

## Глава 9

### Носители совместных инвестиций

*Разделы программы*

*(b)(ii)б. Продемонстрируйте знание и понимание носителей совместных инвестиций.*

#### 0. Введение

**Носители совместных инвестиций (в США их обычно называют совместными фондами) предоставляют структуры для управления инвестициями на групповой основе. Они предоставляют инвесторам возможность достижения широкого распределения инвестиций и, тем самым, более низкого портфельного риска. Менеджеры таких носителей имеют управленческий опыт, особенно в специализированных областях, таких как зарубежные инвестиции, который в противном случае был бы доступен только большим организациям инвесторам.**

Носители совместных инвестиций предоставляют возможность непрямого инвестирования, т.е. инвестирования через инвестиционный носитель, а не за счет прямого приобретения соответствующих активов. Пенсионный фонд, покупающий в страховой компании контракт группового пенсионного страхования, является другим примером непрямого инвестирования.

Ключевым отличием прямого и непрямого инвестирования является отделение активов инвестора от средств других инвесторов.

**Существует два фундаментальных типа носителей совместных инвестиций: открытые и закрытые. В закрытом носителе, таком как инвестиционный траст, после того, как начальный транш денег был инвестирован, фонд закрыт для новых денег. Общее количество доступных инвесторам акций или паев является, таким образом, фиксированным. В отличие от этого, в открытых носителях, таких как паевой траст, менеджеры сами создают или ликвидируют паи фонда по мере поступления новых денег или их изъятия.**

Обсуждаемые в главе 7 занимающиеся недвижимостью компании, являются, в сущности, еще одним примером закрытых носителей совместных инвестиций, предлагающих возможность непрямого инвестирования в портфель объектов недвижимости. Как открытые, так и закрытые носители совместных инвестиций могут использоваться в качестве альтернативы прямому инвестированию в зарубежную недвижимость; мы будем обсуждать эту тему следующей главе.

**Разные страны имеют различное регулирование носителей совместных инвестиций; разное регулирование имеют также разные типы носителей. Регулирование обычно охватывает:**

- **доступные категории активов;**
- **возможность владения не котируемыми активами;**
- **максимальный уровень мультипликативности;**
- **доступные налоговые льготы.**

**Некоторые носители могут быть доступны только определенным типам организаций инвесторов, таких как пенсионные фонды.**

## 1. Инвестиционные трасты

**Инвестиционные трасты – форма закрытого фонда. Это открытые акционерные компании, чьей задачей является управление акциями и другими инвестициями. Они имеют такую же структуру капитала, как и другие открытые акционерные компании, и могут иметь как акционерный, так и долговой капитал. Акции большинства инвестиционных трастов котируются на фондовой бирже; эти акции можно купить и продать так же, как и другие котируемые акции.**

Отметим, что, несмотря на название, инвестиционный траст является компанией (а не трастом). Возможно, чтобы не создавать путаницу, их лучше было бы называть инвестиционными компаниями (как в США). Цена акции инвестиционного траста определяется спросом и предложением точно так же, как цены иных акций.

Способность делать займы является существенным отличием инвестиционных трастов от паевых трастов, которые не имеют права делать займы. Хотя основная часть собранных средств инвестируется в другие акции, многие инвестиционные трасты покупают и другие активы (например, государственные облигации).

Основными сторонами инвестиционного траста являются:

- *совет директоров.* **Инвестиционные трасты имеют советы директоров, которые отвечают за управление компанией, но ежедневные инвестиционные решения обычно принимают инвестиционные менеджеры;**
- *инвестиционные менеджеры.* Инвестиционными менеджерами часто являются компании, **такие как торговые банки или специализированные менеджеры инвестиционных трастов,** нанимаемые для управления инвестициями. Поэтому, инвестиционный траст может иметь очень мало сотрудников (или не иметь их вовсе). Несколько инвестиционных трастов могут управляться одной и той же группой менеджеров, но иметь разных директоров и разные цели;
- *акционеры.* Акционеры покупают и продают акции инвестиционных трастов так же, как они покупали бы акции других компаний.

Инвестиционные трасты имеют установленные инвестиционные цели; новые инвестиционные трасты обычно указывают их в своих проспектах или документах на продажу. Цели могут простираться от общего инвестирования (что бы ни захотел инвестиционный менеджер) до инвестиционных трастов, специализирующихся на малых биотехнологических компаниях.

Чтобы купить акции существующего инвестиционного траста, инвестор должен будет купить их у другого инвестора так же, как и в случае иных акций. Этим они отличаются от паевых трастов, где новые паи создаются тогда, когда инвестор покупает паи. По этой причине, инвестиционные трасты называются *закрытыми* фондами, тогда как паевые трасты называются *открытыми* фондами.

## 1.1 Управленческие затраты

Менеджеры инвестиционного портфеля инвестиционного траста получают вознаграждение, которое обычно основано на рыночной цене управляемого фонда. Кроме того, директора траста также могут получать директорское вознаграждение.

### Вопрос 9.1

Обычно вознаграждение менеджеров выражается в форме процента от рыночной стоимости управляемых фондов. Почему?

## 1.2 Нетто стоимость активов

Для инвестиционного траста, наиболее важным коэффициентом является **нетто стоимость активов (НСА),** приходящаяся на одну акцию. Она может использоваться для определения справедливой цены акций. Например, если вы хотите купить 1% акций инвестиционного траста, который имеет нетто активы, равные 10 млн. фунтов, вы будете предполагать цену порядка 100,000 фунтов.

**Величина отличия цены акции от НСА на одну акцию, называют дисконтом (или премией) к НСА.** На практике, многие инвестиционные трасты имеют дисконт к нетто стоимости активов.

**Дисконт к НСА формально определяется как:**

$$\frac{\text{нетто стоимость активов} - \text{рыночная цена}}{\text{нетто стоимость активов}}$$

**и выражается в процентах.**

Величина дисконта меняется во времени и различна для разных инвестиционных трастов. Обычный размер дисконта лежит в пределах 10-20%. Небольшая доля инвестиционных трастов имеет премию (т.е. отрицательный дисконт).

**Дисконт зависит от спроса и предложения, хотя инвестиционные трасты обычно торгуют с дисконтом к НСА вследствие недостатков, связанных с владением активами через инвестиционный траст, а не напрямую.** Наиболее важными недостатками являются:

- *Управленческие затраты.* Стоимость лежащих в основе активов, является современной стоимостью будущих потоков дохода, который дадут эти активы. Однако стоимость инвестиционного траста можно рассматривать как современную стоимость потока доходов *после* вычета управленческих расходов. Управленческие расходы часто равны 0.5% от стоимости активов, что может составлять порядка 10% от годового дохода фонда.
- *Товарность.* Малые инвестиционные трасты, инвестирующие в акции больших компаний, будут менее товарными инвестициями, чем соответствующие активы. (Однако отметим, что это неверно для больших инвестиционных трастов, инвестирующих в нетоварные активы.) Могут также иметь место другие (менее значимые) факторы, например

отличающийся от соответствующих активов риск и налоговая неэффективность зарубежного дохода.

### ***Налогообложение***

Поскольку инвестиционные трасты имеют обычные акции, инвесторы обычно платят те же налоги, что и по другим акциям.

### ***Инвестиционные трасты с разделенным капиталом и иные вариации***

Акции большинства инвестиционных трастов подобны акциям любых иных компаний. Акционеры имеют право на долю дохода (в виде дивидендов) и на равную долю остаточной стоимости компании, в случае ее ликвидации.

Некоторые инвестиционные трасты имеют ограниченный срок действия, поэтому для них вопросы, связанные с ликвидацией, более существенны, чем для иных компаний. На деле, наличие фиксированной даты ликвидации может помочь остановить падение цены акций по отношению к нетто стоимости активов, поскольку рыночная цена будет стремиться к нетто стоимости активов при ликвидации. Это одна из причин того, что некоторые инвестиционные трасты учреждены с ограниченным сроком действия.

Для некоторых компаний с ограниченным сроком действия, структура капитала может быть разделена таким образом, что существуют два типа акций, предназначенных для инвесторов с разным налогообложением:

1. *Доходные акции*, которые дают право на получение всего или большей части регулярного дохода компании (доля будет указана) и на фиксированную сумму при ликвидации.
2. Капитальные акции, по которым получают остаточную стоимость капитала при ликвидации.

Капитальные акции очень рискованны, поскольку конечная доходность является очень неопределенной. Их доходность также очень мультипликативна, так что данные инвесторы будут очень удачливы в случае более высокого, чем предполагалось, роста соответствующих активов. С точки зрения налогообложения, капитальные акции будут привлекательны для инвесторов, предпочитающих иметь прирост капитала, а не доход (т.е. для большинства налогоплательщиков).

#### **Вопрос 9.2**

Покажите, как структура с разделенным капиталом может быть установлена для инвестиционного траста, имеющего 100 млн. акций, инвестированных в портфель акций с рыночной стоимостью в \$100 млн., дающий 4% брутто доход. Предположите, что рыночная брутто доходность корпоративных облигаций приблизительно равна 8%.

Доходность доходных акций более определена. Поэтому, они менее рискованны. С точки зрения налогов, они привлекательны для инвесторов, предпочитающих получать регулярный доход.

### Вопрос 9.3

Ответьте, *правда*, или *ложь* для следующих утверждений.

1. Цены акций инвестиционного траста устанавливаются спросом и предложением.
2. Цены акций инвестиционного траста всегда имеют дисконт к нетто стоимости активов.
3. Доходные акции трастов с разделенным капиталом привлекательны для налогоплательщиков с более высокими ставками.
4. Основной причиной того, что инвестиционные трасты имеют дисконт к нетто стоимости активов, является то, что они имеют годовые управленческие расходы, обычно основанные на проценте от активов.

## 2. Паевые трасты

Паевые трасты являются открытыми инвестиционными носителями, в которых инвесторы могут покупать у менеджера траста паи в соответствующих объединенных активах. **Паевые трасты являются примером учреждаемых в Великобритании открытых фондов. Они являются трастами в юридическом смысле этого слова; поэтому, к ним неприменимо корпоративное законодательство.**

Паевой траст является инвестиционным посредником, учрежденным управляющей компанией в качестве траста, в соответствии с доверенностью на управление собственностью. Основными сторонами являются:

- *Управляющая компания.* Выполняет всю работу: учреждает траст, получает разрешение соответствующих органов, рекламирует траст, выполняет всю административную работу и инвестирует фонды. Ее целью является получение прибыли за счет взимаемых удержаний. Многие компании по страхованию жизни действуют как менеджеры трастов. Название управляющей компании часто появляется в названии траста.
- *Доверенные лица.* Паевой траст имеет доверенных лиц, часто страховую компанию или большой банк. Роль доверенных лиц, как и в любом законном трасте, заключается в гарантировании того, что менеджеры подчиняются только Документу траста, и владеют активами траста для владельцев паев. Доверенные лица присматривают за вычислением предложенной цены и заявленной цены, и смотрят, чтобы паевой траст управлялся законным образом с надлежащим администрированием. Вознаграждение доверенных лиц выплачивается менеджерами траста.
- *Инвесторы:* покупают паи траста в надежде, что они окажутся хорошими инвестициями.

**Инвесторы покупают паи траста, имеющего указанные инвестиционные цели.** Цели будут установлены управляющей компанией при учреждении, чтобы предложить инвесторам привлекательный фонд. Паевые трасты часто имеют достаточно конкретную специализацию, например, фонд с растущим капиталом или фонд с высоким регулярным доходом.

**Паи могут создаваться, когда инвестор покупает паи у менеджера, и ликвидироваться, когда он их продает.** Если существует спрос на паи, менеджеры могут создать больше паев для продажи инвесторам. Если имеет место погашение (продажа инвесторами), менеджеры будут покупать предлагаемые им паи. Другими словами, паевые трасты являются открытыми.

**В отличие от инвестиционных трастов, паевые трасты не могут занимать. Они могут только инвестировать фонды, доверенные им владельцами паев.**

## 2.1 Ценообразование

Базовая цена пая определяется как

$$\frac{\text{Рыночная стоимость активов}}{\text{Количество паев}}$$

Менеджеры паевого траста каждый день вычисляют, на этой основе, цену паев, хотя существует множество, связанных с удержаниями осложнений.

### *Разница между ценой продажи и покупки*

**Паевые трасты оцениваются ежедневно с указанием цен продажи и покупки.** Цена покупки - это цена, по которой инвестор покупает паи, а цена продажи – это цена, по которой инвестор продает паи.

Одним из способов покрытия издержек группы менеджеров и получения ими прибыли, является начальное удержание в размере 5-6%. Оно получается за счет определения цены покупки выше цены продажи. Управляющая компания продает паи по цене покупки, но покупает по более низкой цене продажи.

### *Ценообразование, основанное на цене покупки и ценообразование, основанное на цене продажи*

**Когда паевой траст растет, ценообразование основывается на цене покупки акций, включая гербовый сбор и комиссию брокера. Оно называется ценообразованием, основанным на цене покупки.** Оно уместно, поскольку новые нетто средства используются для покупки акций.

**Однако ценообразование сокращающегося паевого траста основано на цене продажи - на цене, получаемой при продаже акций, т.е. за вычетом брокерской комиссии.** Это может привести к тому, что стоимость пая будет, в среднем, на 2-5% ниже, чем на базисе цены покупки.

Поэтому, инвесторы, покупающие паи растущего траста и продающие, когда траст уменьшается, фактически платят дополнительное удержание в размере 2-5% сверх разницы между ценой покупки и продажи.

Отметим, что по определению паи чаще покупаются, когда паевой траст растет (т.е. создает больше паев), а продаются, когда траст сокращается.

#### Вопрос 9.4

Заполните нижеприведенную таблицу. В простых терминах (т.е. игнорируя округление):

Цена покупки на базисе покупки =	НСА на пай плюс затраты на покупку плюс разница между ценой покупки и продажи
Цена продажи на базисе покупки =	
Цена покупки на базисе продажи =	
Цена продажи на базисе продажи =	

## 2.2 Удержания

**Менеджеры налагают два типа удержаний. Первый - разница между ценой продажи и покупки, порядка 5%. Второй – регулярное удержание, основанное на фиксированном проценте от стоимости фонда. Оно обычно имеет размер порядка 1% в год.**

### *Доход: есть или нет*

Некоторые паевые трасты выплачивают регулярный доход владельцам паев, другие - реинвестируют весь доход в фонд. При прочих равных, цены паев будут быстрее расти в фондах, которые реинвестируют доход.

### *Налогообложение*

Налогообложение структурировано таким образом, чтобы инвестору было более-менее все равно, владеть ли ему паями паевого траста или акциями соответствующих компаний.

### *Товарность*

Менеджеры паевых трастов обязаны, по требованию инвесторов, покупать и продавать паи. Это означает, что товарность обычно очень хороша, часто выше товарности соответствующих ценных бумаг. Менеджеры оставляют за собой право растянуть продажу больших паевых вложений на длительный период времени.

#### Вопрос 9.5

Ответьте, *правда* или *ложь*, на следующие утверждения:

1. Цена паев определяется спросом и предложением на паи.
2. Цена продажи выше цены покупки.
3. Цена продажи на базисе покупки выше цены продажи на базисе продажи.
4. Паевые трасты обычно менее товарны, чем соответствующие активы.

### 3. Открытые инвестиционные компании (ОИК)

**Пример носителя, являющегося смесью инвестиционного и паевого трастов. Как и паевые трасты, они являются открытыми, с паями, оцениваемыми на основе НСА. Однако они действуют в рамках корпоративного, а не трастового законодательства, и разница между ценой продажи и покупки отсутствует. Взимаются явные удержания при вступлении и выходе.**

Открытые инвестиционные компании по структуре похожи на паевые трасты. Основные черты ОИК:

- В отличие от трастов, они являются компаниями, действующими в рамках корпоративного законодательства.
- Они могут свободно создавать и ликвидировать акции, т.е. они являются открытыми.
- Одна компания может предлагать несколько разных фондов; как и инвестиционный траст она может иметь отдельный капитал и предлагать доходные и капитальные акции. Однако, в отличие от паевого траста, где каждый траст имеет отдельный статус (как траст), требуется только одна корпоративная структура. Поэтому, инвестор сначала выбирает в какую ОИК он хочет инвестировать, а затем выбирает фонд или фонды внутри ОИК.
- Это должно сократить управленческие затраты по сравнению с паевыми трастами, поскольку часть управленческих затрат фактически распределяется на несколько фондов.
- Ограничения на активы, в которые может инвестировать ОИК, те же, что и для паевых трастов: можно инвестировать в торгуемые на бирже ценные бумаги, удовлетворяющие определению Европейской директивы.
- Существует единая цена покупки и продажи, которая равна нетто стоимости соответствующих инвестиций. Все удержания и комиссионные показываются/вычитаются отдельно. Это обеспечивает более высокую прозрачность для инвесторов.

Открытые инвестиционные компании (ОИК) шире распространены в континентальной Европе, чем в Великобритании, где они появились совсем недавно. Это компании, похожие на инвестиционные трасты, за исключением того, что они имеют «открытость» паевых трастов – вы можете купить в компании новые акции или продать их компании обратно. Не исключено, что несколько крупнейших менеджеров паевых трастов в Великобритании преобразуют часть (или все) своих паевых трастов в ОИКи в течение следующих нескольких лет.

## **4. Сравнение совместных и прямых инвестиций**

### ***Введение***

В данном разделе сравниваются относительные достоинства паевых трастов (ПТ) и инвестиционных трастов (ИТ) между собой и по отношению к прямому инвестированию, для организации инвестора.

### ***Контроль***

Инвестор имеет малый контроль над (влияние на) инвестиционными решениями ПТ или ИТ. Некоторые организации могут считать это недостатком, хотя можно утверждать, что это не очень важно.

### ***Диверсификация***

Как ПТ, так и ИТ, предлагают готовые диверсифицированные портфели. Малые инвестиции в один из них означают, фактически, покупку большого количества очень малых инвестиций в ряд ценных бумаг.

### ***Экспертиза и специализация***

Это один из наиболее важных моментов. Предположим, что некоторая организация хочет разместить 10% своего портфеля акций в акции малых, быстро растущих компаний. Она может не иметь знаний или ресурсов, чтобы заняться изучением малых компаний. Однако ПТ и ИТ, специализирующиеся на малых быстро растущих компаниях, проводят все необходимые исследования, так что организация может проще достигнуть своей цели за счет инвестирования в подходящий ПТ или ИТ.

Здесь также имеет место достоинство диверсификации. Организация инвестор может сделать вложения в два-три ПТ или ИТ и иметь хорошо сбалансированный портфель.

### ***Издержки***

Это еще один важный вопрос.

Для организации, уже имеющей укомплектованный инвестиционный департамент, ПТ и ИТ наверняка приведут к более высоким общим издержкам.

5% разница между ценой продажи и покупки для ПТ, делает их запрещающе дорогостоящими для краткосрочных инвестиций. Даже для более длительных сроков, издержки все же могут оказаться более 2% в год.

Годовые управленческие издержки ИТ (которые часто ниже, чем у ПТ) становятся относительно менее обременительными для:

- малых организаций, которые могут не иметь достаточных исследовательских ресурсов;
- специализированных фондов.

Кроме того, цены, уплачиваемые на рынке за ИТ, будут отражать шкалу вознаграждения менеджеров – это одна из причин, по которой цены акций ИТ обычно имеют дисконт по отношению к нетто стоимости активов.

### ***Товарность***

Поскольку менеджеры ПТ обязаны покупать паи у инвесторов, ни ИТ, ни прямые инвестиции не являются столь же товарными, как ПТ. Однако при больших сделках менеджеры имеют право отложить обратную покупку паев. Поскольку организации будут, вероятно, инвесторами большого масштаба, это снижает привлекательность ПТ. Прямые вложения в акции будут, вероятно, как минимум столь же товарными, как ИТ, хотя это и не верно в отношении вложений в малые компании.

### ***Налогообложение***

Относительное влияние налогов в случае прямых инвестиций и инвестиций в ПТ и ИТ, зависит как от инвестора, так и от лежащих в основе ПТ и ИТ инвестиций.

Для большинства инвесторов, налоги будут практически одинаковыми в случае прямого вложения в акции и вложения в ПТ и ИТ, хотя ИТ с разделенным капиталом, могут быть привлекательны.

### ***Ожидаемая доходность и риск***

Игнорируя издержки и налоги, в начале ожидаемая доходность всех трех методов – ПТ, ИТ и прямых вложений – одинакова.

Из того, что мы видели ранее, ПТ и ИТ после учета издержек/налогов могут иметь слегка меньшую доходность, чем прямые вложения в те же инвестиции, в предположении более высоких издержек.

Однако существует две важные черты ИТ, которые могут сделать ожидаемую доходность потенциально более высокой, чем у прямых инвестиций: *мультипликативность* и *дисконт от нетто стоимости активов*.

### ***Мультипликативность***

ИТ могут занимать за счет выпуска долговых облигаций или привилегированных акций (так же как любые котируемые компании). Основываясь на том, что инвестирование в акции, предположительно, даст более высокую доходность, чем стоимость заимствования, элемент мультипликативности ИТ увеличивает ожидаемую доходность для акционеров. Ценой этой более высокой доходности является более высокий уровень риска. Чем выше уровень мультипликативности, тем выше неопределенность (или риск) для обычных акционеров.

Не все ИТ занимают, так что комментарий применим только к тем, кто это делает.

ПТ не могут занимать, так что мультипликативность отсутствует. В результате, риск вложения в ПТ ниже, чем риск вложения в ИТ с высокой мультипликативностью.

### ***Дисконт к нетто стоимости активов***

Традиционно, рыночная цена ИТ ниже стоимости соответствующих ценных бумаг (т.е. нетто стоимости активов). Это утверждение является эмпирическим фактом, а не утверждением, которое, в соответствии с логикой, всегда должно выполняться.

Средняя величина дисконта меняется во времени в зависимости популярности ИТ. Когда они не популярны (часто после длительного периода плохих результатов фондового рынка), средний дисконт может быть достаточно велик, скажем 20-30%. В другие времена, дисконт может уменьшиться до всего лишь нескольких процентов.

Дисконт будет также различен для разных компаний, в соответствии с:

- оценкой их инвестиционных менеджеров;
- вероятным уровнем издержек;
- направлениями инвестирования и наличием специализации.

Малые ИТ с относительно высокими издержками и низко оцениваемыми менеджерами, в период плохой популярности ИТ могут иметь существенный дисконт к нетто стоимости активов. С другой стороны, небольшое количество ИТ, управляемых хорошими инвестиционными менеджерами, могут даже иметь небольшую премию по отношению к нетто стоимости активов.

Итак, что это означает для инвесторов?

В целом, ИТ с дисконтом по отношению к нетто стоимости дают инвесторам возможность увеличения доходности. Это может быть достигнуто следующими способами:

- За счет покупки ИТ тогда, когда дисконт велик, инвестор сумеет увеличить доходность, при условии продажи тогда, когда дисконт уменьшится. Ясно, что может иметь место и обратная ситуация!
- За счет покупки ИТ с дисконтом к нетто стоимости инвестор, по сути дела, купил активы дешево. Даже если дисконт остается на том же уровне, инвестор должен выиграть от этого (при получении дохода), поскольку он уплатил за активы меньше, чем при прямой покупке.

Существуют несколько ситуаций, когда дисконт к нетто стоимости может, для некоторых ИТ, внезапно исчезнуть.

- Если организации инвесторы вступят во владение целиком.
- Если менеджеры ИТ примут решение превратить компанию в паевой траст. За счет преобразования в ПТ, рыночная стоимость становится равной общей нетто стоимости активов.

Инвесторам могут посоветовать не подписываться на акции, выпускаемые новыми ИТ. Первые акционеры покупают акции по цене, близкой к нетто стоимости активов, так что они обычно теряют, когда цены падают с дисконтом к нетто стоимости активов. Признавая это, менеджеры ИТ иногда предлагают специальное поощрение, чтобы соблазнить новых инвесторов, например, варранты.

Концепция дисконта к нетто стоимости активов, неприменима к ПТ, поскольку цена паев устанавливается на основании нетто стоимости активов.

### ***Нестабильность***

ПТ должны иметь аналогичные соответствующим инвестициям уровни нестабильности цен, поэтому их нестабильность та же, что и у прямых инвестиций. Одним небольшим исключением является то, что когда ПТ переходит от ценообразования на основе базиса расширения, к ценообразованию на основе базиса сокращения, будет иметь место одноразовое падение цен (порядка, скажем, 2-4%).

Однако отношение цена/стоимость для ИТ может быть более нестабильным, чем отношение цена/стоимость для прямых вложений, вследствие того, что:

1. Дисконт к нетто стоимости может расширяться или сужаться. Если ИТ теряют популярность в течение периода падения стоимости акций, то дисконт расширяется по мере падения стоимости акций, что увеличивает изменение цен.
2. Если существует мультипликативность, то она увеличит нестабильность.

ИТ с разделенным капиталом слегка иные. Доходные акции будут более стабильны, а капитальные акции – более нестабильны.

### ***Индивидуальные инвестиционные продукты***

Некоторые организации инвесторы (например, компании по страхованию жизни) могут продавать индивидуальным инвесторам инвестиционные носители, у которых платежи индивидуумам привязаны к инвестиционным результатам конкретного ПТ или ИТ. В этих случаях, компания по страхованию жизни действует скорее как агент, чем как первичный инвестиционный менеджер.

### ***Заключение***

В отношении большей части своих инвестиций в акции, организация скорее будет инвестировать напрямую, чем с использованием ПТ и ИТ. Обычно организациям дешевле нанять своих собственных аналитиков и менеджеров фонда, чем оплачивать удержания ПТ и ИТ.

Для более мелких организаций, привлекательность ИТ по сравнению с прямыми инвестициями выше. Даже более крупные организации могут счесть ИТ привлекательными для специализированных областей инвестирования, например, малых компаний, дальневосточных инвестиций и т.д.

Некоторые организации инвесторы могут заинтересоваться высоко рискованными, с высокой потенциальной доходностью инвестициями в имеющие высокую мультипликативность ИТ, купленными с дисконтом к нетто стоимости активов.

ПТ представляются менее привлекательными для организаций инвесторов, за исключением носителей для компаний по страхованию жизни, чтобы связать их с индивидуальными инвестиционными продуктами.

#### **Вопрос 9.6**

Перечислите причины, по которым организация инвестор может владеть акциями ряда инвестиционных трастов.

### **4.1 Достоинства и недостатки носителей совместных инвестиций**

Достоинства и недостатки носителей совместных инвестиций можно подытожить следующим образом.

#### ***Достоинства***

**Достоинства носителей совместных инвестиций более весомы для малых инвесторов, чем для больших. Основные достоинства:**

- **Они полезны для получения специализированной экспертизы.**
- **Это простой способ достижения диверсификации.**
- **Можно избежать некоторых затрат на управление прямыми инвестициями.**
- **Вложения делимы, можно продать часть вложений в любой конкретный траст.**
- **Могут существовать налоговые преимущества.**
- **Товарность может быть выше (однако, она может быть и ниже, чем у соответствующих активов).**

#### ***Недостатки***

Основные недостатки носителей совместных инвестиций:

- **Утрата контроля – инвестор не контролирует индивидуальные инвестиции, выбираемые менеджерами.**
- **Удержания на управление.**
- **Может иметь место неблагоприятное налогообложение, например, вычитаемый налог, который нельзя затребовать обратно.**

## **4.2 Различия между инвестиционными трастами и паевыми трастами**

Различия между инвестиционными трастами и паевыми трастами можно подытожить следующим образом.

- **Товарность акций инвестиционных трастов часто уступает товарности соответствующих активов. Товарность паев паевых трастов гарантируется менеджерами.**
- **Мультипликативность инвестиционных трастов может сделать их акции более нестабильными, чем акции, лежащие в основе трастов. Паевые трасты не могут иметь мультипликативности.**
- **Акции инвестиционных трастов более нестабильны, чем акции, лежащие в основе трастов, еще и потому, что может меняться размер дисконта. Нестабильность паев паевого траста будет аналогична нестабильности соответствующих активов.**
- **Увеличенная нестабильность инвестиционных трастов означает, что они должны иметь более высокую ожидаемую доходность.**
- **В любой момент времени может существовать неопределенность в отношении истинного уровня нетто стоимости активов на одну акцию инвестиционного траста, особенно в случае не котируемых инвестиций.**
- **Удержания на управление обычно выше для открытых фондов, чем для инвестиционных трастов.**
- **Инвестиционные трасты могут инвестировать в более широкий набор активов, чем паевые трасты.**
- **В инвестиционных трастах можно купить активы по цене, ниже их нетто стоимости.**
- **Они могут иметь различия в налогообложении.**

## Глава 9. Резюме

Носители совместных инвестиций дают инвесторам возможность достижения более широкого распределения инвестиций и, в то же время, получения выгоды от специализированной управленческой экспертизы.

Существуют два основных типа носителей совместных инвестиций – открытые и закрытые. *Закрытые* носители, такие как инвестиционные трасты, закрыты для новых денег после того, как был инвестирован начальный транш денег. В отличие от них, *открытые* носители, такие как паевой траст, могут создавать и ликвидировать паи фонда по мере поступления новых денег или изъятия вложенных средств.

*Открытые инвестиционные компании* – это инвестиционные носители, очень похожие на инвестиционные трасты, но имеющие «открытость» паевого траста.

При рассмотрении достоинств вложения в инвестиционные трасты, организация инвестор должна рассмотреть:

- + дополнительная диверсификация;
- + экспертиза и специализация;
- + экономия на администрировании;
- + выгоды от мультипликативности;
- + преимущества в товарности по сравнению с соответствующими акциями;
- + возможность покупки по цене, ниже НСА.
  
- утрата прямого контроля над инвестициями;
- ежегодные удержания на управление;
- возможное ухудшение налогообложения;
- дополнительный риск, создаваемый мультипликативностью;
- нестабильность цен на акции (вследствие мультипликативности и дисконта к НСА);
- увеличение дисконта к НСА.

Аналогичные соображения применимы к паевым трастам, за следующими исключениями:

- дисконт к НСА отсутствует;
- мультипликативность отсутствует;
- удержания обычно выше;
- налогообложение и товарность отличаются мало.

## Решения

### Решение 9.1

Привязывание менеджерского вознаграждения к рыночной стоимости фонда стимулирует максимизацию размера управляемых фондов за счет максимизации доходности этих фондов.

### Решение 9.2

Если стоимость траста равна \$100 млн., и брутто доход равен 4% (предположительно исторический), то годовой брутто доход равен \$4 миллионам. Если рыночная доходность корпоративных облигаций равна 8% (брутто), то доходные акции должны иметь аналогичную доходность, чтобы стоить \$1 за акцию.

Мы можем создать  $\frac{4,000,000}{0.08}$  доходных акций, каждая с доходностью в 8%, т.е. 50 млн. акций.

Оставшиеся \$50 миллионов состояния будут поделены на 50 миллионов капитальных акций, не имеющих права на доход, но имеющих право на весь прирост капитала соответствующих инвестиций.

Отметим, что эти величины являются только ориентировочными. Доходные акции не имеют фиксированного купона; предполагается, что доход будет расти со временем. Этот факт повлияет на стоимость доходных акций, поэтому, указанное выше разделение будет скорректировано.

Отметим, что многие трасты с разделенным капиталом с самого начала указывают дату ликвидации, чтобы гарантировать, что акции никогда не будут продаваться с дисконтом к НСА. Когда они достигнут даты ликвидации, трасты можно реструктурировать, и они будут продолжать работать.

### Решение 9.3

1. Правда.
2. Ложь (часто, но не всегда).
3. Ложь.
4. Правда (вероятно).

#### Решение 9.4

Цена продажи на базисе покупки =	НСА на пай <i>плюс</i> затраты на покупку <i>плюс</i> разница между ценой продажи и покупки
Цена продажи на базисе покупки =	НСА на пай <i>плюс</i> затраты на покупку
Цена покупки на базисе продажи =	НСА на пай <i>минус</i> затраты на продажу <i>плюс</i> разница между ценой продажи и покупки
Цена продажи на базисе продажи =	НСА на пай <i>минус</i> затраты на продажу

#### Решение 9.5

1. Ложь.
2. Ложь.
3. Правда.
4. Ложь.

#### Решение 9.6

1. Инвестор может захотеть диверсифицировать свои вложения в акции, за счет наличия большого числа инвестиционных менеджеров, чтобы избежать риска того, что один или несколько менеджеров сработают плохо.
2. Инвестор может захотеть диверсифицировать свои вложения в акции, вложив в разные инвестиционные рынки и секторы; он считает инвестирование в ряд инвестиционных трастов хорошим способом достижения этой цели.
3. Компании могут использовать инвестиционные трасты для более специализированных инвестиций в области, в которых они не имеют необходимых знаний. Им понадобится несколько трастов, если инвесторы захотят инвестировать в различные специализированные области.
4. Очень малый инвестор может решить, что ряд инвестиционных трастов является разумной альтернативой наличию собственного инвестиционного департамента (маловероятно).