гораздо больший риск для инвестора, однако дают и гораздо большие возможности для получения дохода.

Любой инвестор, покупающий акцию, может рассчитывать только на рост стоимости акции на рынке или на получение дивидендов. *Дивиденды* — это выплаты владельцам акций компа-

нии, в случае если компанией получена прибыль, которая полностью или частично направляется на выплату дивидендов, и если принимается решение об этих выплатах *советом директоров*, который является главным органом, управляющим деятельностью компании.

Акции бывают двух основных типов: обыкновенные и привилегированные.

Обыкновенные акции дают их владельцам право на участие в управлении компанией, т. е. на участие в собраниях акционеров компании, которые, как правило, проводятся ежегодно и на которых сообщается об итогах деятельности компании за год и о выплате дивидендов. Однако владельцы обыкновенных акций получают дивиденды после того, как их получают владельцы привилегированных акций.

Привилегированные акции не дают права на участие в деятельности компании, но гарантируют получение дивидендов в случае их выплаты компанией.

Выпуск акций, как и в случае облигаций, называется эмиссией, а компания, выпускающая акции, эмитентом. Как и облигация, акция имеет номинал, т. е. начальную стоимость в момент выпуска. Вся сумма номиналов акций, или, по-другому, сумма, вырученная при размещении акций, называется акционерным капиталом компании. Сам процесс выпуска называется *первоначальным размещением*, которое контролируется специальным государственным органом (в России это — ФСФР (Федеральная служба по финансовым рынкам)), требующим в первую очередь от компании так называемый *проспект эмиссии* — документ, определяющий параметры выпуска акций. При первичном размещении компания обычно работает с посредником, который называется *андеррайтером* (англ. — *underwriter*), т. е. с инвестиционной компанией или банком, которые могут продать акции потенциальным инвесторам, а также определить наиболее приемлемую цену продажи. При большом спросе на выпускаемые акции андеррайтер может решить выкупить самостоятельно весь выпуск акций и затем продать его уже на рынке.

За время своего существования компания может несколько раз эмитировать акции или по-другому проводить *дополнительные эмиссии* с целью увеличения капитала.

Помимо акций и облигаций закон разрешает использовать фондам в своей деятельности еще и производные инструменты, такие как опционы. Хотя масштаб их использования закон ограничивает всего лишь 10% от стоимости чистых активов, но этого достаточно, чтобы организовать позицию, по своему финансовому результату сопоставимую с результатом инвестиций всех денежных средств фонда. Вот теперь давайте разберемся, как фонды применяют этот инструмент в своей работе. Итак, опцион — это право либо купить, либо продать актив (в нашем случае — фьючерс на индекс РТС) по фиксированной цене в любой момент в течение определенного срока. Опцион, который дает право купить актив, — фьючерс, называется CALL; опцион, который дает право продать фьючерс, называется PUT. В любой момент времени покупатель (держатель) опциона может его исполнить. В этом случае фиксируется сделка купли-продажи одного фьючерсного контракта по цене, равной цене исполнения опциона, т. е. это означает, что опцион обменивается на фьючерсный контракт. В случае исполнения опциона CALL покупатель опциона становится покупателем фьючерса, а продавец опциона становится продавцом фьючерса. В случае исполнения опциона PUT покупатель опциона становится продавцом фьючерса, а продавец опциона становится покупателем фьючерса. Вот как все непросто. Но сложное с виду очень легко применимо на практике. К примеру, если фонд на все сто процентов в своем активе имеет акции и управляющий обеспокоен, что в какой-то момент рынок начнет свое снижение, то в этом случае управляющий покупает опционы PUT для защиты от падения рынка. Если рынок все-таки пошел вниз, то на стоимость активов фонда, а соответственно и на стоимость пая, это никак не повлияет. То есть стоимость пая не изменится, она просто замрет на своей максимальной отметке. Но если рынок не упадет, то покупка опционов будет пустой тратой денег и уменьшит общий доход фонда.

Глава 5

Налогообложение доходов частных инвесторов

Владельцы инвестиционных паев платят налоги с дохода, который образуется при продаже принадлежащих им паев. Пока деньги находятся в фонде, пайщики никаких налогов не платят.

За сумму, облагаемую налогом, берется разница между ценой покупки пая и ценой, по которой пайщик продал свой пай. Доход по операциям купли-продажи ценных бумаг, в том числе инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, определяется как разница между суммами, полученными от реализации ценных бумаг, и расходами на их приобретение, фактически произведенными налогоплательщиком и документально подтвержденными.

Физические лица платят подоходный налог. Ставка налога на доходы для резидентов РФ — 13%. Ставка налога на доходы для нерезидентов РФ — 30%.

Юридические лица платят налог на прибыль.

Управляющие компании ПИФов, брокеры и доверительные управляющие являются налоговыми агентами — они обязаны рассчитывать и взимать налоги с частных инвесторов и перечислять их в бюджет.

Налоговый период равен календарному году. По окончании календарного года брокеры и доверительные управляющие взимают налоги на доходы клиентов и перечисляют их в бюджет.

Исключением являются инвестиции в паевые фонды. Если пайщик продолжает держать пай, то по окончании года налоги с него не взимаются. Это налоговое преимущество инвестиций в ПИФы.

Налоги взимаются при каждой продаже паев, а также при снятии денег со счета у брокера или доверительного управляющего.

Налог на доходы уплачивается с разницы между выручкой от продажи ценных бумаг и всеми расходами на их приобретение, реализацию и хранение.

Очень часто доходы пайщиков сравнивают с доходностью банка. Однако есть мнение, что так делать нельзя, в частности из-за режима налогообложения.

Налогообложение вкладчиков банка: если проценты по банковским вкладам не превышают ставки рефинансирования, то они не облагаются подоходным налогом. С суммы, превышающей доход по ставке рефинансирования, исчисляется налог по ставке 35%. (В соответствии с решением совета директоров ЦБ РФ начиная с 26 июня 2006 г. ставка рефинансирования Банка России устанавливается в размере 11,5% годовых.) Исключение составляют лишь срочные пенсионные вклады, внесенные на срок не менее 6 месяцев, — проценты по ним облагаются по ставке 13%. Получается, что банк обязан рассчитать и удержать налог с физических лиц при выплате процентов, превышающих 11,5% годовых по вкладу.

Глава 6

Два подхода к инвестициям в ПИФ

Как говорится, инвестиции — это на 90% психология и 10% всего остального. Поэтому и существует масса подходов к инвестициям и соответственно множество стратегий, чтобы каждый инвестор нашел себе тот способ инвестиций, который был бы для него максимально комфортным.

На рынке есть разные циклы: циклы роста и циклы стагнации. Во время циклов стагнации рынки могут снижаться, и порой значительно. Если инвестор серьезно переживает временное падение своего капитала, то таким людям лучше заняться активным управлением своего капитала, что означает активную торговлю паями фонда. Как только есть предпосылки падения рынка, паи необходимо продавать или менять на паи облигационного фонда. И как только есть предпосылки роста российского фондового рынка — производить обратную операцию, т. е. покупать паи фонда акций или менять паи облигационного фонда на паи фонда акций. Конечно же, для активного инвестирования требуется, чтобы управляющая компания производила все вышеперечисленные операции без задержек. Лучше, конечно, день в день, но если такое невозможно, то хотя бы в короткий срок. Отсюда получается, что не все фонды подойдут для активного инвестирования. На выбор управляющей компании, которая позволит производить все эти операции быстро, придется потратить немало времени и усилий. К этому добавляется и то, что если вы найдете такую управляющую компанию, то вряд ли она обеспечит еще и высокое качественное управление своих фондов. Но в этом случае нам этого и не требуется. Нам достаточно только, чтобы у этой управляющей компании были «индексный» фонд и фонд «облигаций». Как правило, такие фонды существуют у каждой управляющей компании.

Обычно в фондах с уникальной инвестиционной декларацией управляющие сами должны совершать подобные операции,

но, как говорил Уоррен Баффет: «И не верьте в сказки о том, что управляющий знает, когда надо продавать акции, а тем более когда стоит на эти деньги покупать облигации». Это еще одна из причин, подталкивающих частного инвестора к самостоятельному управлению своим капиталом.

Для активного управления своим капиталом, конечно же, требуется хорошая, надежная система принятия решений, которая содержит методологию: когда надо паи покупать, а когда их продавать. На практике для активной торговли паями не прижились методы, основанные на макроэкономическом или фундаментальном анализе. Но неплохие результаты дают методики, основанные на техническом анализе графиков. Такой подход к управлению вложениями в фонды мы назовем «Технический». Его рассмотрим в последующих главах книги.

Если же инвестор стоически переносит все перипетии нашего фондового рынка, то ему более подойдет пассивное портфельное инвестирование. Почему пассивное и почему портфельное? Пассивным инвестированием называется такой подход к своему капиталу, когда его один раз размещают в активах на длительный срок. Как правило, от года и до бесконечности. То есть на длительный срок. Портфельным же этот метод называется потому, что состав активов широк и разнообразен. В портфель могут входить и акции и облигации, и при этом подобранные по большому спектру эмитентов. Впрочем, любой ПИФ имеет в составе именно такой набор активов. ПИФ уже представляет собой портфель ценных бумаг и сам по себе является инструментом довольно диверсифицированным, ведь даже на законодательном уровне существует ограничение, согласно которому удельный вес одной бумаги в портфеле ПИфов не может превышать 15%. Таким образом, мы используем ПИФы не только для приращения своего уже имеющегося капитала, но и для его накопления.

Как рекомендуют консультанты по личным финансам, фондовый рынок должен помогать вам решать все ваши финансовые задачи. То есть помочь вам накопить на крупные покупки или значительные траты. На практике это происходит так: инвестор покупает паи фонда на имеющиеся уже сбережения. В даль-

нейшем он с каждого своего дохода откладывает часть денег, консультанты советуют 10% от заработной платы, и на них сразу же покупает паи приглянувшегося фонда. Таким образом в паях данного фонда у инвестора накапливается значительная сумма, при помощи которой он сможет решить все свои финансовые проблемы.

Для реализации такого подхода нам нужно быть уверенными в том, что мы не потеряем своих денег и еще получим их прирост. Что же внушает нам уверенность, что будет именно так? Здесь мы должны задаться вопросом, почему фондовый рынок — это вечно растущая формация. И даже после снижения рынок всегда восстанавливается и стремится к новым высотам. Это присуще всем фондовым рынкам во всем мире. Это, так сказать, их природа. А секрета никакого нет. Рынки растут из-за увеличения капитализации предприятий. Каждое предприятие организуется для того, чтобы получать прибыль, предприятия, которые не приносят прибыли, уходят с фондового рынка, так как прекращают свое существование. Таким образом, у всех предприятий, имеющих твердые котировки на фондовой бирже, могут быть трудные времена, но в конечном итоге они всегда работают с прибылью. После получения прибыли предприятие может всю ее раздать акционерам в виде дивидендов, а может и не всю, а только часть, а оставшуюся прибыль пустить на развитие предприятия, что в конечном счете приведет к увеличению капитализации предприятия. Еще один немаловажный фактор, который влияет на увеличение капитализации предприятия, — это инфляция. Да, да, именно инфляция. Предприятия каждый год делают переоценку своих основных фондов. И с учетом инфляции на конец года их стоимость вырастает по бухгалтерской отчетности. Что в конечном счете закладывается в капитализацию предприятия, и стоимость акций вырастает.

Таким образом, мы можем сформулировать два показателя, величина которых будет говорить нам о вероятном приросте стоимости наших паев в год. Этих показателей всего два — прибыль компаний и инфляция. Если Основная часть компаний, имею-

щих котировки на фондовом рынке, работают с прибылью, то это сказывается на росте ВВП. И для нас показатель роста ВВП становится основным показателем, говорящим о здоровье нашего рынка. Если ВВП растет, то и фондовый рынок будет расти. Можно говорить, что рынок ежегодно растет на величину роста ВВП. Также на рост рынка влияет и инфляция. То есть мы можем говорить, что ежегодно рынок вырастает и на величину инфляционной составляющей нашей экономики. Конечно, для людей, не занимающихся инвестированием, инфляция — это зло, которое съедает деньги обывателей. Но как только вы занялись инвестированием, инфляция становится для вас благом, которое приносит вам деньги.

Итак, если в стране есть инфляция и есть рост ВВП, то фондовый рынок неминуемо возрастет по итогам года. С 1998 г. до момента написания книги инфляция в нашей стране была больше 10% и ВВП рос в районе 6% ежегодно. Сложив эти суммы, мы получаем, что наш рынок должен давать в среднем 16%-ный прирост нашего капитала ежегодно. А он с 1998 г. давал 33%-ный среднегодовой рост. Откуда же взялись лишние 17%? Это «рыночная премия» — так называется ожидание инвесторов по поводу будущего рынка. «Рыночная премия» может быть как положительной, так и отрицательной. Например, в 2004 г., когда инвесторы опасались преследования бизнеса со стороны властей, вылившегося в налоговые претензии к предприятиям, «рыночная премия» была отрицательная. А в последующий 2005 г. она просто зашкаливала за все разумные пределы, что повысило нормы доходности от инвестиций в последние годы.

Еще одним фактором, говорящим за продолжение роста российского фондового рынка, является и то, что капитализация рынка акций к ВВП в России пока не достигает и 50%, а в развитых странах рыночная капитализация сопоставима с ВВП или превышает его. Другое дело, что пока слишком высокая доля этой капитализации приходится на «голубые фишки», которые уже стоят достаточно дорого, а множество акций второго и последующих эшелонов пока имеют значительный дисконт к аналогам в странах с развивающимися рынками.

Итак, если мы уверовали во все вышесказанное и готовы с каждой заработной платы отчислять 10% на покупку паев инвестиционных фондов, то нам нужно выбрать фонд с наилучшим качеством управления. Мы назовем такой подход к инвестированию «фундаментальным». Как выбрать фонд, будет рассказано в последующей главе.

Но все равно и для простого пассивного портфельного инвестирования требуется создание инвестиционной стратегии. Итак, рекомендуемая стратегия инвестирования базируется на следующих основных аспектах:

- срок инвестирования;
- выбор инструментов;
- тактика инвестирования.

Теперь рассмотрим подробнее каждый аспект стратегии инвестирования.

Срок инвестирования. Как уже было сказано выше, лучше всего выбрать долгосрочную стратегию инвестирования. И выбрать инвестиционный горизонт не менее 10 лет. Такой длительный срок инвестирования позволяет снизить риск, связанный с цикличностью поведения фондового рынка. Ведь падения на фондовом рынке неизбежны, так же как и рост после падения, — все в нашем мире развивается циклично. Мировая история не знает примеров затяжных падений фондового рынка, которые длились более 5 лет, а в России больше года. Фондовый рынок живет своей малопредсказуемой жизнью, и пассивное инвестирование в него на короткий срок является рискованным занятием, в то время как инвестирование на длительный срок позволяет снизить негативное влияние поведения фондового рынка на капитал.

Выбор инструментов, несомненно, является очень важным моментом в процессе инвестирования. Ведь именно за счет качественно отобранных инструментов, в нашем случае ПИФов, и будет достигаться высокая результативность и эффективность наших инвестиций. Этот этап является самым трудоемким и сложным процессом и, пожалуй, самым важным в стратегии инвестирования. Мы выбираем ПИФы с лучшим по качеству

управлением. Но мы еще не должны забывать о психологически комфортном для нас уровне рисков. И поэтому, даже выбрав лидеров роста, нас может не устроить уровень риска (временного падения стоимости капитала) этого фонда. Уменьшить уровень риска можно, разместив свои средства частично в фонд акций, частично в фонд облигаций.

По уровням риска существуют три основные стратегии инвестирования:

- консервативная;
- умеренная;
- агрессивная.

При *консервативной* стратегии определенная часть капитала вкладывается в фонды облигаций, а другая часть, как правило, меньшая (10-15%) — в индексные фонды или фонды акций. Эта стратегия подразумевает нулевой или очень небольшой риск (здесь под риском мы понимаем потерю некоторой доли капитала в результате неблагоприятной ситуации на рынке), но и потенциальная доходность в этом случае немногим превосходит ставку банковского депозита и колеблется в районе 10-20% годовых.

Умеренная стратегия заключается в работе с паями фондов акций, которые инвестируют денежные средства в самые ликвидные акции, так называемые «голубые фишки». Доля вложения в такие фонды достигает 65-70% от собственного капитала. А оставшиеся денежные средства вкладываются в фонды облигаций. Эта стратегия инвестирования позволяет получить доходность в среднем 30-40% годовых, а риск, т. е. возможная просадка капитала, может достигать 20%.

Агрессивная стратегия дает нам большую доходность — до 60-80% годовых, но и пропорционально возрастают риски — до 30-40%. В этом случае мы размещаем свои денежные средства исключительно в фондах акций или в индексных фондах.

Так что очень важно понимать, что оборотной стороной доходности является риск: чем больше мы хотим заработать, тем больше могут быть наши потери. В графическом виде соотноше-

ние доходности и риска по этим трем стратегиям представлено на рис. 5.

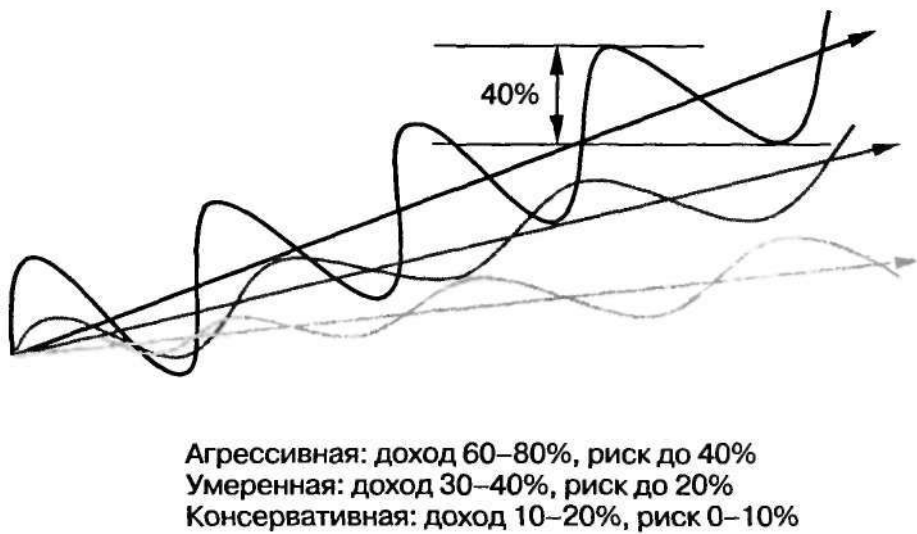


Рис. 5. Кривые доходности капитала в зависимости от подходов к инвестициям

Тактика инвестирования также является очень важным моментом, потому что может в значительной степени повысить эффективность процесса инвестирования. Как тактику инвестирования лучше выбрать метод простого усреднения. Это означает, что каждый месяц определенная сумма средств инвестируется в отобранные ПИФы, от 10% и более от заработной платы. Можно, конечно, такую операцию проводить и раз в квартал, но ежемесячный вариант нам представляется оптимальным. Метод простого усреднения позволяет без особых усилий и лишних движений всегда входить в рынок довольно эффективно, потому что при ежемесячном вложении средств среднегодовая «цена входа» будет намного выгоднее, чем при разовом вложении той же годовой суммы. Также, как ни странно это звучит, метод простого усреднения позволяет добиться большей эффективности на падающем рынке, поскольку при снижении котировок паев за ту же самую сумму вы приобретаете большее количество паев ПИФов (и соответственно после восстановления рынка вы уже владеете большим количеством

паев), а в результате последующего роста их стоимости ваш капитал увеличивается ускоренными темпами.

Итак, определившись со сроками инвестирования, поняв, что для вас лучше — пассивное инвестирование или активное, определившись с приемлемым уровнем риска, можно приступить к выбору инвестиционного фонда.

Часть 2
ПОДХОД ПЕРВЫЙ.
ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ

Глава 7

Рейтинг

Перед инвесторами, которые выбрали свой стиль инвестирования на основании фундаментального анализа, все равно стоит проблема выбора фонда. Решить данную проблему инвестор может двумя способами, один из которых — воспользоваться рейтингами независимых агентств. Чем выше рейтинг, тем лучше фонд.

Теперь давайте разберемся, что учитывает рейтинговое агентство при присвоении рейтинга тому или иному фонду.

Сначала разберемся в методике составления рейтинга управляющих компаний.

Деятельность управляющей компании оценивается по трем основным группам критериев: устойчивость компании на рынке, эффективность управления средствами и доверие со стороны клиентов.

Устойчивость компании на рынке определяется на основании: финансовых показателей компании (размера средств в ДУ и собственного капитала), срока работы компании на рынке ДУ и профессионализма ее персонала:

- размер средств в доверительном управлении (ДУ). Критерий характеризует масштаб бизнеса компании (оценивается на определенную дату). Компания получает максимальный балл, если объем средств в управлении на запрашиваемую дату был выше, чем среднерыночный показатель (определяется по выборке компаний — участников рейтинга);
- размер собственного капитала свидетельствует о финансовой устойчивости компании на рынке. Чем больше размер собственных средств, тем более устойчива (надежна) компания и может с большей вероятностью продержаться самостоятельно на рынке в случае неблагоприятных ситуаций, в том числе и экономических. Размер собственного капитала берется на от-

четную дату (в соответствии с бухгалтерским балансом компании). Компания получает максимальный балл, если размер собственных средств на отчетный период был выше, чем среднерыночный показатель по выборке компаний;

- срок работы компании на рынке ДУ. Показатель характеризует опыт работы компании на рынке услуг доверительного управления. Компания получает наивысший балл, если срок ее работы на рынке доверительного управления максимален;
- опыт работы сотрудников компании на рынке ценных бумаг. Показатель характеризует качественный состав специалистов управляющей компании с точки зрения опыта их работы на фондовом рынке и наличия аттестатов ФКЦБ.

Эффективность управления доверенными средствами:

- динамика изменения доли УК на рынке ДУ. Оценивается динамика роста бизнеса компании на протяжении нескольких периодов. Увеличение доли УК на рынке свидетельствует об эффективной работе по управлению доверительными средствами. Для получения наибольшей оценки необходимо, чтобы доля компании стабильно увеличивалась;
- качество управления инвестиционным портфелем. Критерий характеризует стабильность достижения положительных результатов доходности при управлении средствами различных фондов за несколько периодов. Компания получает наибольший балл, если на протяжении значительного периода доходность фондов УК росла.

Доверие со стороны клиентов:

- динамика роста клиентской базы. Для получения наивысшего балла по этому критерию необходимо, чтобы количество клиентов и сумма средств, переданных ими в управление, увеличивались;
- структура собственников УК. Компания получает наивысший балл, если она предоставляет полную информацию о своих собственниках;
- информационная прозрачность компании.

Итак, формируется итоговое количество баллов, набранных компанией. В зависимости от полученной балльной оценки управляющей компании присваивается рейтинговая оценка (класс).

Рейтинговые классы: А — высокий уровень надежности управляющей компании (УК); В — средний уровень надежности УК; С — приемлемый уровень надежности УК. В рамках классов А и В выделены три подкласса: «++» — надежность выше среднего по классу; «+» — надежность средняя по классу; без индекса — надежность ниже средней по классу.

Исследованиями и составлением рейтингов занимается масса независимых рейтинговых агентств. Начиная с мировых брендов, имеющих в России свои представительства, и заканчивая отечественными, пока еще не очень известными агентствами. Они все делают качественно свою работу и все достойны нашего внимания. Результатом работы рейтинговых агентств и являются рейтинги паевых инвестиционных фондов, которые часто публикуются в средствах массовой информации.

Также одним из наиболее важных показателей, имеющих отношение к деятельности инвестиционных фондов, является стоимость чистых активов фонда. Стоимость чистых активов фонда (СЧА) — это разность всех активов фонда, оцененных по рыночной цене, и всех обязательств фонда (расходы фонда на совершение операций, вознаграждения управляющей компании, депозитария и т. д.).

Согласно распоряжению ФСФР, стоимость чистых активов рассчитывается:

$$\text{СЧА} = \text{Все активы фонда} - \text{Все обязательства фонда.}$$

$$\text{Стоимость пая} = \text{СЧА фонда} / \text{Число паев в обращении.}$$

В открытых фондах стоимость пая рассчитывается ежедневно.

Стоимость чистых активов является весьма хорошей аналитической информацией для использования в системе выбора ПИФа для размещения своих денежных средств. Не секрет, что

ПИФ имеет свои затраты, которые он должен окупать за счет надбавок и скидок. Цена покупки пая увеличивается на размер надбавки (до 1,5% от стоимости пая). Цена продажи пая уменьшается на величину скидки (до 3% от стоимости пая). Надбавка и скидка используются для покрытия издержек на организацию процесса продаж и выкупов паев, а также оплаты иных накладных расходов и рекламы фонда. Фонд, который занимается серьезной саморекламой, имеет большие расходы, на погашение которых идут деньги пайщиков. Но с пайщиков собрать деньги на покрытие всех своих расходов можно, только если фонд имеет значительную стоимость своих чистых активов. Специалисты утверждают, что рентабельным фонд становится после \$50 млн, собранных у пайщиков. Это примерно 1,5 млрд рублей. До этой суммы фонд является убыточным предприятием для своих учредителей, которые в любой момент могут принять решение о его ликвидации. Или будут спонсировать его деятельность, если фонд выполняет для своих учредителей еще и иную задачу, например является косвенной рекламой. Для таких целей у многих инвестиционных компаний, занимающихся предоставлением брокерских услуг населению, и существуют фонды. За судьбу таких фондов можно не беспокоиться, пока брокер, имеющий свою управляющую компанию и соответственно свои фонды, входит в десятку крупнейших операторов рынка. Все остальные фонды надо сгруппировать по управляющим ими компаниям и посчитать общее СЧА. И если оно значительно меньше 1,5 млрд рублей, то покупать их паи стоит, только если за этой управляющей компанией стоит крупная структура, получающая доход помимо фонда.

Глава 8

Исследуем фонды самостоятельно

ЕСЛИ МЫ глубже изучим структуру составления рейтингов, то увидим, что присвоенный рейтинг, не важно, каким агентством, немного однобокий. То есть имеет уклон в сторону надежности инвестиций, а не в сторону доходности. Ну, это и понятно. Рейтинговые агентства изначально считают, что в управлении фондом принимают участие профессионалы, которые в силу своего образования и опыта стараются показать максимальную доходность при минимальном риске. Но на практике оказывается не совсем так. На момент написания книги в России насчитывалось порядка 400 фондов. И при сравнении их результатов сразу бросается в глаза неоднородность их результатов. Даже сравнивая фонды одной группы, к примеру фонды акций, можно убедиться, что результаты колеблются в значительном коридоре, в несколько раз превышая общую дисперсию рынка. Разброс показателей значительно снижается, если сравнивать фонды одного рейтинга, но все-таки есть. И у инвестора остается проблема с выбором фонда.

Первый критерий, который в этот момент приходит на ум инвестору, — это показатель доходности. «Надо выбрать фонд, который был доходнее в прошлом». Показатели доходности в прошлом широко используются инвесторами как индикаторы будущего успеха. Исследования психологии инвестора показывают: люди в основном имеют в виду последние два срока, т. е. доходность за последний год как основной показатель и за пару последних месяцев как дополнительный. А что показали исследования?

Есть факты. В 1985 г. на ежегодном собрании Американской финансовой ассоциации экономисты Ричард Талер и Вернер ДеБондт представили доклад на тему «Не слишком ли сильна реакция рынка?». Они исследовали трехлетние показатели прибыльности более тысячи акций с января 1926 по декабрь 1982 г.

Они выделили, с одной стороны, акции-«победители», которые в каждом трехлетнем периоде поднимались выше и падали не столь сильно, как рынок в среднем, а с другой — «проигравшие» акции, которые поднимались не так высоко, как рынок в среднем, но падали сильнее, чем рынок в среднем. Потом они подсчитали среднюю доходность каждой группы акций в каждом трехлетнем периоде.

Результаты оказались однозначными: «За последние полстолетия портфели с "проигравшими" акциями уже через тридцать шесть месяцев после формирования портфеля оказывались на 19,6% прибыльнее, чем рынок в среднем. С другой стороны, портфели с акциями-"победителями" по прошествии того же срока оказывались в среднем на 5% менее прибыльными, чем рынок в среднем».

Метод анализа, который использовали ДеБондт и Талер, подвергся критике, но их результаты были подтверждены другими аналитиками, использовавшими иные методы.

Такие же исследования, но уже не акций, а фондов, которые провел Эндрю Кларк из авторитетного агентства *Irpeg*, показывают, что менее 25% американских взаимных фондов акций, лидирующих по параметру доходности на отрезке трех лет, были в таком же списке лидеров (20% с наилучшим показателем доходности от числа всех фондов) в предыдущий трехлетний период. То есть 75% тех ПИФов, которые сейчас входят в число самых доходных, в следующие три года не покажут таких же высоких результатов! Соответственно шанс выбрать подходящий ПИФ — 1:4. К сожалению, 80% инвесторов выбирают ПИФы именно по параметру доходности.

В 1994 г. «Morningstar», ведущее издание по инвестиционным фондам, опубликовало приведенную ниже таблицу, отобразившую динамику разных видов фондов за пятилетние периоды 1984-1989 и 1989-1994 гг. (табл. 1).

Математика утверждает, что дисперсия (величина, определяющая, как результаты наблюдений отклоняются от среднего значения) серии случайных чисел будет неуклонно возрастать с ростом длины серии. Таким образом, дисперсия результатов

Таблица 1

Направленность фонда	1984-1989 г.	1989-1994 г.
Международные акции	20,6%	9,4%
Фонды облигаций	14,3%	11,2%
Смешанные фонды	14,2%	11,9%
Фонды акций	13,3%	13,9%

наблюдений за три года может оказаться больше дисперсии результатов наблюдений за год.

Райхенштайн и Дорсетт проанализировали динамику S & P 500 с 1926 по 1993 г. и выяснили, что дисперсия прибылей (отклонение текущего значения прибыли от своего среднего значения) за трехлетние периоды только в 2,7 раза превышает дисперсию годовых прибылей. Ясно, что степень долговременной изменчивости на фондовом рынке меньше.

Этот результат очень важен для долгосрочного инвестирования, потому что отсюда следует, что в длительной перспективе неопределенность доходности акций меньше, чем в короткой. Райхенштайн и Дорсетт используют массу исторических данных и прогнозов будущих возможностей, но их главные выводы таковы: при покупке акций на год с вероятностью 5% инвестор потеряет не меньше 25% вложенных денег и с вероятностью 5% его прибыль превысит 40%. Зато при покупке портфеля акций на срок 30 лет с вероятностью 5% прибыль окажется меньше 20% и с вероятностью 5% этот портфель к концу периода принесет прибыль 5000%.

Не в пользу такого показателя, как годовая доходность, говорит и то, что некоторые управляющие не брезгуют «накачкой» доходности к концу года или полугодия. Управляющие компании ведут настоящую борьбу за привлечение денег в свои паевые фонды. Как и в спорте, некоторые прибегают к запрещенным приемам, которые помогают им выглядеть в глазах потенциального пайщика солиднее и надежнее.

Типичная схема манипулирования доходностью такова. Выходит на рынок компания. Для того чтобы фонд ожил, открылся, владельцу необходимо внести всего \$100 000. Но как до-

биться притока новых вкладчиков в безвестный фонд? Выход простой. Действительно, заводится рекламный бюджет, часть которого, например \$100 000, проигрывается новоиспеченному фонду его аффилированными структурами. Роль последних может исполнить, например, брокер из родственной инвестиционной компании или банка. Эти структуры с легкостью продают фонду ценные бумаги по убыточной для себя, но прибыльной для фонда цене. Эти ценные бумаги можно и не продавать, просто произведя переоценку ценных бумаг по рынку. Особенно удобны для этого операции с акциями второго эшелона, спрэды по которым доходят до 40-60 и даже более процентов.

Разновидностью манипуляций с доходностью фонда можно считать и так называемую реставрацию его портфеля, позволяющую «подправить» его итоговые результаты. Итоги деятельности ПИФов в конце года публикуют все журналы. Пайщики с нетерпением ждут рейтинги фондов по доходности за год. И если фонд оказался в конце рейтинга, пайщики покидают его. Зная эту особенность пайщика, управляющие и начинают украшать витрину своего фонда. Делается это тоже просто. Берется пласт неликвидных ценных бумаг в портфеле фонда и с помощью аффилированного брокера производится их переоценка. Спрэд между ценами спроса и предложения на рынке бумаг второго эшелона, как известно, вызывает воодушевление у многих. Можно, например, «изваять» высокую стоимость этих бумаг в портфеле фонда.

Отсюда получается, что такой критерий, как доходность фонда за последний год или срок меньше года не является главным для отбора. Но саму доходность мы все же возьмем на вооружение. Мы понимаем, что стоимость пая растет только за счет роста рынка. Если рынок не растет, то нет и никакого дохода. Ну а если растет, то и наш доход должен быть соответствующим. Таким образом, доходность фонда должна быть в районе общерыночной доходности. Равна или чуть ниже, а лучше чуть выше, того дохода, который принес в среднем весь рынок.

В 2001 г. агентством «Morningstar» была представлена гонконгским инвесторам методика оценки, чтобы помочь упростить процесс выбора фонда для вложения своих денежных средств. На основании методики оценки, предложенной «Morningstar», фондам присваивались звезды от одной до пяти. Новая оригинальная система оценки призвана помочь инвесторам в выборе фонда, у которого портфельный менеджер больше всего стремился прирастить капитал фонда и минимизировать риск. Сначала агентство оценивало качество управления фондом, используя только величину математического ожидания, но в 2003 г. к этой оценке добавили еще и оценку риска. Новая формула стала намного сложнее, но позволяла производить более качественную оценку работы управляющих компаний. Для оценки управления фондами агентство изучало и оценивало историю управления. Производилась оценка на последнем 2-летнем периоде, а также оценивались 3-, 5-, 10-летние и полная история управления. И каждому периоду оценки присваивался свой вес (табл. 2).

Таблица 2

Распределение весов данных в зависимости от глубины исторических данных

Месяцы	Взвешивание оценки по срокам
24-35	Не применяется
36-59	100%-ная трехлетняя оценка
60-119	60%-ная пятилетняя оценка 40%-ная трехлетняя оценка
120 или больше	50%-ная десятилетняя оценка 30%-ная пятилетняя оценка 20%-ная трехлетняя оценка

Как видно из табл. 2, максимальное значение придается оценке последних десяти лет. Следующей по значимости идет оценка последних пяти лет. И самый малый вес придается последним трем годам. Видя серьезность подхода рейтингового агентства к изучению результатов работы фондов, начинаешь потихоньку переживать за нашего отечественного инвестора, который основной вес придает результатам последних месяцев работы фонда.

После сбора и оценки результатов работы фондов в 2003 г. «Morningstar» присвоил им звезды:

- первой группе — ***** (пять звезд);
- второй группе — **** (четыре звезды);
- третьей группе — *** (три звезды);
- четвертой группе — ** (две звезды);
- пятой группе — * (одну звезду).

И на основании своих исследований получил интересный результат, который хорошо виден на рис. 6.

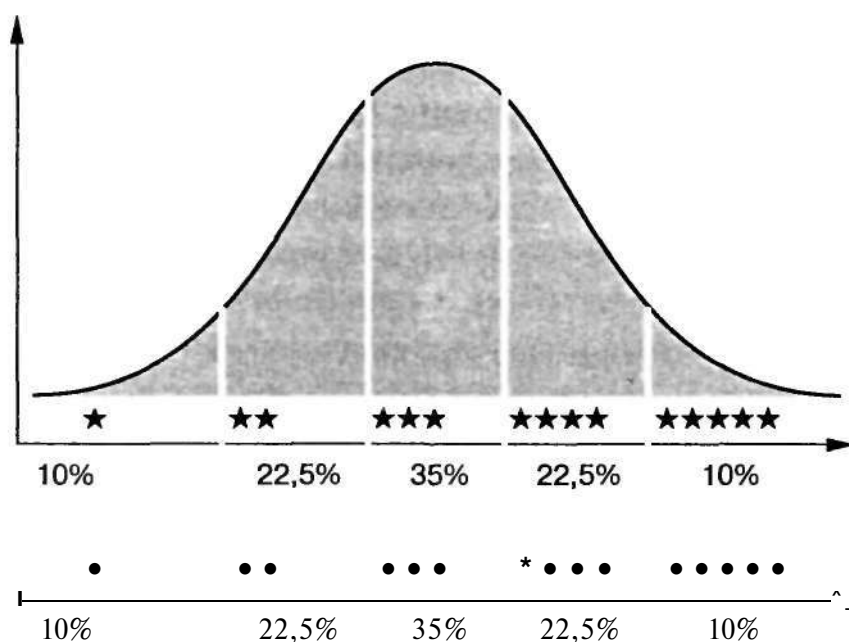


Рис. 6. Распределение инвестиционных фондов по категориям качества их управления. Видно, что откровенно плохих и совсем хороших фондов не так уж и много

Оказывается, не все фонды одинаковы. Конечно, основная масса фондов не сильно отличается друг от друга, но есть и лидеры по качеству управления капиталом, как, впрочем, есть и аутсайдеры. Но инвесторы, конечно, предпочитают вкладывать свой капитал в те 10% лучших фондов. Теперь давайте разберемся, как нам вычислить этих лидеров из большого числа фондов, предложенных на рынке. Возьмем на вооружение методику «Morningstar». Агентство оценивает управляющую компанию на основании оптимального для конкретного инвестора сочетания риска и доходности инвестиций. При этом риск измеряют стандартным отклонением доходности от владения паем, а под доходностью

понимается математическое ожидание доходности с момента формирования фонда и на сегодняшний день в процентах годовых. На основании этих данных высчитывается коэффициент Шарпа. Вложения будут тем эффективнее, чем выше значение коэффициента Шарпа. Небольшое значение коэффициента будет говорить о том, что доходность от инвестирования не оправдывает принятого уровня риска. Отрицательная величина коэффициента Шарпа будет свидетельствовать о том, что вложения в безрисковые (государственные) ценные бумаги (а также банковские депозиты) принесли бы больший доход, чем инвестирование в ПИФ.

Так давайте разберем на пальцах, какую нужную нам информацию несет коэффициент Шарпа. Мы говорим, что коэффициент Шарпа помимо доходности учитывает еще и риск. Но как? Возьмем историю управления двумя фондами *A* и *B* и представим ее на одном графике. Мы видим, что фонд *Л* показывает больше доходности, чем фонд *В*, но у фонда *Л* большое количество резких падений стоимости активов (рис. 7).

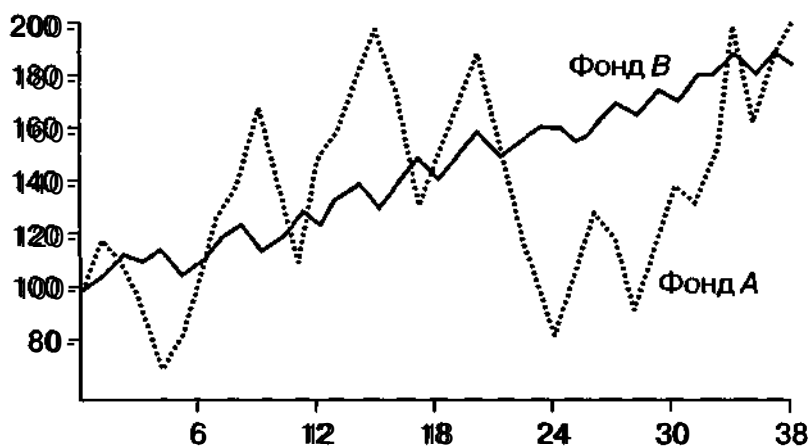


Рис. 7. Кривая доходности фонда *A* и фонда *B*. Видно, что качество управления в фонде *B* выше

Пайщики, которые польстились на высокую доходность и купили паи фонда *A*, будут переживать ряд тяжелых для себя моментов в период своих инвестиций. И большинство, не дождавшись получения более высокой доходности, покинут данный фонд, переложив свои денежные средства в фонд *B*. По наблю-

дениям за инвесторами можно сказать, что порог толерантности к риску у них заканчивается при падении капитала на 3,5%. Они уже начинают нервничать. А при более значительном падении своих активов инвесторы уже начинают задумываться об их спасении. И первое, что приходит на ум, — это сменить фонд. Так лучше бы изначально вложить свои кровные в хороший фонд. Так вот, если мы сравним коэффициенты Шарпа двух фондов, то увидим, что коэффициент Шарпа у фонда *B* больше, чем у фонда *A*, так как этот фонд менее волатилен и соответственно обладает меньшим риском для инвесторов. Базовая предпосылка коэффициента Шарпа состоит в том, что стандартное отклонение измеряет риск. То есть чем больше отклонение доходности отдельных сегментов от среднего значения доходности, тем более рискованны инвестиции. В сущности, стандартное отклонение измеряет неопределенность прибыли. Должно быть интуитивно понятно, что при небольшом стандартном отклонении реальная прибыль, скорее всего, будет близка к ожидаемой (если, конечно, ожидаемая прибыль является хорошей оценкой реальной прибыли). С другой стороны, если стандартное отклонение велико, то оно предполагает большую вероятность того, что реальная прибыль будет существенно отличаться от ожидаемой.

Коэффициент Шарпа

Классическая мера отношения прибыльности к рискованности — коэффициент Шарпа — может быть выражена следующим образом:

$$sd$$

где E — ожидаемая доходность; r — безрисковая процентная ставка; sd — стандартное отклонение прибыли.

E обычно выражается как процентная доходность. Как правило, ожидаемая доходность предполагается равной средней доходности в прошлом.

Введение / в коэффициент Шарпа раскрывает, что инвестор всегда мог бы заработать определенную *безрисковую* прибыль - например, инвестируя в облигации или разместив свои денежные средства на банковском депозите. Таким образом, доходность, превышающая безрисковую ставку, интереснее для инвестора.

Формула для стандартного отклонения такова:

$$sd = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (X_i - \bar{X})^2}{N - 1}},$$

где \bar{X} — среднее значение; X — отдельные значения данных; N — количество данных; sd — стандартное отклонение — это статистическая величина, предназначенная для измерения степени разброса данных доходности фонда.

Для расчета стандартного отклонения мы заходим на сайт интересующего нас фонда в тот раздел, где публикуется стоимость пая за каждый день жизнедеятельности фонда. И высчитываем доходность фонда. Берем сегодняшнее значение стоимости пая, вычитаем из него вчерашнее значение, потом разницу делим на значение вчерашней стоимости пая и умножаем на 100, тем самым переводя доходность в проценты. Таким образом мы можем высчитать и месячное стандартное отклонение, беря для расчетов стоимость пая, к примеру, на каждое первое число каждого месяца. Из полученных данных ежедневной доходности вычисляем среднюю доходность, т. е. на сколько в среднем каждый день прирастал наш пай в процентах. Далее самое интересное. Из каждого ежедневного значения доходности фонда вычитаем его среднюю доходность и полученное значение возводим в квадрат. После суммирования всех значений делим их на их же количество за минусом единицы и извлекаем из полученного значения корень. Со стороны все эти вычисления могут показаться сложными, и к тому же все фонды публикуют свои значения коэффициента Шарпа на своих сайтах. Так зачем же нам напрягаться со всеми этими расчетами? Хороший вопрос, давайте разбираться. Как правило, фонды публикуют

значение коэффициента Шарпа, рассчитанного на основании месячных данных. А они сильно сглаживают колебания стоимости пая. Если вы пассивный инвестор с широким инвестиционным горизонтом, то, в принципе, вам подойдет и месячный срез данных. Но если вы каждый день следите за судьбой своих активов, то для лучшего выбора нужного вам фонда подойдет только анализ ежедневных данных. И в этом случае стоит заняться подсчетами, тем более на компьютере все это делается очень быстро. Месячный срез данных может показывать вам спокойное поступательное движение актива, но внутри месяца сам актив может претерпевать значительные изменения как в лучшую сторону, так и худшую, и для более точной оценки качества управления вашими активами стоит изучить их дневную динамику (рис. 8).

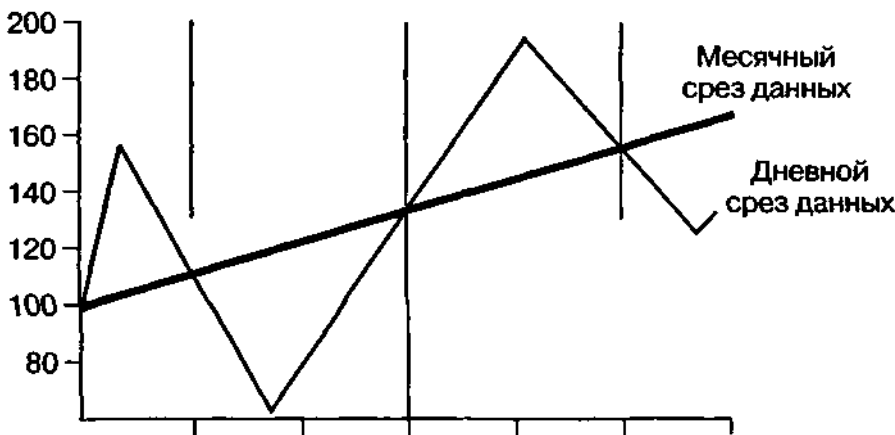


Рис. 8. Различия между дневными и месячными данными

Хотя коэффициент Шарпа — полезный способ измерений, у него есть несколько потенциальных недостатков. Коэффициент Шарпа не делает различий между колебаниями стоимости активов вверх и вниз. Коэффициент Шарпа измеряет волатильность, а не риск. А это не обязательно одно и то же. С точки зрения меры риска, используемой в коэффициенте Шарпа, т. е. стандартного отклонения доходности, колебания вверх и вниз рассматриваются как в равной степени плохие. Таким образом, коэффициент Шарпа показывал бы в невыгодном свете управ-

ляющего, у которого периодически наблюдались бы резкие увеличения активов, даже если бы падения стоимости активов были малы.

Сравним гипотетическое движение активов фонда *C*, где время от времени наблюдается рост активов и отсутствует их падение, и фонда *D*, который имеет несколько падений стоимости активов. Хотя оба фонда зафиксировали равную прибыль за период в целом и фонд *D* столкнулся с несколькими отрицательными переоценками, в то время как у фонда *C* их не было, коэффициент Шарпа оценил бы фонд *D* выше. Такой исход — прямое следствие того факта, что коэффициент Шарпа оценивает верхнюю волатильность точно так же, как и нижнюю. Поэтому к оценкам качества управления фондом следует прибавить еще и визуальный анализ кривой доходности для выявления явных различий между кривыми доходности интересующих нас фондов (рис. 9).

Мера риска в коэффициенте Шарпа (стандартное отклонение) измеряет волатильность актива. Для того чтобы получить максимальное значение коэффициента Шарпа, управляющей компании нужно приобрести в фонд активы, обладающие самой маленькой волатильностью. А у каких активов самая маленькая волатильность? Конечно же, у облигаций. Коэффициент Шарпа

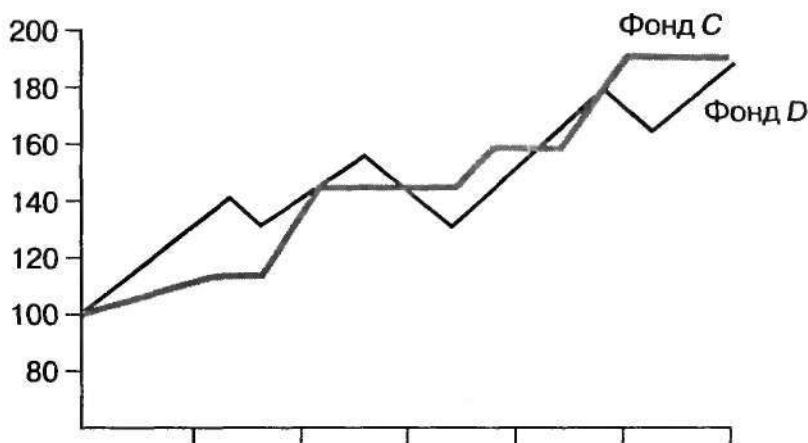


Рис. 9. На графике видно, что фонд *C* не имеет просадок капитала. Это говорит о более качественном его управлении

у фондов облигаций в несколько раз выше, чем у фонда акций. Следующими идут смешанные фонды, где наряду с акциями есть и облигации. Но сами понимаете, доходность этих фондов ниже, чем у фондов акций, которые нас интересуют. Но такое улучшение коэффициента Шарпа относится к структурным и никак не характеризует качество управления фондами. А если разбираться с акциями и выискивать в них для покупки те, у которых самая маленькая волатильность для улучшения показателя коэффициента Шарпа, то сразу видно, что эти акции находятся в боковом дрейфе, т. е. не растут, но и не падают. А как же фонд с такими активами будет зарабатывать? Да никак. Рост цены на акцию — это есть взрыв волатильности и соответственно влечет за собой уменьшение значения коэффициента Шарпа. Кажется, что этот инструмент оценки качества управления активами оказался в конце концов совсем ненужным. Но это не так. Коэффициент Шарпа — очень важный для нас показатель качества управления, но в силу своих особенностей он не может быть единственным инструментом в нашем арсенале. Конечно, у интересующих нас фондов коэффициент Шарпа будет разным, но мы будем обращать внимание только на значительные его отличия в худшую сторону для уменьшения числа претендентов на наши деньги. В действительности у нас останется небольшой список лучших фондов, у которых коэффициент Шарпа будет практически одинаков. И для дальнейшего отбора нам понадобятся дополнительные показатели качества работы управляющей компании.

Помните, выше было сказано, что мы не будем стремиться вкладывать свои кровные в ПИФ с невероятно (подозрительно) большой доходностью. Мы все понимаем, что рост стоимости пая привязан к росту всего фондового рынка. И если рынок не растет, то и стоимость нашего пая не сможет подняться. Поэтому мы при отборе фондов решили остановиться на тех, чья доходность сопоставима с доходностью, показанной всем рынком.

Но, конечно, мы не можем отказать управляющим в их мастерстве управления, которое позволит кривой доходности нашего пая быть более сглаженной и, возможно, благодаря этому получить наши средства в управление. Таким образом, мы должны

выявить фонды, управляющие которых не прикладывают своих сил для улучшения качества управления. Они просто покупают ценные бумаги и тупо смотрят, как цены на них то растут, то падают. Сразу надо исключить из дальнейших наших исследований «индексные» фонды, которые в силу их инвестиционной декларации не могут действовать иначе. Как мы говорили ранее, это тоже не так плохо в нашей стране, но целью наших текущих исследований все-таки является выявление мастерства управления фондом со стороны управляющей компании, а не поиск удачных международных рынков для инвестирования.

Итак, для выявления показателя активности управления нашими денежными средствами нам понадобится соотношение между изменением стоимости пая и изменением индекса. Для отражения изменения рынка в целом применили тождество, рынок — индекс РТС. Индекс РТС хорошо отражает изменения всего рынка, так как в его расчет включены изменения стоимости большого количества активов, которые отражают изменения во всех сегментах нашего рынка акций. Если бы мы изучали фонды, которые специализируются на инвестициях только в «голубые фишки», то для отражения рынка в целом нам бы больше подошел индекс «ММВБ-10», но такие фонды нужно искать, и для широты охвата наших исследований будем применять индекс РТС.

Коэффициент бета (β) оценивает чувствительность стоимости пая к фондовому индексу РТС. Бета показывает, как изменится (на сколько) стоимость пая при изменении значения индекса РТС на стандартное значение (к примеру, пункт). Бета — это относительная мера риска, или ценовой изменчивости, связанной с масштабом рынка (например, в %). Бета, равная 1,0, означает, что для каждого 1%-ного изменения на рынке стоимость пая, вероятно, переместится на 1%. Чем выше бета, тем больше риск по отношению к рынку. Бета, например, 1,5 указывает, что изменения стоимости пая, вероятно, будут в 1,5 раза превосходить изменения самого рынка. Бета 0,92, с другой стороны, говорит, что инвестиции понизятся на 8% меньше, чем рынок, и повысятся на 8% меньше, чем рынок. Если бета мала, то фонд на

росте будет отставать от роста рынка, но и на падении он упадет не так сильно. На длительном промежутке времени (широкий инвестиционный горизонт) фонд с такой бетой покажет неплохие результаты как со стороны доходности, так и с психологической точки зрения. Данный ПИФ меньше всего будет нервировать своих пайщиков. Но на коротком промежутке (до трех лет) данный фонд может и не обогнать рынок. При большем значении беты стоимость пая будет подвержена серьезнейшим колебаниям как вверх, так и вниз. Коэффициент Шарпа у этого фонда может принять довольно низкое значение. Но на коротком и, с некоторой вероятностью, на длительном промежутке времени фонд покажет неплохую доходность. Возможно, даже превосходящую общерыночную. Но с психологической точки зрения мало кто из инвесторов удержится в этом фонде надолго.

Коэффициент β рассчитывается по формуле:

$$\beta = \frac{Cov}{\sigma_{RTS}^2}.$$

\hat{RTS}

Альфа (α) — коэффициент прироста стоимости пая по отношению к значению индекса РТС. Так сказать, это есть мера вклада, который делает управляющий в свою работу. Он уже показывает абсолютные изменения стоимости пая в зависимости от изменения индекса. Данный коэффициент может принимать как положительные, так и отрицательные значения. Значение коэффициента больше нуля говорит о положительной корреляции между стоимостью пая и индексом РТС. Отрицательная альфа означает, что стоимость пая меняется в направлении, противоположном изменению индекса. Когда рынок растет — стоимость пая падает, и наоборот, когда рынок падает — стоимость пая такого фонда растет. Трудно представить такой фонд в жизни. Так как российский фондовый рынок основное свое время растет, то при отрицательном значении альфы фонд будет терять ваши деньги. Значение коэффициента альфа, равное 0, означает, что изменчивость стоимости пая практически никак не зависит от изменчивости индекса РТС. Это значит, что управляющий вло-

жил деньги в сам индекс или в те акции, из которых и состоит сам индекс, и ничего больше не делает.

Коэффициент ее рассчитывается по формуле:

$$\alpha = \overline{\Delta S} - \overline{\Delta RTSI} \times \beta.$$

Сначала для расчета коэффициента α находится стандартное отклонение изменений индекса РТС. Стандартное отклонение вычисляется по методике, описанной выше, когда описывался процесс расчета коэффициента Шарпа. Только в нашем случае помимо имеющегося у нас расчета стандартного отклонения стоимости пая добавляется расчет стандартного отклонения изменения индекса РТС.

На следующем этапе рассчитывается ковариация относительного приращения индекса и относительного приращения стоимости пая:

$$Cov = \frac{\sum_{t=1}^m (\Delta RTSI_t - \overline{\Delta RTSI})(\Delta S_t - \overline{\Delta S})}{m}.$$

Для расчета ковариации мы из ежедневного изменения индекса РТС вычитаем его среднее дневное изменение. То же самое делаем и с изменениями нашего пая. Затем ежедневные значения по индексу и по нашим паям перемножаем и суммируем все значения, полученные по каждому дню всей нашей изучаемой истории, которая желательнее имела бы более чем трехлетнюю историю. И делим на количество дней.

Мало кто со мной поспорит, если я опишу идеальную инвестицию как прямую линию, направленную вверх (рис. 10).

Так при каких значениях наших коэффициентов наши инвестиции принимают такую форму? Для того чтобы наши деньги росли, нам нужно положительное значение альфы. Чтобы прирост пая имел поступательное движение, сродни прямой линии, нам требуется, чтобы коэффициент Шарпа стремился к бесконечности. И чтобы при этом все рыночные перипетии никак не отражались на нашем состоянии, как материальном, так и пси-

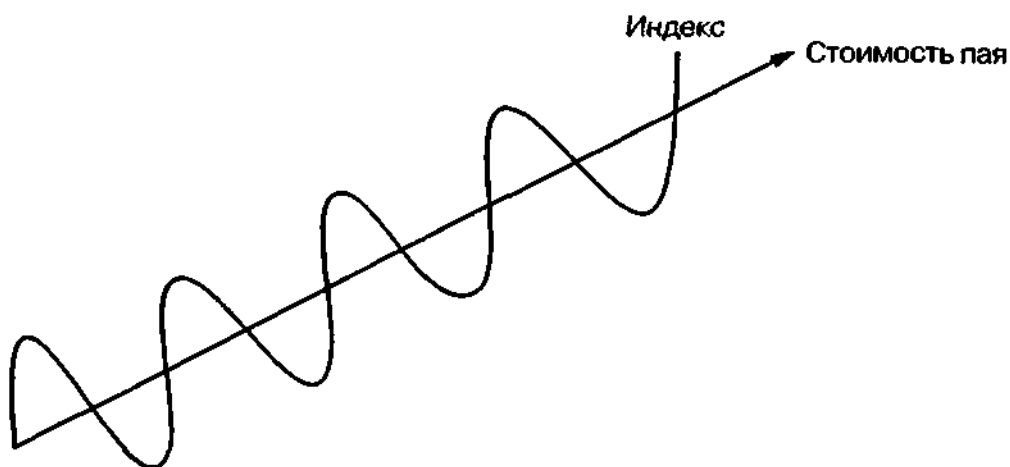


Рис. 10. График сравнения идеальной инвестиции с реальным индексом

хическом, нам нужно, чтобы бета стремилась к нулю. Вот из этого несложного соотношения всех ингредиентов нам и надо сварить «суп». То есть выбрать фонд, качество управления которым нас максимально устраивает.

Глава 9

Немного о рисках

Владельцы инвестиционных паев несут риск убытков, связанных с изменением рыночной стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд. Это главное, что должен запомнить пайщик, инвестируя свои денежные средства в фонды. Рынок акций, в который и делаются инвестиции, — это сплошной риск. Цена на акции изменяется ежедневно как в положительную сторону, так и в отрицательную. Ни один управляющий фондом, как бы хорошо о нем ни отзывались, не может гарантировать ни дохода, ни отсутствия потерь. Даже закон запрещает ему давать подобные гарантии.

У разных фондов бывают и разные риски. Например, у ПИФов акций есть риск снижения курсовой стоимости активов. Когда цена на акции, купленные управляющей компанией для фонда, снижается, соответственно снижается и стоимость пая и инвестор несет потери своих кровно заработанных. У ПИФов облигаций есть риски дефолта эмитента. Это когда компания или муниципальное образование отказывается платить (отдавать долги) по своим облигациям, что может привести к значительным потерям для пайщиков. На сегодняшний день в России отмечено небольшое количество дефолтов эмитента, и только в банковском секторе. Но вот в США этот риск очень распространен, и что удивительно, большинство дефолтов приходится на сектор муниципальных бумаг. Если рассматривать ПИФы смешанных инвестиций, то им присущи оба вида рисков.

На семинарах, которые проводятся в нашем учебном центре, я часто говорю об инвестиционных рисках. Каждый раз, когда инвестор приобретает акции или паи фонда, он подвергает собственные сбережения определенному риску. На стоимость ценных бумаг влияет огромное количество всевозможных случайных несистематических факторов, которые и определяют инвестиционные риски.

Хотелось бы отметить несколько видов рисков, в разной степени влияющих на рынок. Первым по своей значимости можно назвать страновой риск, который оказывает влияние на все, в том числе и на фондовый рынок. Живя и работая в стране, вливая инвестиции в ее активы в национальной валюте, мы подвергаем свои сбережения риску, связанному с деятельностью нашего государства. Страновой риск включает в себя возможный риск смены государственного строя, войны, восстаний, изменений существующего законодательства, прихода к власти некомпетентных или коррумпированных личностей. Если взглянуть на прошлое столетие, то можно с горечью вспомнить, как большое количество наступивших рисков неоднократно обнуляли наши сбережения. В их числе была Первая мировая война, далее революции, Вторая мировая война, смена политического строя в конце столетия, различные реформы, такие как павловская и гайдаровская. А если предположить, что история повторяется, то наши сбережения еще не однажды смогут подвергнуться влиянию странового риска.

Далее необходимо рассмотреть общеэкономические риски — это риски, связанные с экономикой государства. Например, если основной доход в бюджет страны приносит экспорт нефти, то, скорее всего, падение мировых цен на нефть или снижение количества ее потребления повлечет за собой кризис неплатежей в казну государства. Также к общеэкономическим рискам можно отнести риск негативного изменения макроэкономических показателей, как-то: падение или незначительный рост ВВП, его структура, ставка банковского процента, уровень инфляции и безработицы, величина и структура внешнего долга, курс национальной валюты. Все эти показатели довольно сильно влияют на результаты деятельности предприятий, акции которых мы приобретаем, а также на приток внутренних и внешних инвестиций на фондовый рынок. Если продолжить рассмотрение данной проблемы, то важно поговорить и о рисках экономического сектора, о рисках конкретных эмитентов.

Как видно из графика, размещенного на сайте управляющей компании «Тройка-Диалог», с октября 1997 по октябрь 1998 г. сто-

имость пая снизилась на 89% (рис. 11). Это произошло из-за наступления азиатского кризиса, когда все фондовые рынки во всем мире стремительно снижались. К этому добавилась неспособность нашего государства противостоять негативным внешним воздействиям. Но это никак не принижает ПИФ как инструмент для инвестиций. Даже, наоборот, говорит в его пользу, так как нам уже известно, что даже те инвесторы, которые купили свои паи по максимальной цене перед падением рынка, в 2006 г. преумножили свой капитал в десять раз. Заметим, что при этом доллар вырос только в пять раз, и когда фондовый рынок продолжил свой рост, курс доллара по отношению к рублю начал падать. Данный пример показывает, как страновые, рыночные риски повлияли на стоимость паев. И инвесторам нелегко было в тот период времени. И только вера в отечественный фондовый рынок позволила им избежать потерь и даже значительно преумножить свой капитал.



Рис. 11. Пример реального изменения стоимости пая, взятый с сайта управляющей компании «Тройка-Диалог»

Еще один пример, взятый с того же сайта управляющей компании «Тройка-Диалог», иллюстрирует, как общемировые риски, связанные с опасением повышения процентной ставки в США, также негативно отразились на стоимости пая, снизив стоимость пая на 28% летом 2006 г. (рис. 12).

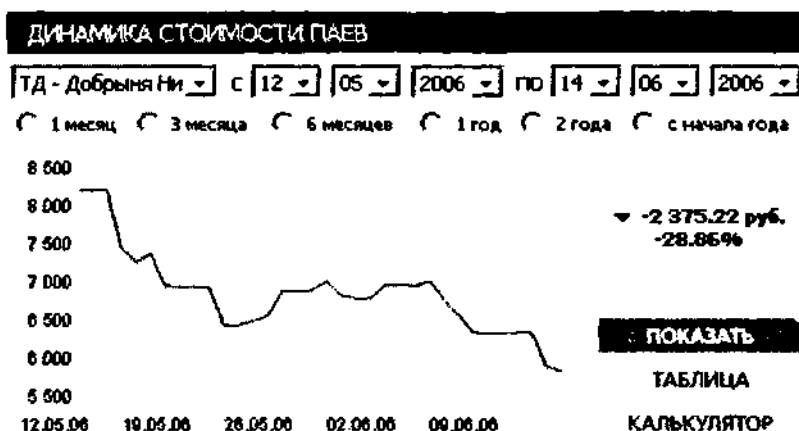


Рис. 12. Пример реального изменения стоимости пая, взятый с сайта управляющей компании «Тройка-Диалог»

Инвестор, верящий в светлое будущее фондового рынка и не безосновательно выбравший пассивную стратегию инвестирования, стойко переносил неприятные моменты в жизни своих инвестиций. Но подобные снижения рынка позволяли покупать новые паи на регулярной основе уже по более инвестиционно привлекательной цене, что при регулярных покупках весьма значительно улучшает среднюю стоимость пая.

Рассмотрев рыночные риски, можно порекомендовать более консервативным инвесторам избегать вложений в фонды акций. Или воспользоваться стратегией, уменьшающей волатильность инвестиционного портфеля, перераспределив денежные средства между фондами акций и фондами облигаций.

Помимо рисков у фондов есть и недостатки:

1. Инвестиционные декларации у ПИФов (особенно акций) накладывают серьезные ограничения на структуру портфеля, которые не позволяют управляющим более качественно выполнять свою работу. Например, может быть такое ограничение: ПИФ должен иметь в портфеле в течение 2/3 рабочих дней месяца не менее определенного процента акций, как правило 50%, а подчас и все 80, а порой и все 100%. Это может сильно сказаться на падающем рынке при глубокой и длительной коррекции. Лучше сразу не вкладывать свои деньги в такой фонд. Советуем тщательнее изучать инвестиционную декларацию фонда.

2. Приобретение/погашение пая производится в течение нескольких дней. Цену пая при покупке/продаже инвестор узнает только дня через три. Если такая практика присуща полюбившемуся вам фонду, то его лучше использовать для длительных инвестиций, сроком от трех лет и более.
3. Исходя из вышесказанного: если вы активно торгуете паями, то ограничение мобильности и оперативности в управлении средствами вносят некоторые коррективы в вашу работу. Постарайтесь подавать управляющей компании или агенту заявки на покупку/продажу паев заблаговременно с учетом того, что ваши заявки будут исполнены с задержкой 1-3 дня.
4. Издержки инвестора могут достигать до 10% от среднегодовой СЧА (включая скидки, надбавки, вознаграждение управляющей компании и прочие расходы). При выборе ПИ Фа на этот момент тоже надо обращать внимание. Но не стоит ставить данный параметр во главу угла. Все же вначале это хорошее качество управления вашими средствами, а уж потом издержки.

Вопросы к управляющим

Так как нашими деньгами управляют не машины, а конкретные люди, которые несут достойное звание «управляющие фондами», мы начинаем понимать, что многое, а скорее всего, весь успех в приращении нашего капитала зависит только от них. И поэтому стоит поближе познакомиться с теми людьми, которые управляют нашими активами. Иногда случаются интересные вещи. Мы долго отбирали и наконец определились с ПИ Фом, который показал неплохое управление денежными средствами пайщиков. Вложили в него свои последние, кровные. А ПИФ повел себя как-то странно. Так сказать, не оправдал наших надежд. А секрет оказался простым. Просто управляющий поменял место работы. Поэтому стоит помимо анализа управления множеством фондов еще и следить за перемещением самих управляющих, которые и делают это самое «качество».

Ниже приводятся несколько интервью с фондовыми управляющими, которых автор благодарит за сотрудничество и помощь в написании этой книги.

**Интервью с управляющим Паевым инвестиционным фондом
«ФИНАМ Первый» Авраховым Евгением Владимировичем**

1. Как Вы начали свою карьеру управляющего фондом?

— Сначала я торговал как физическое лицо, потом пришел в компанию, где мне доверили эту очень важную миссию, не сразу, конечно.

2. Какое образование Вы получили?

— Высшее.

3. Благодаря каким качествам или по какой причине Вы стали управляющим фондом?

— Ответственность и целеустремленность.

4. На основании чего Вы принимаете решение об открытии позиций?

— Методы математического и статистического анализа.

5. Какой тип анализа Вы используете?

— Методы математического и статистического анализа.

6. Ваши правила работы заставляют Вас всегда находиться в акциях или Вы можете выйти в деньги и какое-то время находиться вне рынка?

— Могу выйти в деньги или переложиться в облигации.

7. Расскажите о своем личном опыте накануне, во время и после падения фондового рынка 2004 г.

— Попилило хорошо.

8. Как вы определяете переход рынка из «бычьей» стадии в «медвежью»?

— Методом математического и статистического анализа.

9. Используете ли Вы для принятия торгового решения оценку справедливой стоимости акций, определенной аналитиками?

— Нет.

10. Фиксируете ли Вы прибыль, если она достигает значительного роста с начала года? К примеру, Вы решаете, что должны зарабатывать для своих пайщиков 60% в год, а за первые пару

месяцев Ваш фонд вырос на 30% и Вы закрываете позиции и говорите себе, что достаточно, и Вы снова войдете в рынок через полгода.

— Нет, ограничивать прибыль не стоит.

11. Были ли люди, оказавшие значительное влияние на Ваше формирование как управляющего? Если не секрет, кто? Чему они научили вас?

Михаил Королук и его сайт, Дмитрий Серебренников.

12. Когда Вы впервые заинтересовались фондовым рынком?

— В 2000 г.

13. Какие книги, периодические издания или интернет-ресурсы по тематике фондового рынка Вы для себя выбрали?

- Список достаточно обширен.

14. Как долго Вы держите в портфеле выбранные Вами акции?

— От нескольких дней до нескольких месяцев в зависимости от ситуации на рынке.

15. Были ли в Вашей практике случаи, когда Вы покупали акцию и она тут же взлетала вверх? Или случаи с акцией, которая сразу падала вниз?

— Бывали, Мосэнерго, например.

16. Можете ли Вы припомнить свою самую крупную выигрышную ценную бумагу? Самую убыточную?

— Самая прибыльная — Газпром, самая убыточная — «ЮКОС».

17. Как Вы решаете, когда фиксировать убыток?

— На основе методов математического и статистического анализа.

18. Используете ли Вы в управлении портфелем акций остановки, защищающие от падения цены? Или же вы работаете без стопов?

— Стопы есть, они зависят от текущей волатильности рынка.

19. Для того чтобы Вы включили ту или иную акцию в свой портфель, должна ли акция быть сильнее общего рынка?

— Обычно да, как минимум она должна быть не слабее рынка.

20. Считаете ли Вы, что есть преимущество в покупке акций, не имеющих широкой известности?

— Бывает, что подобные акции имеют большой потенциал роста.

21. Считаете ли Вы, что технический анализ дает преимущество перед фундаментальным анализом?

— В общем, да, потому что фундаментальный анализ не может учесть всех факторов, влияющих на рынок.

22. Каковы черты людей, добивающихся успеха на поприще инвестиций?

— Ответственность, внимательность, целеустремленность и т. д.

23. Не подскажете, как можно предугадать значительное падение рынка и соответственно заблаговременно застраховать свой капитал от падения?

— Предварительно предугадать падение сложно, но можно купить опцион пут, который защитит от подобных сценариев, правда, немного пострадает прибыльность, если рынок будет расти.

24. Используете ли Вы какие-то технические индикаторы в своей торговле?

— Да, индикатор прорыва динамического ценового канала, адаптированный по волатильности.

25. Являетесь ли Вы поклонником диверсификации?

— Диверсификация на рынке жизненно необходима.

26. Есть ли у Вас своя система или торговый метод? Вы всегда выполняете все сигналы системы?

— Есть, система основана на трендовом подходе. Залогом успешной торговли является 100%-ное выполнение сигналов системы, поэтому ответ очевиден.

27. Изменился ли рынок за последний год?

— Смотря что понимать под изменениями, на рынке всегда были, есть и будут тренды и периоды, когда тренда нет, т. е. господствует боковик,

28. Какие, по-вашему, самые крупные мифы о фондовом рынке?

— То, что рынок меняется.

29. Что самое главное в инвестициях? Что Вы посоветуете начинающему инвестору?

— Набраться терпения, и прежде, чем бросаться в омут рынка, приобрести необходимые знания, даже если на это потребуются годы.

Интервью с управляющим Паевым инвестиционным фондом «МАКСВЕЛ Капитал» Усиченко Сергеем

1. Как Вы начали свою карьеру управляющего фонда?

— Моя работа на рынке началась в 1998 г., почти сразу после кризиса российского фондового рынка в августе, с торговли на личном счете. Вначале, как, наверное, и многие начинающие, пробовал свои силы на международном валютном рынке FOREX. Затем торговал товарными фьючерсными контрактами. В 1999 стал управлять клиентскими счетами на российском фондовом рынке.

2. Какое образование Вы получили?

— В 1998 г. окончил Приднепровскую государственную академию строительства и архитектуры, экономический факультет (Днепропетровск, Украина).

В 2004 г. получил степень МВА-финансы в Высшей школе международного бизнеса при Академии народного хозяйства (Москва).

3. Расскажите о своем первом опыте работы на должности управляющего.

— Первый опыт работы по управлению активами был негативным. Я получил убыток по портфелю в 20% за неделю и был этим очень сильно удручен.

Это сейчас я понимаю, что это был подарок судьбы, потому как негативный опыт на рынке — лучший опыт, он позволяет новичку соответственно оценить свои силы на рынке и уделить больше внимания контролю за рисками. Очень плохо, когда новичок на рынке получает сразу большую прибыль, он, конечно, возомнит себя фондовым гуру и процесс зарабатывания денег на фондовом будет казаться ему очень простым. Результат один — остаток на счете будет неотвратимо приближаться к 0.

4. Благодаря каким качествам или по какой причине Вы стали управляющим фондом?

— Осознанное стремление торговать на бирже появилось у меня довольно рано — еще в 11-м классе средней школы. Поэтому неудивительно, что уже на первом курсе обучения в институте я стал торговать на Приднепровской товарной бирже фьючерсными контрактами. Это были классические торги в «яме», которые дали мне очень многое для понимания баланса спроса—предложения на рынке. Быстрая реакция на происходящие изменения, умение брать на себя ответственность за принятие решения, постоянное стремление к познанию нового — вот качества, которые позволили мне стать управляющим.

5. На основании чего Вы принимаете решение об открытии позиций?

— Процесс принятия решений на рынке у меня принимает вид такой последовательности: вначале я анализирую общую макроэкономическую ситуацию на рынке, прогнозирую потенциал рынка акций на 1-2 года, основываясь на этом прогнозе, определяю долю безрискового и рискованного актива в портфеле (для упрощения ситуации здесь безрисковый актив — облигации, рискованный актив — акции). После происходит анализ отдельных отраслей и определение их доли в будущем портфеле. Затем я анализирую отдельных эмитентов, и по итогам этого анализа они или занимают, или не занимают определенную долю в портфеле. Все вышеописанное осуществляется на основе фундаментального анализа и теории рефлексивности Джорджа Сороса.

Последний этап — принятие решения о непосредственном вхождении в рынок — происходит на основе технического анализа.

6. Какой тип анализа Вы используете?

— Фундаментальный анализ, технический анализ, теорию рефлексивности.

7. Ваши правила работы заставляют Вас всегда находиться в акциях или Вы можете выйти в деньги и какое-то время находиться вне рынка?

— Мои правила, наоборот, иногда требуют находиться вне рынка! Причин здесь несколько: во-первых, рынок не всегда предоставляет возможности для заработка, и когда на рынке нет четко

выраженной тенденции, а присутствует боковое движение в узком диапазоне, которое только «пилит» заработанную прибыль, лучше выйти из позиции и незаинтересованным взглядом посмотреть на рынок со стороны. Во-вторых, управляющий фондом — тоже человек, с присущими *homo sapiens* эмоциями и переживаниями. Нет, конечно, в литературе вы прочтете, что у торговца на рынке не должно быть эмоций, только трезвый расчет и т. д. Но это эталон, а он, как известно, недостижим, поэтому на управляющего влияет много внешних факторов, от капающего за окном дождя до ссоры с любимой женщиной, которые стремятся вывести его из равновесия. Поэтому когда вы чувствуете, что эмоции вас переполняют и берут верх над разумом, — хороший сигнал выйти из рынка и немного отдохнуть.

8. Расскажите о своем личном опыте накануне, во время и после падения фондового рынка 2004 г.

— Так получилось, что фонд «Максвелл Капитал» был сформирован 14 апреля 2004 г., а за день до этого на российском фондовом рынке началось сильное падение. Было принято решение не входить в акции, а сформировать портфель на 100% из облигаций — переждать падение. Два месяца рынок то падал, то находился в боковом тренде, и наш портфель не менялся, 17 июня было принято решение изменить портфель фонда в пользу акций и состав портфеля претерпел существенные изменения* 80% — акции, 20% — облигации. Управление летом 2004 г. было активным, что позволило фонду «Максвелл Капитал» показать доходность существенно выше рынка. В августе доля акций в портфеле увеличилась до 100%. Фаворитами в портфеле были акции Сбербанка, Мосэнерго, Автоваз. Эти и другие бумаги позволили нам показать в плохом 2004 г. (индекс РТС +8%) доходность более 50% годовых.

9. Как вы определяете переход рынка из «бычьей» стадии в «медвежью»?

— Российский фондовый рынок очень молод, относится к развивающимся рынкам, поэтому за весь период его существования мы видели только 3 волны глубокой коррекции к основному «бычьему» тренду. Это август 1997 — сентябрь 1998, апрель—июль

2004, май—июнь 2006. Я намеренно выделяю именно эти три сильных падения — на другие, более мелкие снижения можно было и не реагировать, так как рынок довольно быстро восстанавливал свои позиции.

Три вышеописанных падения можно было предвосхитить, получая сигналы по нескольким факторам и видам анализа: достижением многими эмитентами справедливых цен, изменением общей макроэкономической ситуации в стране, сигналы о развороте повышательного тренда, подаваемые индикаторами технического анализа (предпочитаю конверты из скользящих средних, стохастический осциллятор и свечной анализ. Анализирую в основном дневные графики).

10. Используете ли Вы для принятия торгового решения оценку справедливой стоимости акций, определенной аналитиками? — Да, использую.

К сожалению, при всех условностях метода дисконтированных денежных потоков и метода сравнения по финансовым коэффициентам аналогичных компаний они продолжают оставаться лучшим инструментом определения долгосрочных целевых уровней по отдельным эмитентам.

11. Фиксируете ли Вы прибыль, если она достигает значительного роста с начала года? К примеру, Вы решаете, что должны зарабатывать для своих пайщиков 60% в год, а за первые пару месяцев Ваш фонд вырос на 30%, и Вы закрываете позиции и говорите себе, что достаточно и Вы снова войдете в рынок через полгода.

— Не все так просто. По единственному фактору превышения темпов роста портфеля над запланированной величиной я портфель, конечно, не фиксирую.

Другое дело, что при росте рынка более чем на 50% за 5 неполных месяцев (я имею в виду начало 2006 г.) фундаментальные оценки бумаг становятся близкими к справедливым, если не переоцененными, и возможный небольшой оставшийся потенциал роста не стимулирует нахождение в бумагах. Тогда принимается решение о фиксации прибыли. Так было в фонде «Максвелл Капитал» в середине мая 2006, когда перед падением большая

часть портфеля была зафиксирована, а после 25%-ного обвала рынка восстановлена, что позволило пайщикам фонда заработать на 10-15% больше, чем в других фондах.

12. Ваши долгосрочные результаты значительно превосходят среднеотраслевые. В чем, по Вашему мнению, причина таких замечательных успехов?

— Постоянный анализ ситуации на рынке и склонность к активной стратегии (бумаги не просто держатся до достижения долгосрочной целевой цены, а постоянно меняют свою долю в портфеле в зависимости от ситуации на рынке) позволяют участвовать в сильных движениях рынка вверх и выходить из бумаг при глубоких откатах. Это позволяет заработать дополнительную доходность для пайщика.

13. Были ли люди, оказавшие значительное влияние на Ваше формирование как управляющего? Если не секрет, кто? Чему они научили вас?

— Да, такие люди были, но, как ни странно, они не имеют никакого отношения к индустрии коллективных инвестиций. Это мой тренер по айкидо, который помог развить необходимые качества характера: умение достигать поставленной цели, скорость принятия решений и ответственность за них, умение работать в условиях стресса. Мне кажется, что психологические характеристики управляющего не менее важны, чем его знания по рынку. Если человек не может в нужный момент отключить эмоции, то какие бы знания по рынку он ни имел, в условиях цейтнота и стрессовой ситуации они будут для него бесполезны.

Вообще трейдинг — это на 60% психология и только 40% все виды анализа и др.

14. Когда Вы впервые заинтересовались фондовым рынком?

— Впервые фондовым рынком я сознательно заинтересовался в 11-м классе средней школы.

15. Какие книги, периодические издания или интернет-ресурсы по тематике фондового рынка Вы для себя выбрали?

— Уильям Ф. Шарп «Инвестиции», Harry M. Markowitz «Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments», Д. Шва-

гер «Технический анализ», Э. Лефевр «Воспоминания биржевого спекулянта».

16. Как долго Вы держите в портфеле выбранные Вами акции?

— Я не сторонник стратегии «купил и держи», но в то же время не приветствую «внутридневную» торговлю. Обычно позиция по бумаге меняется раз в 1-2 месяца.

17. Можете ли Вы припомнить свою самую крупную выигрышную ценную бумагу? Самую убыточную?

— Самая доходная бумага для меня — это Сбербанк.

Я стал активно ею торговать в конце 2001 г. Тогда Сбербанк вырос за месяц на 50% до 1500 рублей за одну бумагу, и многим казалось безумием покупать «столь дорогие» акции. Не лишним, наверное, будет напомнить, что к концу 2002 г. обыкновенные акции Сбербанка стоили 6000 рублей, а сейчас текущая цена 50 000 рублей! Самая убыточная для меня бумага — это РАО ЕЭС. Анализ моих сделок давно дал понять, что сальдо операций по этой бумаге для меня отрицательное. Поэтому довольно долгое время я удерживаю себя от спекулятивных операций с РАО ЕЭС, даже когда вижу, казалось бы, верный профит. С РАО у меня только долгосрочные инвестиции.

18. Как Вы решаете, когда фиксировать убыток?

— Уровень, на котором будет фиксироваться бумага, определяю до вхождения в позицию. На это влияют несколько факторов (доля бумаги в портфеле, технические уровни поддержки, общая ситуация на рынке и т. д.). Стараюсь точно следовать своим принятым решениям.

19. Используете ли Вы в управлении портфелем акций остановки, защищающие от падения цены? Или же вы работаете без стопов?

— Стопы использую, но здесь нет четкой закономерности, например полная фиксация позиции при падении на 5%, — такого нет. Множество факторов, которые определяют момент закрытия позиции еще до ее открытия. Очень важно для меня мое внутреннее психологическое состояние во время торговли: если появляется внутреннее беспокойство и дискомфорт по поводу большой открытой позиции — это четкий сигнал к ее уменьшению.

20. Для того чтобы Вы включили ту или иную акцию в свой портфель, должна ли акция быть сильнее общего рынка?

— Обычно да, хотя из любого правила есть исключения и иногда в портфель включаются бумаги, которые слабее рынка, но у них соответственно больший потенциал роста. Если я буду уверен в скором росте этой бумаги — она кандидат на включение в портфель.

21. Считаете ли Вы, что есть преимущество в покупке акций, не имеющих широкой известности?

— Это преимущество может быть, но следует понимать, что это более долгосрочные инвестиции (от 2 лет). Фонды «Максвелл» — открытые фонды, поэтому в портфеле в основном акции первого эшелона. Кстати, в 2006 г. первый эшелон выглядит гораздо лучше неликвидных бумаг.

22. Считаете ли Вы, что технический анализ дает преимущество перед фундаментальным анализом?

— Нет.

23. Считаете ли Вы, что фундаментальный анализ дает преимущество перед техническим анализом?

— Нет

24. Каковы главные ошибочные представления, бытующие о ПИФах и фондовом рынке?

— Раньше многие считали ПИФы чем-то второсортным на фондовом рынке из-за небольшой минимальной суммы вложений. Доводилось слышать от крупных клиентов, что они хотят только индивидуальное ДУ и ПИФ — это не для них. С течением времени многие разобрались, что доходность ПИФ дает не хуже индивидуального ДУ, а вот расходы у него меньше. Поэтому сейчас не редки клиенты, желающие вложить в ПИФ более \$500 тыс. сразу.

25. Каковы черты людей, добивающихся успеха на поприще инвестиций?

— Мне кажется, эти черты очень схожи с чертами людей, которые добиваются успеха в разных профессиональных областях: постоянное стремление узнавать что-то новое, хорошая обучаемость, целеустремленность, умение брать ответственность за

принятые решения, и самое главное — вы должны любить то, чем занимаетесь.

26. Используете ли Вы какие-то технические индикаторы в своей торговле?

— В начале своего пути управляющего (более 2 лет) я основное внимание уделял техническому анализу, изучал различные индикаторы, строил системы индикаторов, создавал свои механические торговые системы. Позднее важность технического анализа при прогнозировании рынка для меня уменьшилась, но и в текущее время конкретный момент входа в рынок я определяю при помощи технического анализа. Предпочитаю конверты из скользящих средних, стохастический осциллятор и свечной анализ. Анализирую в основном дневные графики.

27. Являетесь ли Вы поклонником диверсификации?

— Да, конечно. В принципе, даже правила фонда запрещают управляющему вкладывать более 15% от стоимости чистых активов в бумаги одного эмитента.

28. Есть ли у Вас своя система или торговый метод? Вы всегда выполняете все сигналы системы?

— Механической торговой системы у меня нет. Есть свод правил, которых я придерживаюсь. Вообще дисциплина — залог успеха в торговле на любых рынках. Что толку от ваших торговых планов, целевых уровней, стопов, если вы их не выполняете?!

29. Изменился ли рынок за последний год?

— Конечно, рынок изменился. Во-первых, именно 2006 г. показывает подлинный интерес россиян к фондовому рынку, мы видим многократное увеличение СЧА ПИФов и количества пайщиков. Во-вторых, рынок довольно существенно вырос, позволив пайщикам получить большую прибыль. В-третьих, несмотря на столь бурный рост в 2005 и 2006 гг., российский фондовый рынок продолжает обладать большим потенциалом роста. В-четвертых, с каждым годом фондовый рынок России становится более цивилизованным и на нем формируются определенные правила игры.

30. Какие, по-вашему, самые крупные мифы о фондовом рынке?

— Самый большой миф: на фондовом рынке люди зарабатывают легкие и быстрые деньги. Нигде, а тем более на фондовом рынке, деньги просто не даются — это кропотливый труд и полная отдача любимому делу. А легкие и быстрые деньги как пришли, так быстро и легко уходят.

31. Что самое главное в инвестициях? Что Вы посоветуете начинающему инвестору?

— Начинающему инвестору посоветую никуда не спешить. Терпение, терпение и еще раз терпение. Не нужно думать, что все наиболее прибыльные сделки и движения рынка прошли и больше никогда их не будет. Будет и немало. Поэтому постепенно постигайте азы рынка, если вы их не поймете и пойдете дальше — жизнь все равно вернет вас обратно для их усвоения! И не пользуйтесь плечом — это наиболее быстрый путь к краху.

Интервью с управляющим Паевым инвестиционным фондом «ФИНАМ Индекс ММВБ» Дорогавцевым Сергеем

1. Какое образование Вы получили?

— Окончил в 1996 г. Московскую государственную академию приборостроения и информатики. Образование у меня высшее техническое. В «прошлой», биржевой жизни был программистом. Надо сказать, что умение программировать и знание компьютера на «ты» очень помогают мне в моей инвестиционной деятельности.

2. Благодаря каким качествам или по какой причине Вы стали управляющим фондом?

— Давным-давно, в 1994 г., впервые перешагнув порог биржи, я решил для себя, что хочу остаться здесь на всю жизнь и стать профессиональным управляющим, зарабатывать себе на жизнь биржевой торговлей. Я поставил себе цель и сознательно шел к ней. Были и взлеты, и падения, но я четко верил, что рано или поздно добьюсь своего. Мои целеустремленность, вера в свои силы и сильнейшее желание стать успешным трейдером помогли достичь цели. Огромную моральную поддержку, особенно поначалу, когда дела шли не совсем гладко, мне оказала моя жена. Так что можно сказать, что как минимум половина моего успеха — ее непосредственная заслуга.

3. На основании чего Вы принимаете решение об открытии позиций?

— Я принимаю решение на основе механических торговых систем, которые однозначно определяют точку входа. Также торговая система определяет процент капитала, который я использую для покупки.

4. Какой тип анализа Вы используете?

— Я отношусь к категории трейдеров, придерживающихся взгляда, согласно которому «рыночная цена учитывает все». Поэтому все мои торговые стратегии базируются на математических методах анализа цен тех или иных акций. На мой взгляд, не нужно искать причины, вызвавшие то или иное движение котировок. Пока будешь придумывать фундаментальное объяснение того или иного тренда, «поезд» уедет без тебя.

5. Ваши правила работы заставляют Вас всегда находиться в акциях или Вы можете выйти в деньги и какое-то время находиться вне рынка?

— К сожалению, рынок не может расти вечно. Иногда он падает, и падает сильно. В такие моменты самое разумное — продать начавшие дешеветь бумаги. Применяемые мной стратегии предусматривают выход в деньги, что позволяет сохранить полученную прибыль и найти более подходящую точку для нового входа в рынок.

6. Расскажите о своем личном опыте накануне, во время и после падения фондового рынка 2004 г.

— Да, 2004 г. был непростым, например для тех, кто торгует по принципу «купи и держи». Для моих торговых стратегий этот год ничем особым не выделялся. Да, было заработано чуть меньше обычного, но прибыль была, и неплохая. Системный подход в очередной раз доказал свое превосходство перед бессистемной интуитивной торговлей. Ведь на рынке в конечном итоге выживает не тот, кто сумел заработать больше на непродолжительном временном участке, а тот, кто следит за рисками и не допускает больших потерь.

7. Как вы определяете переход рынка из «бычьей» стадии в «медвежью»?

— Для меня как для трейдера, строящего свои торговые правила на основе изучения движения цен, критерием для начала «медвежьей» стадии рынка является уверенный пробой важных уровней поддержки. Например, сильным критерием начала нисходящего тренда может служить пробой месячного минимума.

8. Используете ли Вы для принятия торгового решения оценку справедливой стоимости акций, определенной аналитиками?

— Нет. Как показывает мой торговый опыт, рынком движут эмоции его участников, а не холодный расчет; «справедливая цена» подобна тем остановившемуся часам, которые дважды в сутки показывают правильное время. Возможно, рынок действительно когда-нибудь дойдет до предсказанного уровня, но когда это произойдет, через две недели или через пять лет, никто не знает.

Я не говорю, что фундаментальный анализ хуже технического. Просто каждый выбирает на рынке то, что лучше ему подходит.

9. Фиксируете ли Вы прибыль, если она достигает значительного роста с начала года? К примеру, Вы решаете, что должны зарабатывать для своих пайщиков 60% в год, а за первые пару месяцев Ваш фонд вырос на 30% и Вы закрываете позиции и говорите себе, что достаточно, и Вы снова войдете в рынок через полгода.

— Нет. Дело в том, что заранее предсказать, в какой момент закончится рост на рынке и произойдет разворот, невозможно. 2005 г. показал, что рынок может расти очень сильно. Стоимость бумаг может увеличиваться на десятки, а то и сотни процентов. Сильные направленные движения, тренды, появляются на рынке не так уж и часто, выскакивать из них раньше времени, решив, что заработал достаточно, — непозволительная роскошь.

10. Ваши долгосрочные результаты значительно превосходят среднеотраслевые. В чем, по Вашему мнению, причина таких замечательных успехов?

— Хорошая психологическая подготовка и четкое следование своей торговой системе — вот те основы, вещи, которые помогают не только выжить на рынке, но и стабильно зарабатывать.

К сожалению, приходишь к этому не сразу. На обучение искусству инвестиций требуются годы кропотливого труда. Но рынок такой замечательный предмет, который можно изучать всю жизнь.

11. Когда Вы впервые заинтересовались фондовым рынком?

— В 1994 г., когда я учился на третьем курсе института. Я случайно попал на биржу и понял, что не хочу уходить отсюда. Понял, что хочу зарабатывать себе на жизнь биржевой торговлей.

12. Какие книги, периодические издания или интернет-ресурсы по тематике фондового рынка Вы для себя выбрали?

— Считаю, что если хочешь досконально в чем-то разобраться, то надо обращаться к первоисточнику. Поэтому моими учителями стали книги американских авторов. Прежде всего это Джон Мерфи, Джек Швагер и Ван Тарп.

13. Как долго Вы держите в портфеле выбранные Вами акции?

— Конечно, идеально было бы войти в такую сделку, которую держал бы открытой годами и она приносила бы прибыль. Но это из области фантастики. Ничто не может длиться вечно, любой рост рано или поздно заканчивается. Любую бумагу придется продавать. Акции в моем портфеле удерживаются от нескольких дней до нескольких месяцев.

14. Были ли в Вашей практике случаи, когда Вы покупали акцию и она тут же взлетала вверх? Или случаи с акцией, которая сразу падала вниз?

— Со временем, когда стратегии доводятся до автоматизма, биржевая торговля становится настолько рутинным занятием, что перестаешь обращать внимание на результат каждой конкретной сделки. Я знаю математическое ожидание своих стратегий. Знаю, сколько сделок в среднем сделаю за месяц, сколько примерно заработаю в каждом месяце. Одна-единственная сделка — это всего лишь сделка, одна из многих миллионов сделанных и которые еще предстоит сделать. Я не фокусирую на них внимание, и как только они закрываются, очень часто так и происходит: бывают входы в рынок, следом за которыми происходит сильный рост, и я получаю прибыль; бывают входы сделки,

когда рынок резко обваливался сразу же после моего входа, и я выхожу, фиксируя минимальный убыток. Это все трейдерские будни, рутина. Не запоминаем же мы, сколько раз нажали на педаль газа или тормоза, пока ехали из дома до офиса. Мы просто едем, наслаждаясь процессом езды на автомобиле.

15. Можете ли Вы припомнить свою самую крупную выигрышную ценную бумагу? Самую убыточную?

— В моем торговом лексиконе нет понятия любимая или не-любимая акция. У меня критерий один — ликвидность. Я торгую на всех ликвидных бумагах.

16. Как Вы решаете, когда фиксировать убыток?

— Входя в рынок, покупая ту или иную акцию, необходимо поставить защитный стоп, т. е. знать, где, при каких условиях вы поймете, что ошиблись в своем анализе, и самое разумное, что сейчас можно сделать, — это просто уйти с рынка с минимальными потерями. Еще перед тем, как купить акцию, я четко знаю, где я ее буду продавать, если рынок пойдет против меня. Такой подход позволяет держать убытки под контролем и не дать им уничтожать мой счет. Ведь убыток подобен сорняку на вашем огороде: пока он маленький, его можно удалить двумя пальцами, но если его запустить, то потребуются рукавицы, а то и лопата. Уровни для размещения стопов подбираются исходя из пробоя значимых уровней поддержки.

17. Для того чтобы Вы включили ту или иную акцию в свой портфель, должна ли акция быть сильнее общего рынка?

— Для того чтобы попасть в мой портфель, бумага должна быть: 1) ликвидна; 2) сильнее остального рынка. Если выполняются два этих условия, я покупаю бумагу.

18. Считаете ли Вы, что есть преимущество в покупке акций, не имеющих широкой известности?

— Сложно сказать, я предпочитаю инвестирование в высоколиквидные бумаги. На рынке миллион прибыльных стратегий и правил. Если кто-то зарабатывает таким образом, то почему нет?

19. Считаете ли Вы, что технический анализ дает преимущество перед фундаментальным анализом?

- Ох, этот вечный спор, какой анализ лучше! На рынке работает и тот и другой. Хорошим подтверждением тому стали «Маги рынка» Джека Швагера. Просто каждый выбирает тот метод, который ему больше подходит психологически.

20. Каковы главные ошибочные представления, бытующие о ПИФах и о фондовом рынке?

— На эту тему можно написать отдельную книгу!

Прежде всего главное заблуждение заключается в том, что торговать на фондовом рынке просто. Трейдер такая же профессия, как врач или инженер, только ей невозможно научиться в университете. Пройдет не один год, прежде чем трейдер начнет стабильно зарабатывать на рынке.

Далее, я бы указал заблуждение, что рынок всегда растет. Да, он растет, но еще рынок имеет свойство падать. Падать сильно и безоткатно. Это свойство рынка. Как вдох и выдох. Поэтому всегда надо быть готовым к снижению котировок и не делать из этого трагедию. У любого успешного инвестора должен быть набор правил, торговая система, которые помогают ему с определением точек входа на растущем рынке и выхода в моменты падения.

21. Каковы черты людей, добивающихся успеха на поприще инвестиций?

— Прежде всего это огромное желание преуспеть в этом деле. Не такое: «Эх, было бы неплохо научиться зарабатывать на бирже...», а такое: «Я во что бы то ни стало стану профессионалом в биржевой торговле». Нужны недюжинное терпение и внутренняя сила, чтобы противостоять всем трудностям и неудачам, встречающимся на пути решившего преуспеть в биржевом марафоне. Безусловно, не будут лишними трудоспособность и склонность ума к аналитическому мышлению. Короче говоря, перефразируя известную поговорку, можно сказать: «Вера в успех, терпение и труд все перетрут».

22. Думаете ли Вы, что любой человек может научиться делать удачные инвестиции? Что для этого требуется?

— Уверен, каждого можно научить получать прибыль на бирже. Знаменитый эксперимент «Черепашки», проведенный Ричардом Дэнисом и Вильямом Экхардом, подтвердил это. Другой

вопрос, что если человек не хочет учиться, ничто ему не поможет. Как говорится, было бы желание...

23. Не подскажите, как можно предугадать значительное падение рынка и соответственно заблаговременно застраховать свой капитал от падения?

— Мы не можем предугадывать поведение рынка, мы можем действовать только исходя из текущей рыночной ситуации. Необходимо разработать набор правил, при срабатывании которых вы будете выходить из рынка. Например, продать все бумаги, если индекс три дня подряд закрывается в отрицательной области или если он снизился на 10% от своего предыдущего максимума. Такие несложные правила уберегут ваш капитал в случае развития долгосрочной негативной рыночной динамики.

24. Являетесь ли Вы поклонником диверсификации?

— Безусловно. Ведь заранее мы не сможем сказать, какая именно бумага вырастет сильнее других, например, в ближайшем месяце. Инвестировав капитал в несколько акций, мы тем самым повышаем вероятность того, что сильный рост в какой-либо из них не пройдет стороной для нашего портфеля. Вложив же все средства в одну бумагу, мы становимся ее заложниками. Рынок может вырасти в разы, а наша избранница останется на тех же ценовых уровнях. Приобретая несколько бумаг, мы повышаем наши шансы на успех.

25. Есть ли у Вас своя система или торговый метод? Вы всегда выполняете все сигналы системы?

— Определенно. А как можно торговать без четкого набора правил? Я не знаю таких людей, которым бы это удавалось. Тут ведь как получается, либо ты разрабатываешь торговую стратегию и начинаешь с ее помощью методично зарабатывать, либо совершаешь сделки под действием эмоций и постепенно теряешь свой капитал. Я предпочитаю первое. Моя система однозначно говорит мне, какие бумаги покупать, когда и как их продавать. На какую долю капитала входить в рынок. Я четко исполняю все сигналы своей торговой стратегии.

26. Изменился ли рынок за последний год?

— Рынком движут эмоции его участников. Каждый человек сам по себе индивидуален и непредсказуем, но если мы говорим о толпе, то действия ее более чем предсказуемы. Страх, жадность, разочарование — вот те эмоции, которые заставляют котировки взлетать свечкой вверх, а затем падать не менее стремительно. Время идет, люди приходят и уходят с рынка, но биржевая толпа остается. В этом плане ничего не меняется. Да, рынок становится более ликвидным, меняется продолжительность направленных движений. Но глобально ничего не меняется. Методы, дававшие прибыль на исторических данных, например начала XX в., по-прежнему эффективны и сегодня. Используемые мною стратегии, работавшие в прошлом году, столь же эффективны и в этом. Поэтому я отвечу так: локально — изменился, глобально — нет.

27. Что самое главное в инвестициях? Что Вы посоветуете начинающему инвестору?

— Человеку, решившему заняться биржевой торговлей, я бы рекомендовал продолжать заниматься тем, что лучше всего у него получается. А свободные деньги, предназначенные для инвестиций, доверить профессионалу, давно работающему на рынке. Каждый должен заниматься своим делом. Например, если возникает необходимость в получении консультации по какому-либо юридическом вопросу, вы не станете изучать тонкости юриспруденции, а обратитесь к нотариусу. Если сломался телевизор, вы не полезете в него с паяльником, а отвезете в сервис. С инвестициями то же самое — доверьтесь людям, которые делают это профессионально.

Если же вы хотите, чтобы мир биржевых инвестиций стал для вас делом всей вашей жизни, хотите стать профессионалом в этом деле и вас не пугают ни трудности, ни годы обучения, то главное, чем вам нужно запастись, — это огромным терпением и верой в успех.

Читайте как можно больше книг по рынку. Пробуйте различные методики и стратегии.

Ищите свой путь, свою торговую стратегию, которые приведут вас к успеху.

И не торгуйте сразу на все свои деньги, выделите небольшую долю своего капитала, которую не страшно потерять, и учитесь на ней. Не гонитесь за быстрыми результатами. Все-му свое время. Когда начнет получаться, постепенно наращивайте объемы.

Интервью с управляющим фондами компании «Агана» Николаем Веледжаниным

1. Как Вы начали свою карьеру управляющего фонда?
— Торговал на Российской бирже фьючерсами, потом торговал акциями на МЦФБ, МФБ, ММВБ.
2. Какое образование Вы получили?
— Высшее — Московский экономико-статистический институт ф-т прикладной математики.
3. Расскажите о своем первом опыте работы на должности управляющего.
— Ничего особенного не вспоминается.
4. Благодаря каким качествам или по какой причине Вы стали управляющим фондом?
— Затрудняюсь ответить.
5. На основании чего Вы принимаете решение об открытии позиций?
— Технический анализ.
6. Какой тип анализа Вы используете?
— МТС — механические торговые системы.
7. Ваши правила работы заставляют Вас всегда находится в акциях или Вы можете выйти в деньги и какое-то время находится вне рынка?
— Могу выходить в деньги.
8. Расскажите о своем личном опыте накануне, во время и после падения фондового рынка 2004 г.?
— 2004 г. — это не падение, а движение в горизонтальном коридоре, падение — это 1997-1998 гг.
9. Как вы определяете переход рынка из «бычьей» стадии в «медвежью»?
— Никак.

10. Используете ли Вы для принятия торгового решения оценку справедливой стоимости акций, определенную аналитиками?

— Никогда, считаю, что это не имеет никакого отношения к текущей рыночной цене.

11. Фиксируете ли Вы прибыль, если она достигает значительного роста с начала года? К примеру, Вы решаете, что должны зарабатывать для своих пайщиков 60% в год, а за первые пару месяцев Ваш фонд вырос на 30%, и Вы закрываете позиции и говорите себе, что достаточно, и Вы снова войдете в рынок через полгода.

— Фиксирую не прибыль, а убытки. Прибыль, как правило, не фиксирую, так как недозаработанная прибыль — это будущие убытки. Разве что по желанию инвестора иногда фиксирую прибыль.

12. Ваши долгосрочные результаты значительно превосходят среднеотраслевые. В чем, по Вашему мнению, причина таких замечательных успехов?

— Торговая дисциплина, жесткая фиксация убытков, т.е. отрицание принципа Buy-n-Hope (в литературе его обычно называют Buy-n-Hold).

13. Были ли люди, оказавшие значительное влияние на Ваше формирование как управляющего? Если не секрет, кто? Чему они научили вас?

— В процессе обучения теханализу помогло общение на эту тему в Интернете в форумах на эту тему.

14. Когда Вы впервые заинтересовались фондовым рынком?

— В 1995 г.

15. Какие книги, периодические издания или интернет-ресурсы по тематике фондового рынка Вы для себя выбрали?

— Читаю по теханализу не очень много.

16. Как долго Вы держите в портфеле выбранные Вами акции?

— От нескольких минут до нескольких месяцев.

17. Были ли в Вашей практике случаи, когда Вы покупали акцию и она тут же взлетала вверх? Или случаи с акцией, которая сразу падала вниз?

— И то и другое бывало.

18. Можете ли Вы припомнить свою самую крупную выигрышную ценную бумагу? Самую убыточную?

— Самая прибыльная — «Полюс-золото». Самая убыточная — не припомню.

19. Как Вы решаете, когда фиксировать убыток?

— По стопам.

20. Используете ли Вы в управлении портфелем акций остановки, защищающие от падения цены? Или же вы работаете без стопов?

— Стопы использую.

21. Для того чтобы Вы включили ту или иную акцию в свой портфель, должна ли акция быть сильнее общего рынка?

— Не обязательно. На нашем рынке и так мало ликвидных акций.

22. Считаете ли Вы, что есть преимущество в покупке акций, не имеющих широкой известности?

— Нет.

23. Считаете ли Вы, что технический анализ дает преимущество перед фундаментальным анализом?

— Для целей торговли — считаю, что имеет.

24. Считаете ли Вы, что фундаментальный анализ дает преимущество перед техническим анализом?

— Фундаментальный анализ для торговли ликвидными акциями бесполезен.

25. Каковы главные ошибочные представления, бытующие о ПИФах и о фондовом рынке?

— Почитал форумы, где общаются инвесторы, очень много людей боятся, что их деньги в ПИФах попросту своруют.

26. Каковы черты людей, добивающихся успеха на поприще инвестиций?

— Успехов добиваются самые разные люди самыми разными путями. Общее в них, наверное, то, что они поняли свои сильные и слабые стороны и научились их использовать.

27. Думаете ли Вы, что любой человек может научиться делать удачные инвестиции? Что для этого требуется?

— Нет. Помимо всего прочего требуется полная отдача этому процессу.

28. Не подскажете, как можно предугадать значительное падение рынка и соответственно заблаговременно застраховать свой капитал от падения?

— Предугадать — никак.

29. Используете ли Вы какие-то технические индикаторы в своей торговле?

— Не припомню, наверное, не использую.

30. Являетесь ли Вы поклонником диверсификации?

— Да.

31. Есть ли у Вас своя система или торговый метод? Вы всегда выполняете все сигналы системы?

— Да. Да, за очень редкими исключениями.

32. Изменился ли рынок за последний год?

Принципиально — нет.

33. Какие, по-вашему, самые крупные мифы о фондовом рынке?

— Что, слушая аналитиков, можно заработать деньги, что можно предсказать, что будет на рынке в будущем, что дружба с управляющим поможет заработать деньги, так сказать, по знакомству.

34. Используете ли Вы статистические исследования длительности и амплитуды ценовых движений для установления целей — либо ценовых, либо временных?

— Наверное, это можно использовать.

35. Что самое главное в инвестициях? Что Вы посоветуете начинающему инвестору?

— Научиться распознавать профессионалов и отдать им деньги.

36. Ваш фонд «Алор Экстрим» показывает удивительные результаты. Благодаря чему был достигнут такой результат?

Торговая дисциплина, жесткая фиксация убытков, т. е. отрицание принципа Buy-n-Hope (в литературе его обычно называют Buy-n-Hold).

37. Есть ли у Вас любимые акции, которые не подводили и инвестиции в которые приносили хороший доход? Выигрывает ли фонд, в составе активов которого присутствуют эти акции, и стоит ли отличать инвесторам такие фонды как перспективные.

— Таких волшебных акций у меня нет.

Часть 3
ПОДХОД ВТОРОЙ
ТЕХНИЧЕСКИЙ

Глава 10

Технический анализ графиков

В долгосрочном плане цены фондового рынка отражают реальные стоимости. С другой стороны, краткосрочные колебания отражают небольшие сдвиги в спросе и предложении и они должны рассматриваться как непредсказуемые и беспорядочные.

Те, кто придерживаются этой точки зрения, называются на языке фондовой биржи «фундаменталистами», или «фундаментальными аналитиками». Фундаментальный аналитик пытается определить величину «реальной стоимости» ценной бумаги, т. е. ее торговую полезность, или ее ценность, основанную на ожидаемой будущей прибыли.

Когда неопределенность столь велика, возможно, разумно предположить, что различные экономические прогнозы всегда далеки друг от друга и, таким образом, по крайней мере отражают величину непредсказуемости. Но не в этом дело. Обычно прогнозы «фундаменталистов» очень близки друг к другу, но очень далеки от реального исхода.

Неудивительно, что очень много людей покинули так называемое «долгосрочное инвестирование» и пошли по пути оценки краткосрочных колебаний рынка, оценки графиков.

На Западе построение графиков началось в США в 1880-е гг. в форме «книжного метода». Только очень немногие использовали этот инструмент, и не было ни одного объяснения, как интерпретировать эти диаграммы. Однако в 1900-1902 гг. «The Wall Street Journal» опубликовал серию относительно малозаметных статей, посвященных механизму движения цен акций. Автором был основатель газеты и ее главный редактор Чарльз Генри Доу, который помимо этой газеты основал знаменитую службу финансовых новостей Доу-Джонс.

Преемник Доу на посту редактора Вильям Питер Гамильтон описывал его как «ультраконсервативного», хладнокровного, осведомленного и интеллигентного человека, «знавшего свое

дело» и не позволявшего ничем себя раздражать. В некоторый период своей карьеры он имел свое собственное место на Нью-Йоркской фондовой бирже, так как хороший практический склад ума позволял ему проникать в самую суть торговли ценными бумагами. К сожалению, он умер в 1902 г. в возрасте всего 52 лет и поэтому ничего не опубликовал из своих исследований, кроме отдельных материалов в газетных статьях. Однако эти наблюдения позже обобщили в то, что мы сейчас называем «теорией Доу».

Одна из инноваций Доу состояла в том, что он (в 1884 г.) начал составлять индекс ценового развития для группы ведущих акций. Позже, в 1896 г., он объединил несколько акций промышленных компаний для создания «индекса акций промышленных компаний» и несколько акций железнодорожных компаний для создания «индекса акций железнодорожных компаний» (позже переименованного в «индекс акций транспортных компаний»). Таким образом, он обеспечил себя ценным аналитическим инструментом в исследовании поведения рынка и формулировании своих правил.

Теория Доу состоит из следующих шести наблюдений

1. *Фондовые индексы заранее ничего не принимают в расчет.* Все участники рынка одновременно владеют всей информацией, важной для толкования ценности акции, и это знание не принимается в расчет при колебаниях рыночной цены.

2. *Рынок имеет три движения — «первостепенное», «второстепенное» и «третьестепенное».* Ценовые колебания всегда следствие этих трех типов движений, действующих одновременно, но не обязательно в одинаковом направлении.

Самые большие движения — «первостепенные» — это тренды протяженностью в несколько лет. Основной «бычий» рынок начинается, когда вся наихудшая информация не принимается в расчет в формировании цены и первые надежды на будущее начинают давать свои всходы. Это называется «первой фазой» «бычьего» рынка. Во «второй фазе» рынка эти надежды подтверждаются и экономика демонстрирует реальное улучшение. «Третья

фаза» главного тренда отражает преувеличенный оптимизм без какого-либо реального обоснования. Основной «медвежий» рынок имеет те же самые три фазы, но только все развивается наоборот. Второстепенное движение длится от трех недель до нескольких месяцев, часто сочетая в себе коррекцию глубиной от одной трети до двух третей предыдущей первой фазы. Третьестепенное движение длится менее трех недель. Оно в относительной степени демонстрирует чувствительность к стохастическим внешним воздействиям и имеет малое или вообще никакого отношения к предсказанию других движений.

3. Зоны поддержки и сопротивления дают ценовые сигналы. Когда цена колеблется в узком интервале от двух до трех недель или более, возможно «накопление» ценных бумаг у маленькой группы профессионалов (до начала подъема) или «распределение» ценных бумаг среди многих любителей (в преддверии начала падения).

4. Объем поддерживает цену. Значимость ценового движения как сигнала усиливается, когда возникает большой объем (оборот). Объем следует за направлением тренда, и если объем высокий, когда рынок поднимается, и маленький в период падения рынка, это говорит, что рынок пойдет вверх.

5. Тренд должен подтверждаться пиками и впадинами. Восходящий тренд остается незыблемым, пока все новые пики и впадины не перестанут подниматься. Нисходящий тренд соответственно устойчив, пока не прекратится понижение всех пиков и впадин.

6. Оба индекса должны подтверждать тренд акции. Первостепенный тренд фондового рынка не может реально установиться, пока оба индекса — и индекс акций промышленных компаний, и индекс акций транспортных компаний — не начнут однонаправленное трендовое движение.

В 1922 г. Вильям Питер Гамильтон доработал правила Доу в «The Stock Market Barometer». Статьи Гамильтона в «The Wall Street Journal» и «Barron's» стали привлекать все больше и больше внимания. С впечатляющей точностью, основываясь на применении правил Доу, он предсказывал рыночные движения. Са-

мой известной была серия статей, в которых он анализировал спекулятивные манипуляции Джеймса Кинеса с акциями *U. S. Steel*. Гамильтон раскрыл тактику Кинеса настолько точно, что Кинес был убежден в том, что Гамильтон имел своего шпиона в его организации. В «*The Stock Market Barometer*» Гамильтон объяснил удивленной публике, что его инструменты — графики и шесть правил Доу.

Последние статьи Гамильтон написал для рынка, охваченного паникой. 21 октября, за день до начала известного краха фондовой биржи в 1929 г., он написал статью в «*Barron's*», в которой предупреждал о психологической ситуации. Уровни фондового индекса, о которых он говорил как о потенциальных психологических точках разворота, были разбиты в течение нескольких следующих дней. Четыре дня спустя в статье под заголовком «Поворот в потоке» в «*The Wall Street Journal*» он написал (снова ссылаясь на правила Доу), что «бычий» рынок подошел к решающему окончанию и что разворот тренда фондового рынка сигнализирует об экономическом упадке. Он был единственным, кто придерживался такого мнения, и, как мы знаем сегодня, достоверность его прогноза доказана последующими событиями.

Рынки как растут вверх, так и падают вниз, и для описания этих явлений существуют специальные термины. Рынок с восходящим трендом на протяжении долгого периода времени называется «бычим» рынком. Если рынок падает, он называется «медвежьим» рынком. Того, кто полагает, что рынок должен подняться, называют «быком», а того, кто думает, что рынок опустится, называют «медведем». Происхождение этих выражений неизвестно, но общепринятое объяснение гласит, что бык ходит с поднятой головой (= поднимающийся), в то время как медведь держит голову опущенной (= падающий). На самом деле бык опускает голову вниз, когда он возбужден, что придает дополнительную символическую окраску.

Когда рынок идет вверх, «бычий» трейдер покупает и его позиция называется длинной. Когда рынок падает, он продает. Если он вне рынка, то это означает, что у него нет длинных позиций.

Продолжением теории Доу стала «теория волн Эллиотта». «Закон волн» — это открытие Ральфа Н. Эллиотта о том, что поведение общества или толпы развивается и изменяется в виде распознаваемых моделей. Используя данные фондового рынка в качестве своего главного инструмента, Эллиотт открыл, что постоянно меняющаяся траектория цен фондового рынка выписывает некоторый структурированный рисунок, который, в свою очередь, отражает основную гармонию, найденную в природе. На основе этого открытия он разработал рациональную систему рыночного анализа. Эллиотт выделил восемь *моделей* движения, или «*волн*», которые снова и снова возникают в потоке рыночных цен и повторяются *по форме*, но не обязательно по времени или амплитуде. Он описал, как эти структуры соединяются вместе. Если кратко, то закон волн — это каталог моделей изменения цен и объяснений того, где подобные фигуры вероятнее всего должны проявиться на пути развития рынка.

Р. Н. Эллиотт изучал графики промышленного индекса Доу-Джонса (DJI) и его предшественников скрупулезно и смог создать взаимосвязанные принципы, которые описали все движения рынка, известные ему до середины 1940-х гг. В тот период, со значением Доу в районе 100, Эллиотт предсказал значительный подъем в течение следующих нескольких десятилетий, который превысит все ожидания, в то время как большинство инвесторов считало невозможным даже то, что индекс Доу превысит свое значение 1929 г. Как мы увидим, феноменальные предсказания на фондовом рынке и высокая точность на годы вперед сопровождали историю применения волнового подхода Эллиотта.

Пятиволновая модель

Развитие рыночных цен в конечном счете принимает фигуру пяти волн особой структуры. Три из них, помеченные цифрами 1, 3 и 5, действительно совершают направленное движение. Они разделяются двумя *откатами* — волнами противоположного направления, которые помечены цифрами 2 и 4 (рис. 13). Эти

два отката несомненно являются неотъемлемой частью общего направленного движения.

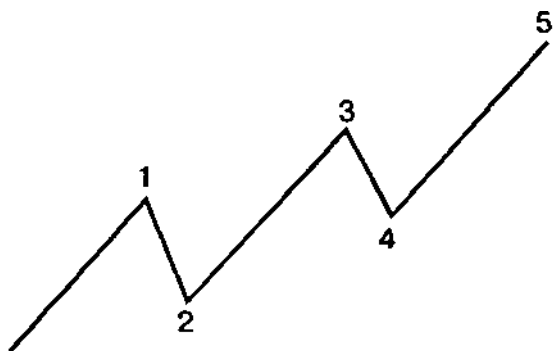


Рис. 13. Базовая модель — волны 1–5

Структура волн

Существуют две формации развития волн: *движущая* и *корректирующая*. Волны движения имеют *пятиволновую* структуру, в то время как волны корректирующие обладают *трехволновой* структурой. Движущаяся формация является основой из пятиволновой структуры и ее однонаправленных компонентов — это волны 1, 3 и 5. Их структуры называются «движущими», потому что они приводят рынок в значительное движение. Корректирующая формация лежит в основе всех откатов в противоположном направлении, которые включают в себя волны 2 и 4. Их структура называется «корректирующей», потому что они могут выполнять только частичный откат, или «коррекцию», от движения, достигнутого любой предыдущей движущей волной. Таким образом, эти две формации являются принципиально разными и по роли, и по структуре.

В своей книге 1938 г. «Закон волн» и вновь в серии статей, опубликованных в 1939 г. журналом «Financial World», Р. Н. Эллиотт указал, что фондовый рынок развивается в соответствии с базисным ритмом, или *моделью*, из пяти волн вверх и трех волн вниз, формируя полный цикл из восьми волн (рис. 14).

Один полный цикл, состоящий из восьми волн, кроме того, можно представить двумя различными фазами: движущей фа-

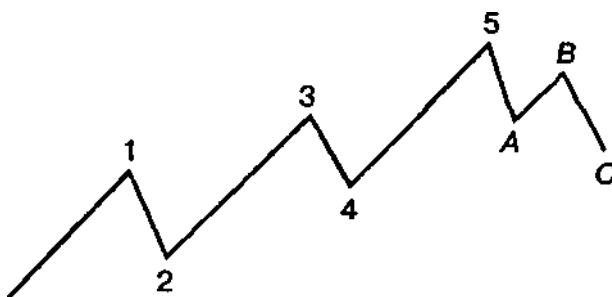


Рис. 14. Движущая фаза (обозначена цифрами 1-5).
Корректирующая фаза (обозначена буквами A, B, C)

зой, также называемой «пятеркой», обозначенной цифрами, и корректирующей фазой, также известной как «тройка», чьи подволны обозначены буквами. Последовательность A, B, C корректирует последовательность 1, 2, 3, 4, 5.

Формирование каналов. Равенство волн

Одним из указаний закона волн является то, что две движущие волны в пятиволновой последовательности будут стремиться к равенству по длительности и величине. В большинстве случаев это справедливо для двух нерастянутых волн, когда оставшаяся волна является удлинением, и это особенно справедливо, если удлинением является третья волна.

Методика формирования каналов

ЭЛЛИОТТ обратил внимание, что параллельные курсовые линии обычно обозначают верхнюю и нижнюю границы импульсных волн, часто с поразительной точностью. Инвестору следует чертить их заблаговременно, чтобы облегчить определение целевых значений волн и подготовить ключевые варианты будущего развития движения.

Начальная методика формирования каналов для импульсов требует по крайней мере три связанных точки. Когда заканчивается волна три, соедините точки, промаркированные «1» и «3», затем проведите параллельную линию через точку, помеченную «2». Это построение дает предполагаемую границу волны четыре. В большинстве случаев третьей волны продвигаются доста-

точно далеко, чтобы начальная точка (окончание первой волны) была исключена из точек соприкосновения окончательного варианта канала.

Если четвертая волна заканчивается в точке, не лежащей на параллельной прямой, вы должны перестроить канал для того, чтобы определить границу для волны 5. Сначала соедините концы волн 2 и 4. Если волны 1 и 3 — стандартные, то верхняя линия, проведенная через пик волны 3 параллельно первой линии, наиболее точно прогнозирует окончание волны 5 (рис. 15, 16).

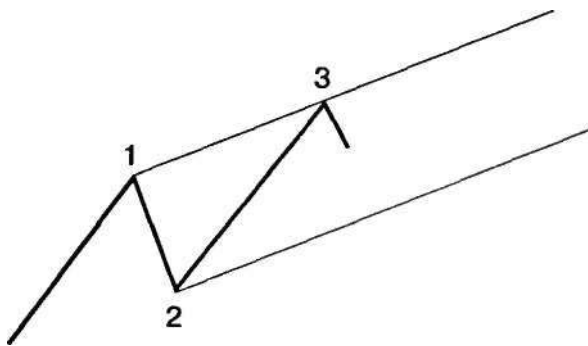


Рис. 15. Временный канал

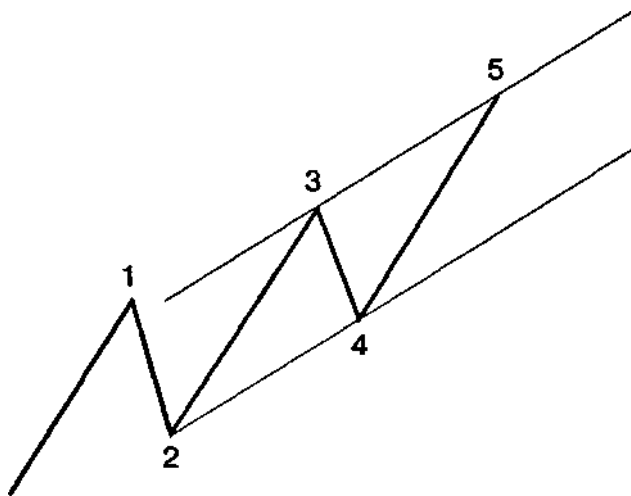


Рис. 16. Окончательный канал

Индивидуальность волн

Понятие об индивидуальности волн является существенным развитием закона волн. Оно полезно тем, что вводит поведение людей в уравнение более индивидуально и, что более важно, повышает эффективность обычного технического анализа.

Индивидуальность каждого типа волны в цикле Эллиотта является неотъемлемой частью отражения психологии масс, которую она воплощает. Движение эмоций масс от пессимизма до оптимизма и обратно имеет склонность каждый раз следовать приблизительно похожей траекторией, формируя похожие детали в соответствующих точках волновой структуры (рис. 17).

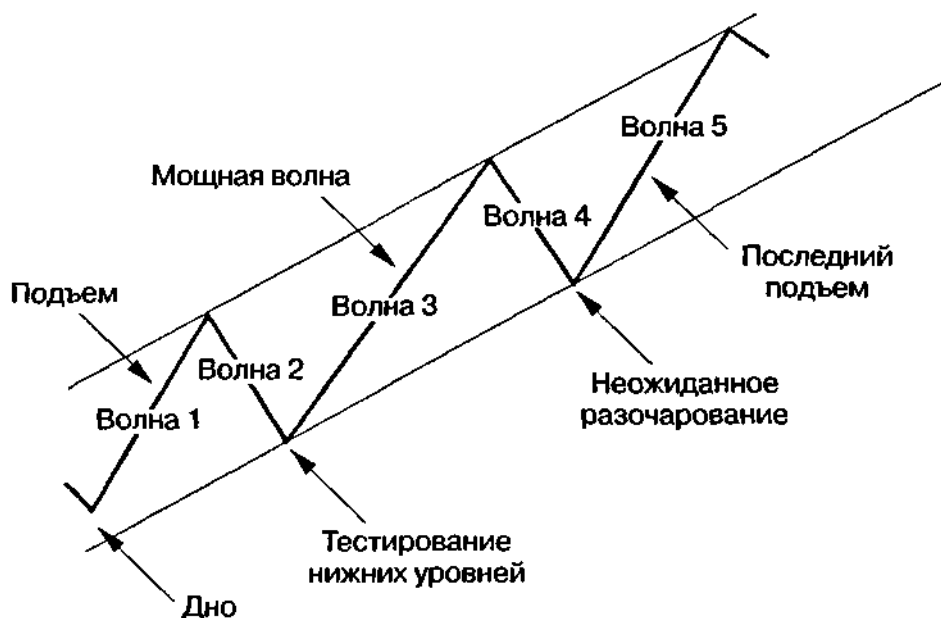


Рис. 17

Развитие волн Эллиотта

ДНО. Старшие волновые уровни: вопрос существования, выживания, депрессия, война. Средние волновые уровни: спад, «паника», ограниченные войны. Мелкие волновые уровни: часто сопровождаются плохими новостями.

ПОДЪЕМ от недооцененных уровней. Осознание выживания.

ТЕСТИРОВАНИЕ НИЖНИХ УРОВНЕЙ. Фундаментальные условия часто такие же плохие или даже хуже, чем в области предыдущего дна. Полагают, что основное движение — вниз. Не приводит к новым нижним экстремумам.

МОЩНАЯ ВОЛНА. Сила. Охват. Наилучшие фундаментальные показатели. Действительное увеличение процветания. К концу волны полагают, что основное движение — вверх. Волна часто подразделяется на составные последовательности. Никогда не является самой короткой волной.

НЕОЖИДАННОЕ РАЗОЧАРОВАНИЕ. Сигнализирует о том, что самая лучшая часть фазы роста закончилась. Не заходит на территорию волны 1.

ПОСЛЕДНИЙ ПОДЪЕМ. Рыночные характеристики и фундаментальные параметры улучшаются. Психология формирует завышенную оценку.

Первые волны — в качестве грубой оценки, около половины первых волн являются частью процессов, происходящих у их «подножья», и, таким образом, склонны к значительной коррекции волной два. В отличие от подъема при «медвежьем» рынке (в качестве коррекции от предыдущего падения) первая волна, однако, поднимается технически более действенно, часто показывая едва различимое увеличение в объеме. Множество коротких продаж очевидны, так как большинство участников в конце концов убедились, что общее направление движения вниз. Инвесторы наконец-то получили «еще один подъем цен для открытия коротких позиций», и они еще продают.

Вторые волны — часто выполняют такой откат, что большая часть продвижения волны один ликвидируется к моменту их окончания. В этой точке инвесторы окончательно убеждаются, что «медвежий» рынок вернулся, чтобы продолжиться. Вторые волны часто формируют неподтвержденные объемом движения вниз и области покупки по теории Доу, т. е. когда низкие объем и волатильность служат признаком истощения давления продаж.

Третьи волны — просто чудо и стоят того, чтобы к ним приглядеться. Они длительны и понятны, и направление движения в этой области — безошибочное. Все больше и больше бла-

гоприятных экономических показателей создают картину убедительных прибылей. Третьи волны обычно порождают наивысший объем и движение цен и наиболее часто являются удлиненными волнами в последовательности. Третьи волны порождают резкий рост цен, ценовые разрывы, увеличения объема. В сущности, все акции принимают участие в развитии третьих волн. Именно индивидуальность третьих волн дает наиболее ценные подсказки для волнового исчисления по мере развития волн.

Четвертые волны — предсказуемы и по глубине, и по форме, так как из-за чередования им следует отличаться от предыдущей второй волны. Чаше всего они развиваются вбок, создавая основу для финального движения пятой волны. Это начальное ослабление на рынке создает этап для неподтверждений объемом и для едва различимых признаков слабости в пятой волне.

Пятые волны — эти волны у акций всегда менее энергичны, чем третьи. Обычно они также демонстрируют меньшую максимальную скорость изменения цены. Во время пятых развивающихся волн оптимизм поднимается особенно высоко.

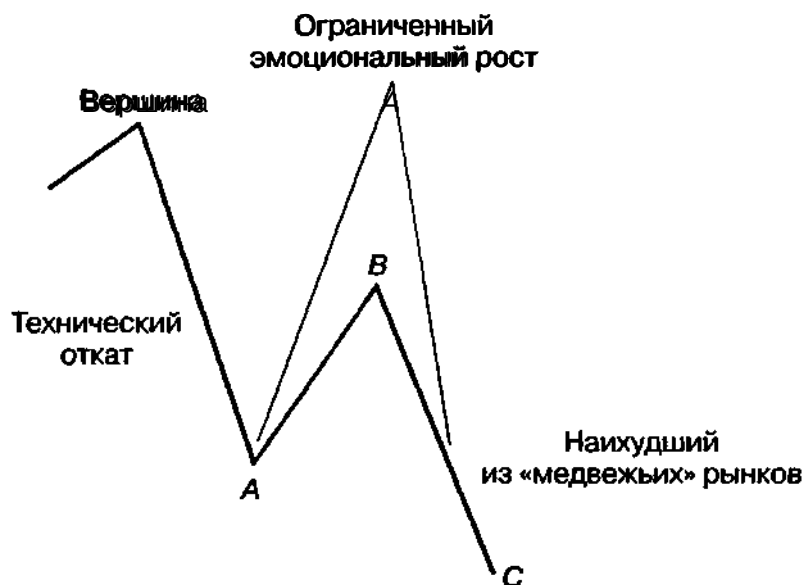


Рис. 18

Корректирующая волна

ВЕРШИНА. Старшие волновые уровни: кажется, что процветание и мир гарантированы навечно. Господствует преувеличенная самоуверенность.

ТЕХНИЧЕСКИЙ ОТКАТ. Линия курса предыдущего движения нарушена; ложно рассматривается как возможность открытия длинных позиций.

ОГРАНИЧЕННЫЙ, ЭМОЦИОНАЛЬНЫЙ РОСТ. Технически слабый, избирательный. В результате неподтвержденный. Фундаментальные параметры едва заметно слабеют. Агрессивные эйфория и отрицание.

НАИХУДШИЙ ИЗ «МЕДВЕЖЬИХ» РЫНКОВ. Сила. Охват. Цены падают беспрестанно. В ответ фундаментальные параметры в конце концов обваливаются.

Волны Л. Во время волны Л «медвежьих» рынков мир инвестиций в основном убежден, что это противодействие — всего лишь соответствующий откат перед следующим отрезком движения вперед. Общество склоняется к покупкам, несмотря на первые, формально разрушающие трещины в моделях отдельных акций. Волна А задает тон для следующей волны В.

Волны В. Волны В являются обманщиками. Они — пустышки, бычьи капканы, рай спекулянтов, разгулы настроенного на случай рассудка или выражения глупой самоуспокоенности фирм. Они часто переводят внимание на узкий список акций, они часто «не подтверждены» другими индексами, они редко технически сильны и фактически всегда обречены завершить откат волной С.

Волны С. Нисходящие волны С обычно опустошительны в своем разрушении. Они являются третьими волнами и обладают большинством свойств третьих волн. Именно во время таких падений фактически нет финансовых инструментов, кроме наличности, где можно было бы спрятаться. Иллюзии, сохранявшиеся в течение волн А и В, рассеиваются, и на смену приходит страх. Волны С длительны и понятны.

Глава 11

Как извлечь прибыль из волнового поведения рынка

Анализ волны Эллиотта является единственным известным мне инструментом, который последовательно определяет силу движения и его длительность. Важно знать направление движения цен и ценовые ориентиры, потому что трейдеры не пытаются противостоять тренду, а торгуют в направлении основного тренда рынка.

Образцы импульсов (как они развиваются)

Импульс состоит из пяти волн, как и было описано выше. Первая волна представляет обычно слабый подъем на рынке, когда небольшой процент трейдеров принимает участие в торговле. Когда первая волна проходит, они продают по наиболее выгодной цене на второй волне. Активная распродажа на второй волне является большой ошибкой. В конце концов, вторая волна закончится, **не установив новых минимальных цен**, и рынок начнет разворачиваться для другого подъема (рис. 19).

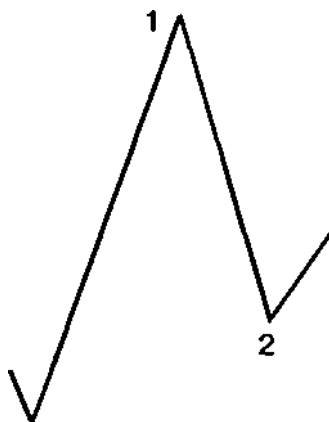


Рис. 19. Вторая волна не устанавливает новый минимум

Если цены не установили новых минимальных значений, то движение можно классифицировать как **вторую волну** в новом растущем тренде. Продажа на второй волне не приносит радостей инвесторам.

Подъем третьей волны начинается медленно и достигает в конце концов вершины предыдущего подъема (вершины первой волны). Инвесторы пока еще не уверены в восходящем тренде.

Далее рост третьей волны энергично развивается и достигает вершины первой волны. Как только происходит превышение максимума первой волны, можно с уверенностью говорить о продолжении растущего тренда и текущее движение классифицировать как **третью волну** (рис. 20).

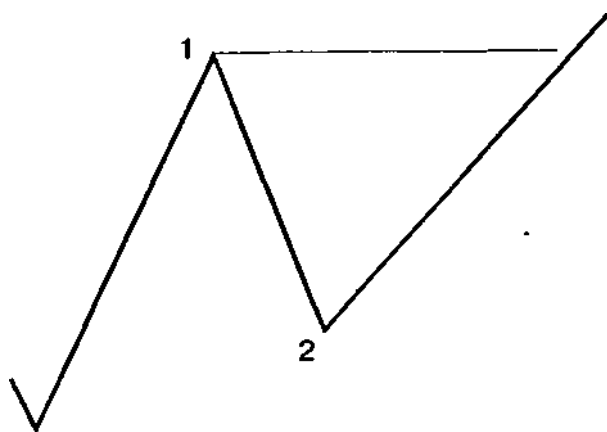


Рис. 20. При повышении выше вершины первой волны рынок находится в третьей волне

Дальнейшее развитие событий будет следующим: инвесторы, которые сразу открыли длинную позицию от минимума, к этому моменту будут уже с прибылью. И они могут даже принять решение о добавлении позиций.

Инвесторы, которые еще не вошли в рынок, приходят к выводу, что тренд — восходящий, и принимают решение о покупке, играя на подъеме. Данный неожиданный интерес содействует подъему третьей волны.

Это тот момент, когда большинство инвесторов решают, что тренд — восходящий. В конце концов, «неистовая покупка» прекращается. Теперь начинается изъятие прибыли. Инвесторы, у которых с самого начала были открыты длинные позиции, решают снять прибыль. Это становится причиной отката цены назад, и данный откат называется **четвертая волна**. Тогда как вторая волна была ошибочной распродажей, четвертая волна была правильным понижением в результате фиксации прибыли.

Во время фиксации прибыли большинство инвесторов все еще уверено, что тренд — восходящий. Они или опоздали открыть позиции при подъеме, или наблюдали за рынком со стороны. Они рассматривают понижение в результате фиксации прибыли как отличный момент для открытия длинных позиций. В конце четвертой волны происходит больше покупок и цены опять начинают подниматься (рис. 21).



Рис. 21. После третьей волны на рынке идет коррекция в виде четвертой волны

При подъеме пятой волны отсутствуют огромный энтузиазм и сила, которые обнаруживаются при подъеме третьей волны. Развитие пятой волны сопровождает меньшая группа инвесторов. Хотя цены устанавливают новый максимум над вершущей третьей волны, мощность или сила подъема пятой волны по сравнению с подъемом третьей волны очень мала. И когда в конце концов данный недостаточный интерес покупателей истекает,

дельных графиках. Это является отличным способом для капитализации акций и финансовых фьючерсов на рынках с расширенными трендами в одном направлении. И последнее, в окошке «доп. индикаторы снизу» выставить «MACD-Hist.». Далее просто нажмите кнопку «нарисовать». И получите график нашего индекса РТС с уже приведенным внизу индикатором «Осциллятор Эллиотта (MACD Histogram)» (рис. 23).

По существу, осциллятор Эллиотта вычисляется посредством нахождения разницы между двумя скользящими средними. Если применить короткую скользящую среднюю и длинную скользящую среднюю, то разница между ними покажет скорость увеличения цен. Короткая скользящая средняя представляет текущее

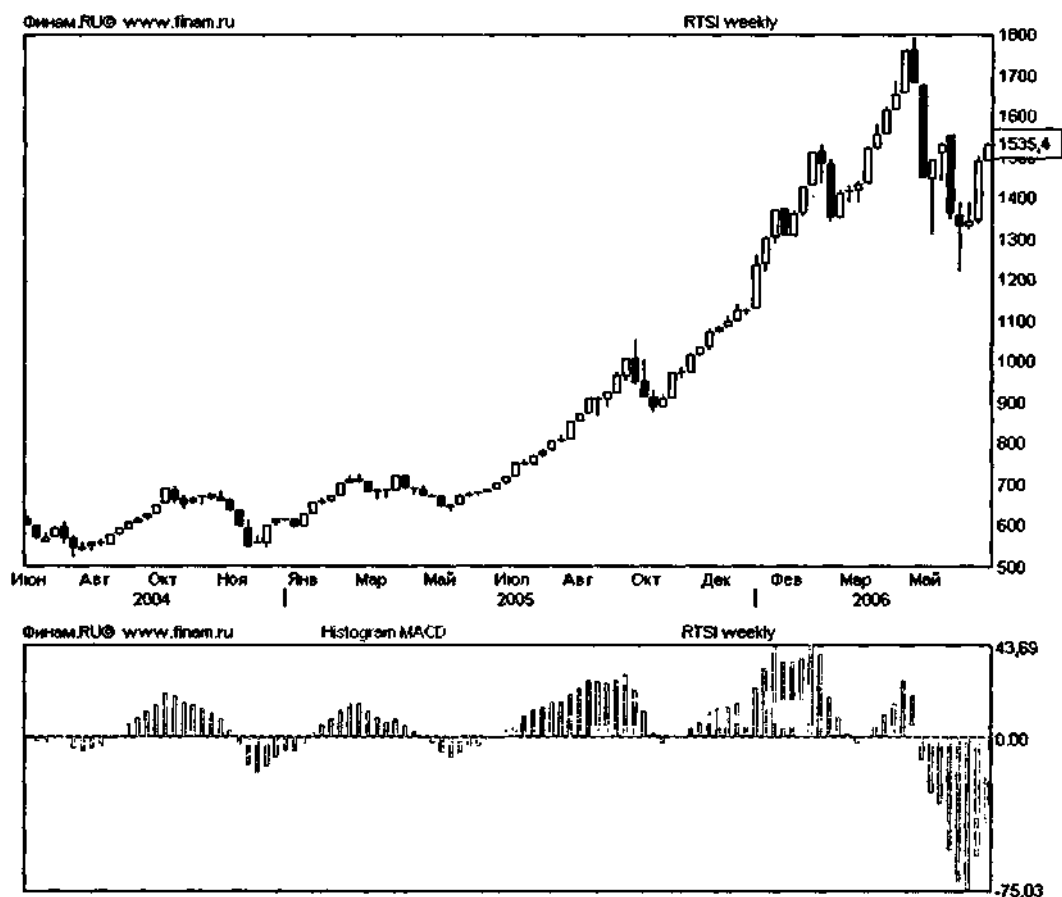


Рис. 23. Недельный график индекса РТС с середины 2004 до середины 2006 г. Внизу приведена гистограмма MACD

изменение цены, тогда как большая скользящая средняя — движение цены в целом.

Когда цены двигаются вверх, разница между короткой и длинной скользящими средними является большой и порождает большую величину осциллятора. Однако текущие цены пятой волны двигаются вверх с небольшой скоростью и, следовательно, разница между короткой и длинной скользящими средними минимальна, что порождает меньшую величину осциллятора. Сравнив пики осциллятора, можно увидеть отличия между фазами третьей и пятой волн.

Когда цены поднимаются над верхушкой первой волны, осциллятор Эллиотта достигает новых максимумов. Текущий подъем называется третьей волной (рис. 24).

В конце концов, на третьей волне спадает покупательская активность. Инвесторы начинают фиксировать прибыль. Однако большинство с нетерпением ожидает этого, чтобы произвести на данном рынке покупку. Когда осциллятор Эллиотта возвращается к нулевому уровню или опускается ниже, на рынке начинаются покупки.

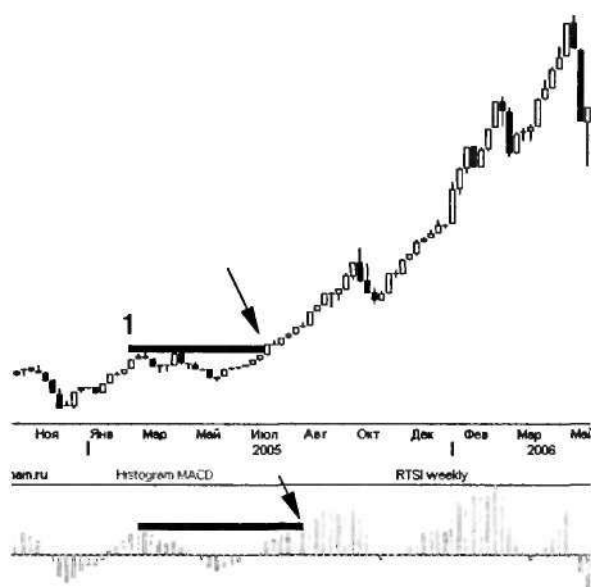


Рис. 24. На графике видно, как индекс поднимается выше максимума первой волны и гистограмма повторяет это движение рынка. Это хорошее время для покупки паев

Когда четвертая волна заканчивается, покупать начинают те инвесторы, которые пропустили весь подъем третьей волны. Цены двигаются к новым своим максимальным значениям. Однако повышение цен при подъеме происходит не так быстро, как в третьей волне. Данная разница в скорости увеличения цены улавливается осциллятором и может быть легко идентифицирована. Образуется так называемая «дивергенция». Это расхождение между линиями, одна соединяет вершины третьей и пятой волн, а другая соответствующие вершины индикатора. Если данные линии не параллельны, не сходятся, а расходятся, то это говорит о том, что рынок находится в пятой, последней волне своего роста и скоро должен упасть (рис. 25).



Рис. 25. Расхождение (дивергенция)

Применение осциллятора Эллиотта (третья волна)

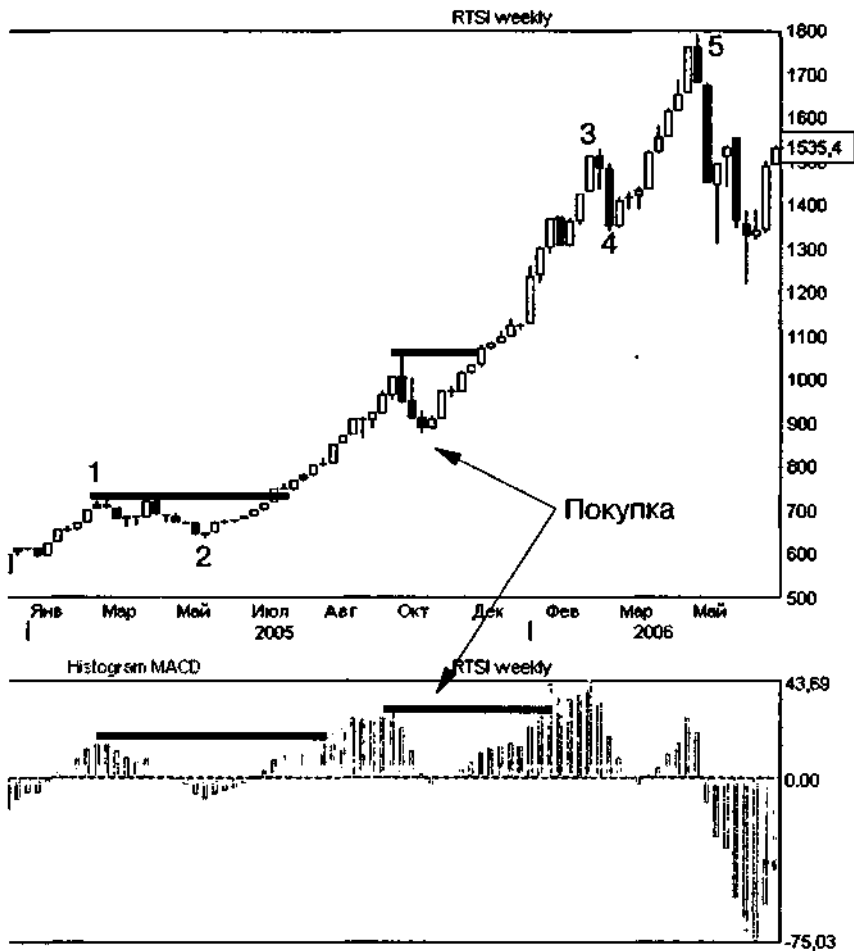


Рис. 26. На графике видно, как гистограмма отошла к нулю, а затем появился новый максимум. Хорошее время для покупки паев

Когда рынок поднимается с уверенным подъемом осциллятора Эллиотта, этот подъем классифицируется как третья волна. Когда третья волна заканчивается, рынок снижается из-за снятия прибыли инвесторами, которые уже давно участвуют в подъеме рынка и прибыль уже начинает жечь им карманы. Во время снижения из-за снятия прибыли осциллятор Эллиотта должен вернуться к нулю.

Применение осциллятора Эллиотта (четвертая волна)

Возвращение осциллятора Эллиотта (MACD) к нулю сигнализирует об окончании снижения четвертой волны. Начинаются новые покупки, и рынок устанавливает новые максимумы.

Давайте сейчас начнем создавать систему принятия решений для торговли паями фондов. Итак, первый метод торговли. Применяется для покупки в конце отката четвертой волны. Дождитесь, когда осциллятор (MACD) вернется к нулю. А это исторически происходит в 94% случаев при откате четвертой волны. Удостоверьтесь, что данный откат произошел после длительного и по времени, и по величине движения подъема рынка, который можно охарактеризовать как третью волну движения. Выполнение данного условия говорит о высокой вероятности того, что на рынке началась именно четвертая волна движения и что после этого рынок может установить новые максимальные значения в течение пятой волны. Итак:

1. **Осциллятор Эллиотта (MACD)** должен вернуться к нулевой (базовой) линии.
2. Если осциллятор вернулся к нулю, удостоверьтесь, что цены опустились по крайней мере от 38% величины третьей волны. Или же более чем на 4% от последнего максимального значения.

Покупайте на подъеме пятой волны, когда осциллятор Эллиотта (MACD Histogram) поднимется выше своей нулевой линии или поднимется выше 4% от своего последнего (локального) минимума. Это так называемые «уверенные покупки», но если вы готовы немного подождать, то входите в рынок в любой момент четвертой волны.

Применение осциллятора Эллиотта (пятая волна)

Рынок устанавливает новую максимальную цену с осциллятором Эллиотта меньшей силы. Это свидетельствует о том, что пятая волна является последним подъемом рынка, и когда пятая волна проходит, рынок меняет направление (рис. 27).

Когда рынок после окончания последовательности цен на пятой волне изменит направление, предыдущая четвертая волна станет основным прогнозным ориентиром.

Как же мы сможем извлечь из этого прибыль и вовремя закрыть позиции? Второй метод торговли используется для про-

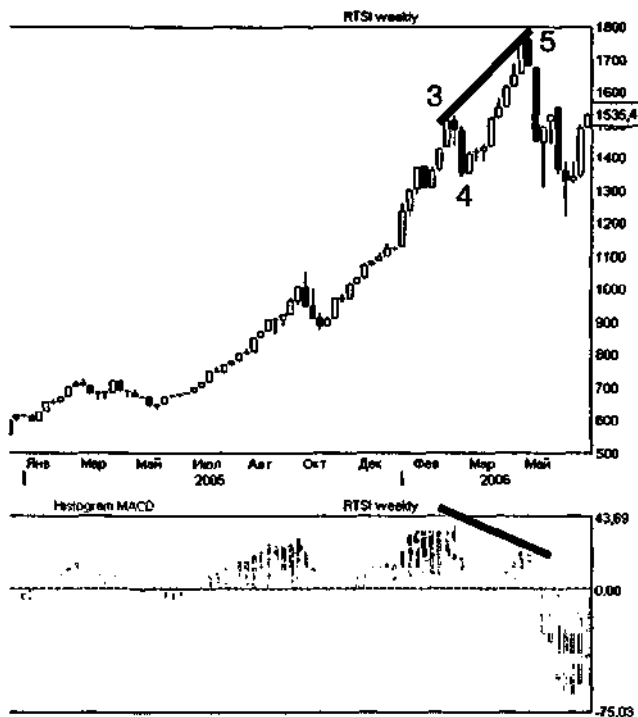


Рис. 27. На графике появилось расхождение (дивергенция). Хорошее время для продажи пая, фиксирования прибыли

дажи в конце подъема пятой волны. Когда пятая волна устанавливает новые максимальные цены, удостоверьтесь, что осциллятор Эллиотта отображает дивергенцию с пиком третьей волны. Когда пять волн прошли, рынок меняет тренд. После того как цена пробивает трендовую линию или свою скользящую среднюю или просто опускается на 4% от своего максимального значения, продавайте. Исходным ориентиром снижения является предыдущий минимум четвертой волны. Итак:

- удостоверьтесь, что осциллятор Эллиотта подтверждает наличие пятой волны: между пиками — очевидная дивергенция;
- продавайте даже при малейшем снижении рынка.

Применение трендовых каналов

Когда на рынке присутствует тренд, трендовый канал может применяться для того, чтобы выявить верхние и нижние границы

рынка. Пока покупки двигают рынок в одном и том же направлении, рынок имеет тенденцию оставаться в пределах канала. Как только рынок меняет направление, цены прорывают канал, сигнализируя об окончании движения.

Для построения трендового канала выполняются следующие правила:

- определяется конец второй волны для установления отправной точки для построения трендовых каналов;
- определяется конец четвертой волны для установления конечной точки для построения трендовых каналов;
- соединяем точки, полученные в первых двух этапах, и получаем трендовую линию;
- определяется вершина третьей волны для установления третьей точки для построения трендовых каналов;
- проводится параллельная трендовая линия через вершину третьей волны;
- как только рынок касается во второй раз верхней границы канала, следует продать имеющиеся в наличии паи (закрыть длинные позиции) (рис. 28).

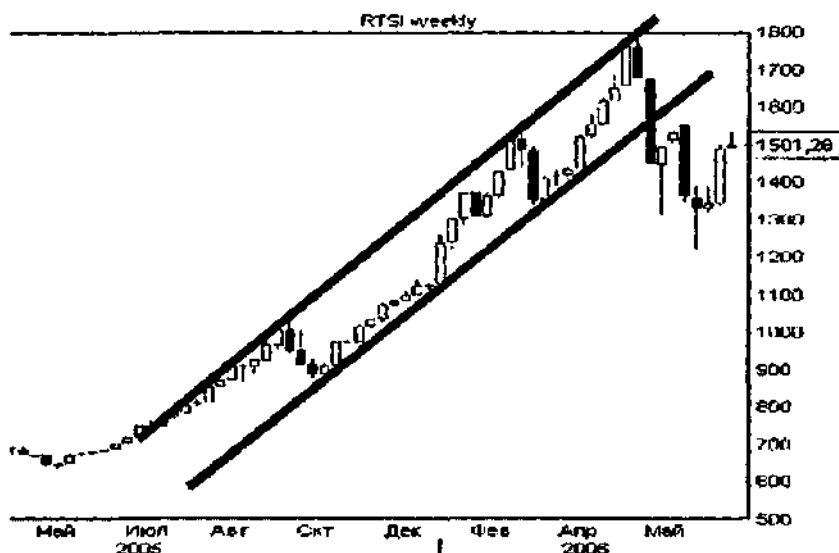


Рис. 28. 10 мая 2006 г. индекс коснулся верхней границы коридора. Это свидетельствует об окончании роста. Хорошее время для продажи паев

На графике хорошо видно окончание второй волны, которое произошло в последних числах сентября 2005 г., и окончание четвертой волны в середине марта 2006 г. При построении трендовой линии задействованы именно эти две точки. А для построения параллельной линии использовалось максимальное значение третьей волны, которое было на рынке на третьей неделе февраля 2006 г. 10 мая 2006 г. рынок еще раз коснулся этой линии и, получив сопротивление, развернулся и начал свое падение.

Вот такие несложные приемы торговли можно успешно применять для управления своим портфелем паев фондов. Для анализа используйте дневные или недельные графики индекса РТС. А для торговли используйте «индексные» фонды. Применение данной методики для фондов с уникальной инвестиционной декларацией, там где управляющие всячески стараются улучшить результаты доходности, могут дать дополнительные преимущества, такие как увеличение времени для выхода из рынка. Но взамен можно лишиться части дохода, так как такие фонды, как правило, не догоняют рынок по доходности. Лучше найти «индексный» фонд, у которого управляющая компания позволяет переводить денежные средства пайщиков из «индексного» фонда в «облигационный» и назад в один день, т. е. без задержек.

Вместо заключения

Советы пайщику

Государство не гарантирует доходности инвестиционных фондов. А успешные результаты работы ПИФа в прошлом не гарантируют большого дохода в будущем.

Покупайте паи ПИФов на деньги, без которых можете обойтись продолжительное время.

Котировки акций годами могут не только расти, но и снижаться. Поэтому покупайте паи, когда фондовый рынок на спаде, и продавайте на пике.

Не вкладывайте в ПИФ деньги, взятые в долг. Можете их потерять и еще останетесь должны.

Готовы рисковать — покупайте фонды акций. Бойтесь потерять сбережения — приобретайте паи облигационных фондов, которые приносят гарантированный доход. Альтернативой может стать фонд смешанных инвестиций, где есть и акции, и облигации.

Словарь пайщика

Агент (паевого инвестиционного фонда) — юридическое лицо, осуществляющее деятельность по размещению и выкупу инвестиционных паев фонда на основании договора поручения, заключенного с управляющей компанией, доверенности и правил фонда. Основные функции агента: предоставление актуальной информации потенциальным инвесторам, прием заявок на приобретение и выкуп паев, передача документов управляющему фондом, выдача выписок из реестра владельцев инвестиционных паев.

Активы (паевого инвестиционного фонда) — имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, в состав которого входят финансовые вложения (ценные бумаги), денежные средства, дебиторская задолженность.

Аудитор (паевого инвестиционного фонда) — юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление деятельности в области аудита бирж, внебюджетных фондов и инвестиционных институтов и заключившее договор с управляющей компанией паевого инвестиционного фонда на проведение аудита фонда. Основные функции аудитора: проведение регулярных аудиторских проверок деятельности фонда.

Балансовая стоимость — стоимость активов и пассивов фонда, отражаемая в бухгалтерском учете и в обособленном бухгалтерском балансе фонда.

Владелец паев — физическое или юридическое лицо, в отношении которого в реестр владельцев инвестиционных паев фонда внесена запись о количестве принадлежащих ему инвестиционных паев.

Выкуп инвестиционных паев — продажа владельцем инвестиционных паев фонда в порядке, установленном правилами фонда.

Депозитарная деятельность оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги.

Доверительное управление — по договору доверительного управления имуществом одна сторона (учредитель управления) передает другой стороне (доверительному управляющему) на определенный срок имущество в доверительное управление, а другая сторона обязуется осуществлять управление этим имуществом в интересах учредителя управления или указанного им лица (выгодоприобретателя). Передача имущества в доверительное управление не влечет перехода права собственности на него к доверительному управляющему.

Закрытый паевой инвестиционный фонд — фонд, паи которого после первичного размещения обращаются, т. е. покупается и продаются, на бирже по цене, определяющейся спросом и предложением на них.

Заявка на выкуп (инвестиционных паев) — документ, оформленный в соответствии с формой приложения к правилам фонда и содержащий требование о выкупе определенного количества инвестиционных паев.

Заявка на приобретение (инвестиционных паев) — документ, оформленный в соответствии с формой приложения к правилам фонда и содержащий акцепт оферты по размещению инвестиционных паев, изложенной в тексте правил фонда.

Инвестиционная декларация фонда — ограничения на объекты инвестирования и стратегия инвестирования средств, изложенные в правилах паевого инвестиционного фонда.

Инвестиционный пай — именная ценная бумага, удостоверяющая право ее владельца требовать от управляющей компании выкупа принадлежащего ему инвестиционного пая в соответствии с правилами фонда.

Инвестор (паевого инвестиционного фонда) — лицо, осуществившее в соответствии с правилами фонда оплату приобретаемых инвестиционных паев, приходная запись о которой не внесена в реестр владельцев инвестиционных паев фонда.

Интервальный паевой инвестиционный фонд — паевой инвестиционный фонд признается интервальным, если управляющая компания принимает на себя обязанность осуществлять выкуп выпущенных ею инвестиционных паев по требованию инвестора в срок, установленный правилами паевого инвестиционного фонда, но не реже одного раза в год.

Ликвидация (паевого инвестиционного фонда) — последовательность действий, связанная с прекращением деятельности фонда и направленная на распределение активов фонда среди кредиторов и владельцев паев в соответствии с правилами фонда и действующим законодательством.

Надбавка (к стоимости одного инвестиционного пая) — сумма денежных средств, уплачиваемая инвестором при приобретении инвестиционных паев дополнительно к стоимости пая в качестве вознаграждения лицу, принимающему заявку на приобретение.

Независимый оценщик (паевого инвестиционного фонда) — юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление деятельности по оценке имущества паевых инвестиционных фондов и заключившее договор с управляющей компанией фонда на проведение оценки имущества фонда. Основные функции оценщика: проведение оценки имущества фонда в соответствии с нормативными документами ФСФР РФ для объективного отражения стоимости данного имущества в стоимости чистых активов.

Открытый паевой инвестиционный фонд — фонд, который обязан осуществлять выкуп инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда по требованию их владельцев каждый рабочий день.

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) — имущественный комплекс без создания юридического лица, доверительное управление имуществом которого осуществляет управляющая компания в целях прироста имущества соответствующего паевого инвестиционного фонда.

Пассивы (паевого инвестиционного фонда) — кредиторская задолженность, резервы предстоящих расходов и платежей.

Первичное размещение (инвестиционных паев фонда) — период времени, рамки которого оговорены в правилах фонда, в течение которого осуществляется продажа инвестиционных паев по фиксированной стоимости (цене первичного размещения). В течение первичного размещения заявки на выкуп паев не принимаются.

Правила (паевого инвестиционного фонда) — условия договора о доверительном управлении имуществом паевого инвестиционного фонда, изложенные в виде публичной оферты.

Размещение инвестиционных паев — приобретение инвестиционных паев фонда в порядке, установленном правилами фонда.

Регистратор фонда — юридическое лицо, осуществляющее в соответствии с требованиями положений ФКЦБ и правилами фонда ведение реестра владельцев паевого инвестиционного фонда. Основные функции регистратора: хранение реестра владельцев, внесение приходных и расходных записей, выдача выписок о состоянии счетов, регистрация обременения паев.

Реестр владельцев инвестиционных паев фонда — система записей о фонде, общем количестве размещенных и выкупленных паев фонда, владельцах паев фонда и количестве принадлежащих им паев фонда, дроблении паев фонда, документах, являющихся основанием для внесения записей о приобретении или о выкупе паев фонда

Скидка (к стоимости одного инвестиционного пая) — сумма денежных средств, удерживаемая из средств, причитающихся инвестору при выкупе инвестиционных паев в качестве вознаграждения лицу, принимающему заявку на выкуп.

Скорректированная текущая стоимость — adjusted present value (APV) — метод расчета стоимости чистых активов фонда в случае его финансирования исключительно за счет собственного капитала (текущая стоимость потоков наличности без учета привлеченного капитала), а также текущей стоимости любых решений по привлечению средств (потоки наличности с учетом привлеченных средств). Иными словами, различные формы налоговой защиты, возможные за счет вычета процентов, а также

преимуществ других инвестиционных налоговых скидок рассчитываются отдельно. Подобный метод расчета часто используется для сделок с большой долей привлеченного капитала, например выкупа контрольного пакета акций за счет кредита.

Специализированный депозитарий (паевого инвестиционного фонда) — юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление деятельности в качестве специализированного депозитария паевых инвестиционных фондов и заключившее договор с управляющей компанией фонда на обслуживание. Основные функции депозитария: контроль за ведением бухучета фонда, расчет СЧА и стоимости пая фонда, контроль за имуществом фонда, учет и хранение ценных бумаг фонда. Депозитарий имеет право вести реестр фонда.

Стоимость пая — величина, определяемая путем деления стоимости чистых активов фонда на количество размещенных на инвестиционных паев.

Стоимость чистых активов (СЧА) — величина, определяемая путем уменьшения стоимости активов фонда на стоимость пассивов фонда.

Типовые правила (паевого инвестиционного фонда) — нормативный документ, утверждаемый постановлением ФСФР РФ. Правила паевых инвестиционных фондов разрабатываются в соответствии с Типовыми правилами. Редакция положений правил паевых инвестиционных фондов может отличаться от редакции Типовых правил, если она соответствует смыслу положений Типовых правил.

Управляющая компания — юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление деятельности по доверительному управлению имуществом паевых инвестиционных фондов. Основные функции управляющей компании: доверительное управление активами фонда.

Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) России — является федеральным органом исполнительной власти по проведению государственной политики в области рынка ценных бумаг, контролю за деятельностью профессиональных уча-

стников рынка ценных бумаг, обеспечению прав инвесторов, акционеров и вкладчиков.

Цена выкупа (одного инвестиционного пая) — определяется как стоимость одного инвестиционного пая, уменьшенная на размер скидки, установленной правилами фонда.

Цена размещения (одного инвестиционного пая после окончания первичного размещения) определяется как стоимость одного инвестиционного пая, увеличенная на размер надбавки, установленной правилами фонда.

Солабуто Николай Вячеславович

Секреты инвестирования в ПИФ

Заведующий редакцией	<i>С. Жильцов</i>
Руководитель проекта	<i>М. Пасхина</i>
Ведущий редактор	<i>В. Фасульян</i>
Выпускающий редактор	<i>Е. Маслова</i>
Литературный редактор	<i>В. Фасульян</i>
Художественный редактор	<i>С. Маликова</i>
Корректоры	<i>В. Макосий, М. Одинакова</i>
Верстка	<i>Е. Егерова</i>

ООО «Питер Пресс», 19S206, Санкт-Петербург, Петергофское шоссе, д. 73, лит. А29.

Налоговая льгота — общероссийский классификатор продукции ОК 005-93, том 2;
95 3005 — литература учебная.

Подписано в печать 16.05.07. Формат 60 * 90/16. Усл. п. л. 9.

Доп. тираж 4000 экз. Заказ № 3322.

Отпечатано с готовых диапозитивов в ООО «Типография Правда 1906».

195299, Санкт-Петербург, Киришская ул., 2.

Тел.: (812) 531-20-00, 531-25-55.

ПРЕДСТАВИТЕЛЬСТВА ИЗДАТЕЛЬСКОГО ДОМА «ПИТЕР»
предлагают эксклюзивный ассортимент компьютерной, медицинской,
психологической, экономической и популярной литературы

РОССИЯ

Москва м. «Павелецкая», 1 -й Кожевнический переулок, д. 10; тел./факс (495) 234-38-15,
255-70-67, 255-70-68; e-mail: sales@piter.msk.ru

Санкт-Петербург м. «Выборгская», Б. Сампсониевский пр., д. 29а;
тел./факс (812) 703-73-73, 703-73-72; e-mail: sales@piter.com

Воронеж Ленинский пр., д. 169; тел./факс (4732) 39-43-62, 39-61 -70;
e-mail: pitervrn@comch.ru

Екатеринбург ул. 8 Марта, д. 2676, офис 202;
тел./факс (343) 256-34-37, 256-34-28; e-mail: piter-ural@isnet.ru

Нижний Новгород ул. Совхозная, д. 13; тел. (8312) 41 -27-31;
e-mail: office@nnov.piter.com

Новосибирск ул. Немировича-Данченко, д. 104, офис 502;
тел./факс (383) 211-93-18, 211-27-18, 314-23-89; e-mail: office@nsk.piter.com

Ростов-на-Дону ул. Ульяновская, д. 26; тел. (8632) 69-91 -22, 69-91 -30;
e-mail: piter-ug@rostov.piter.com

Самара ул. Молодогвардейская, д. 33, литер А2, офис 225; тел. (846) 277-89-79;
e-mail: pitvolga@samtel.ru

УКРАИНА

Харьков ул. Суздальские ряды, д. 12, офис 10-11; тел./факс (1038067) 545-55-64,
(1038057) 751-10-02; e-mail: piter@kharkov.piter.com

Киев пр. Московский, д. 6, кор. 1, офис 33; тел./факс (1038044) 490-35-68, 490-35-69;
e-mail: office@kiev.piter.com

БЕЛАРУСЬ

Минск ул. Притыцкого, д. 34, офис 2; тел./факс (1037517) 201 -48-79, 201 -48-81;
e-mail: office@minsk.piter.com

/^ Ищем зарубежных партнеров или посредников, имеющих выход на зарубежный рынок.
Телефон для связи: **(812) 703-73-73.**
E-mail: fuganov@piter.com

С^ **Издательский дом «Питер»** приглашает к сотрудничеству авторов.
Обращайтесь по телефонам: **Санкт-Петербург — (812) 703-73-72,**
Москва - (495) 974-34-50.

^ Заказ книг для вузов и библиотек: (812) 703-73-73.
Специальное предложение - e-mail: kozin@piter.com