

**Комиссии российских управляющих компаний****Введение**

Ни у кого не вызывает удивления тот факт, что в долгосрочной перспективе невероятное влияние на результаты фондов оказывает уровень комиссий. Инвесторы, пользующиеся услугами брокеров, всегда знают какие расходы они несут в связи со своей инвестиционной деятельностью и всегда могут сравнить свои расходы с уровнем комиссий, предлагаемым другими компаниями, то на рынке коллективных инвестиций ситуация значительно более сложная. Управляющие компании на своих сайтах, как правило, публикуют значения комиссий, которые указаны в правилах их фондов, однако на практике эти значения могут существенно отличаться от издержек инвестора. Комиссии, приведенные в правилах, бывают следующих типов: вознаграждение УК, инфраструктурные издержки (депозитарий, регистратор и так далее), а также прочие расходы. Конечно, не стоит забывать о скидках и надбавках, которые взимаются при входе и выходе из фондов, однако в данном исследовании мы не будем останавливаться на данных типах комиссий, так как они различны при разных инвестиционных суммах, горизонтах вложений, а также в случае работы с разными агентами одной управляющей компании. Вернемся к комиссиям, приведенным в правилах. Важным моментом для понимания результатов данного исследования является тот факт, что реальные комиссии почти всегда отличаются от тех цифр, которые указаны в правилах. Стоит сразу развеять подозрение, которое могло возникнуть к управляющим: это различие, как правило, оказывается в пользу инвестора. Таким образом, в правилах указаны максимально возможные расходы. Иногда управляющие нарушают эти правила, однако такие случаи не являются нормой.

Возникает вопрос: «как же узнать каковы реальные расходы?». На этот вопрос помогает ответить ежегодный отчет управляющих компаний о вознаграждениях УК и расходах, связанных с доверительным управлением. В нем приводятся цифры, которые были списаны из имущества фонда в прошедшем году.

Почему инвесторам важно понимать расходы за доверительное управление? В долгосрочной перспективе комиссии оказывают очень большое влияние на результаты фондов при прочих равных условиях, однако, безусловно, комиссии не являются единственным критерием успеха. Кроме этого, данное исследование обладает большим интересом и для уже существующих управляющих компаний для того, чтобы лучше понимать насколько при данных рыночных условиях их комиссии являются оправданными и конкурентными. Для компаний, которые собираются выходить на российский рынок коллективных инвестиций также необходимо понимать какие цифры стоит закладывать в бизнес-планы при планировании деятельности.

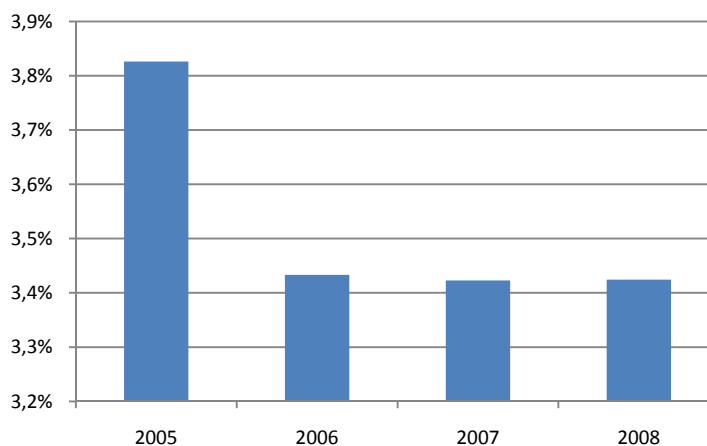
**Цель и методика**

Целью настоящего исследования является раскрытие данных о реальных комиссиях управляющих компаний, а также оказание помощи инвесторам в отборе компаний и фондов с наименьшими расходами. Для этого кроме освещения динамики среднерыночных показателей мы опубликуем рейтинг фондов и УК по комиссиям.

**Результаты****Динамика показателя**

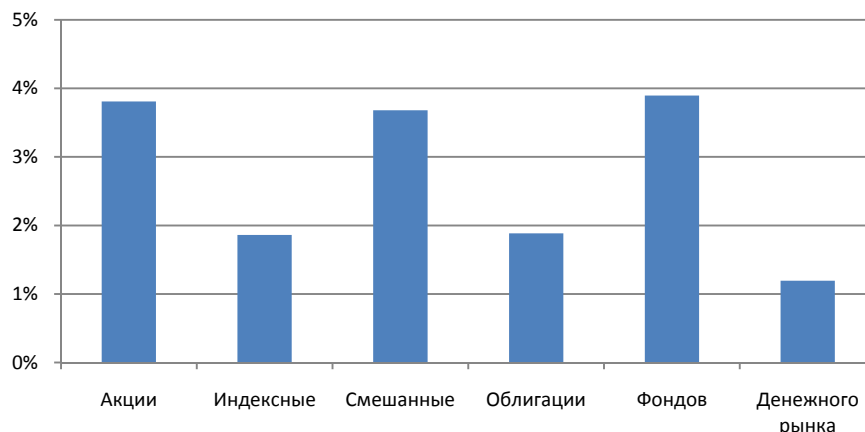
Размер средней комиссии фондов по итогам 2008 года составляет 3,42%, что совпадает со значением показателя по итогам 2007 года. Отметим, что в предыдущие года было зафиксировано постепенное снижение размера комиссий.

■ Средневзвешенные комиссии



Распределение комиссий по типам фондов осталось неизменным: дороже всего управляющие компании оценивают работу с фондами акций и фондами фондов, а дешевле всего – с фондами денежного рынка.

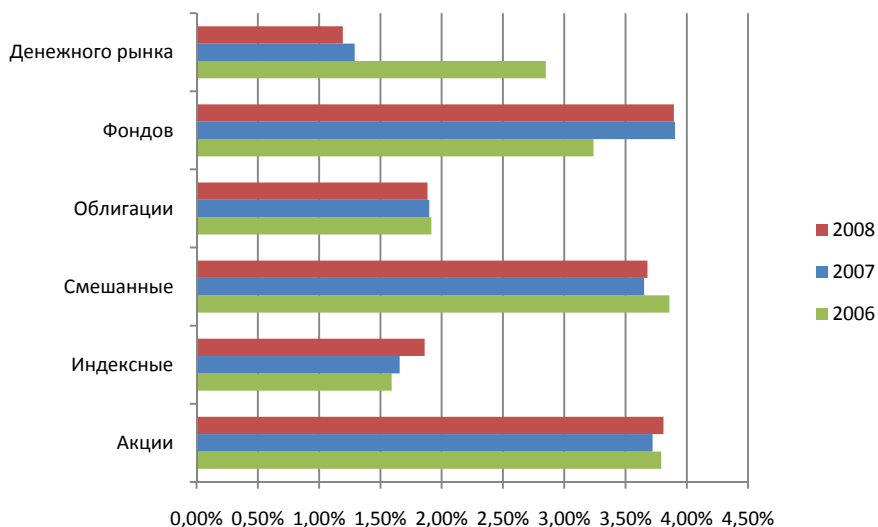
■ Комиссии по типам фондов



Удивительным продолжает оставаться факт высоких комиссий в фондах фондов, которые остаются на уровне 4%. Наиболее распространенная модель управления фондами фондов подразумевает сбалансированное распределение активов, то есть примерно 50% активов находятся в консервативных инструментах и 50% - в агрессивных. Если взять среднюю комиссию фондов акций на уровне 4% и среднюю комиссию фондов облигаций на уровне 2%, то суммарная комиссия за управление будет находиться на уровне 7%, что является абсолютно недопустимым. Достаточно удивительная ситуация имеет место и с индексными фондами, комиссии в которых находятся на том же уровне, что и фондов облигаций и значительно выше чем у фондов денежного рынка. Отметим, что управление фондами облигаций подразумевает тщательный анализ кредитоспособности, что требует дополнительных затрат на аналитическую деятельность, что нельзя сказать об индексных фондах.

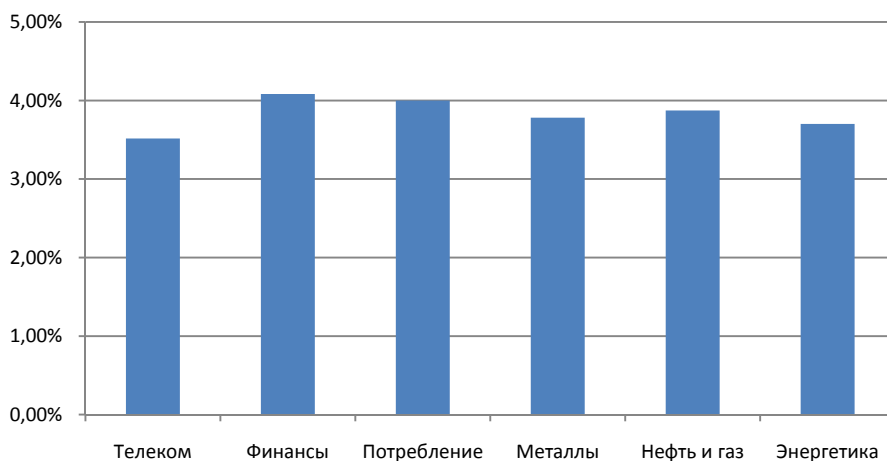
Рассмотрим динамику комиссий по группам фондов. Шесть типов открытых фондов можно разбить на две равные группы: фонды, у которых комиссии по итогам 2008 года увеличились, и фонды, у которых – снизились. К первой группе относятся фонды акций, индексные и смешанного рынка. Ко второй – фонды облигаций, фондов и денежного рынка.

## Исследование рынка

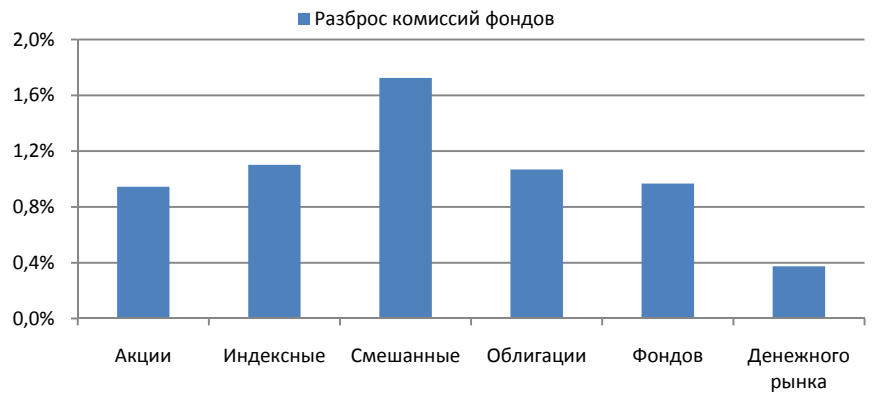


Несмотря на то, что группа фондов акций является достаточно большой и рост комиссий оказался весьма осязаемым, в среднем по рынку изменения зафиксировано не было, так как в прошлом году наблюдался переток средств в консервативные фонды (денежного рынка и облигаций), комиссии которых находятся существенно на более низком уровне.

Отдельный интерес представляют секторальные фонды, комиссии которых незначительно ниже среднего значения для фондов акций. Однако разброс комиссий среди них очень невелик. Среди секторов по стоимости управления лидируют финансовый (4,08%) и потребительский сектора (4%). Напротив, наименьшие комиссии взимаются за управление фондами телекоммуникационных компаний (3,52%). Найти объяснение этому достаточно сложно с учетом того, что в самых дорогих для управления секторах присутствуют меньше всего компаний. Вероятно, связано это опять же со степенью риска. Не секрет, что финансовые компании являются одними из наиболее волатильных, в то время как телекоммуникационный сектор относится к защитным и не подвержен таким колебаниям.



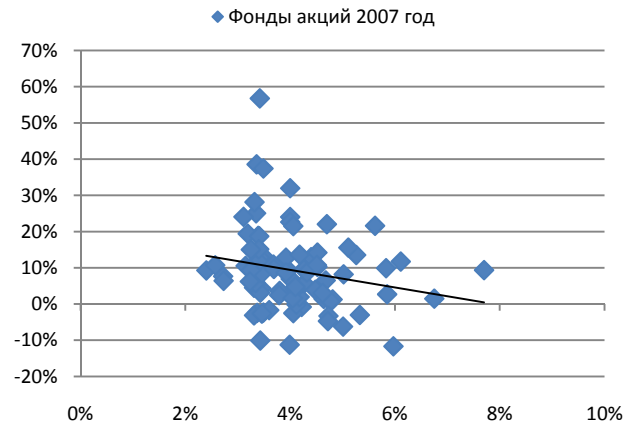
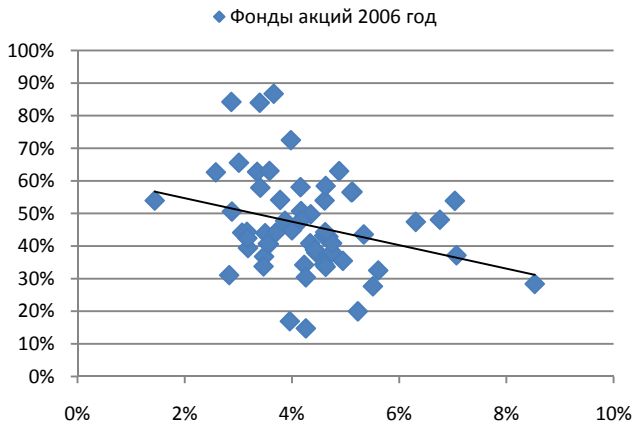
Рассмотрим, каков разброс результатов фондов в различных группах. Наиболее разбросаны результаты у фондов смешанных инвестиций (1,72%), что является логичным в силу того, что среди представителей данной группы бывает перевес в сторону акций, тогда и комиссии ставятся выше, а бывает перевес в сторону консервативных инструментов, что вынуждает управляющих снижать комиссии. Разброс результатов фондов облигаций, фондов и индексных ПИФов находится на одном уровне и среднеквадратичное отклонение комиссий составляет около 1%. Удивительно, что расходы в ПИФах акций (0,94%) являются более близкими, чем в индексных фондах и фондах облигаций. Комиссии фондов денежного рынка имеют наименьший разброс (0,37%).



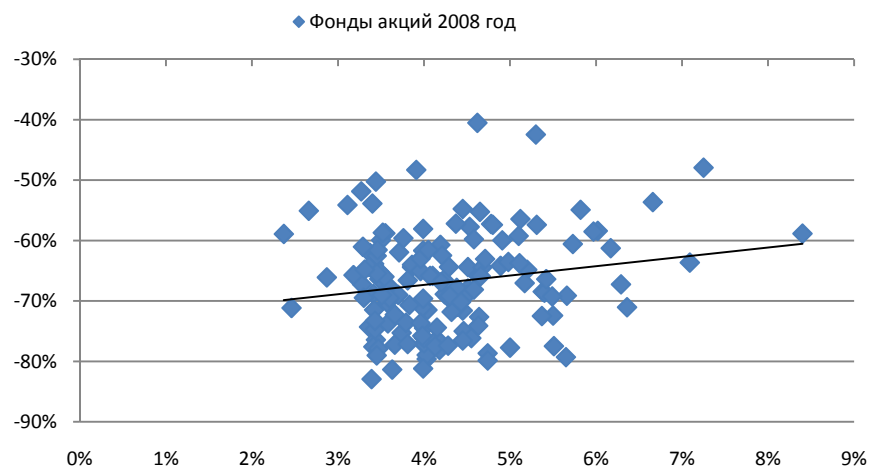
**Зависимость доходности фондов от комиссий**

Как мы показывали в предыдущих выпусках наших исследований, существует обратная статистическая зависимость между доходностью фондов и комиссиями: чем большие расходы несут фонды за счет инвесторов, тем ниже их доходность, однако по итогам 2008 года были получены достаточно неожиданные результаты.

В 2006 и 2007 годах в фондах акций наблюдалась ярко выраженная статистическая зависимость между доходностью и комиссиями.



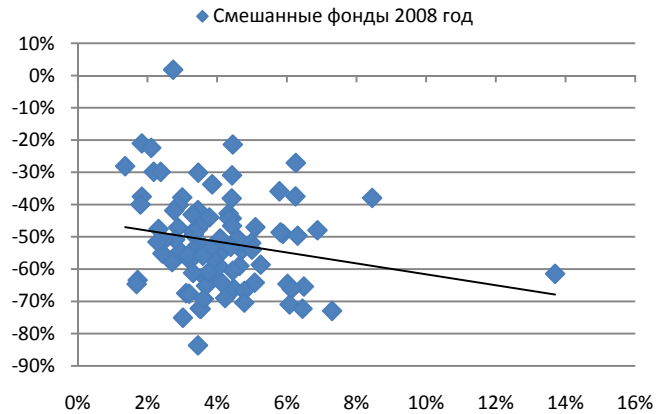
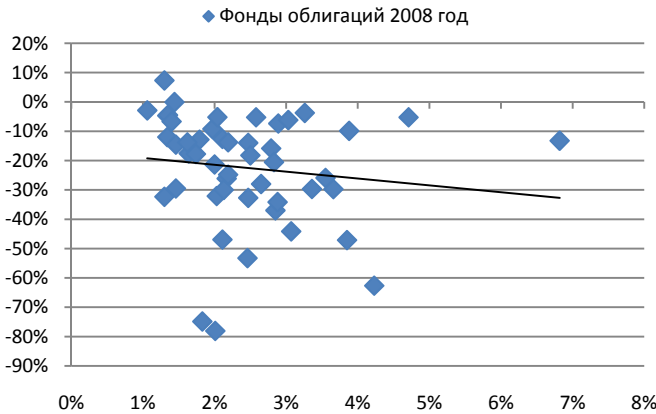
Однако в прошедшем году наблюдалась обратная ситуация.



Вероятно, что фонды, потерявшие меньше всего денежных средств на падающем рынке, совершали наибольшее количество операций, что и вызвало повышение уровня суммарных расходов.

В других крупнейших группах такой ситуации зафиксировано не было. Так в фондах облигаций и смешанных инвестиций наблюдалась ситуация, когда фонды с

наибольшими комиссиями отработали в среднем хуже тех, кто взимал меньшую плату за управление активами.

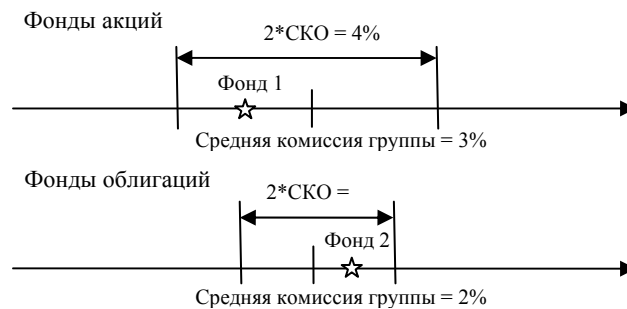


### Зависимость доходности фондов от комиссий

Для построения зависимости нам понадобится понятие приведенной комиссии.

$$\text{Приведенная комиссия} = \frac{\text{Средняя комиссия по группе} - \text{Комиссия фонда}}{\text{Среднеквадратичное отклонение комиссий в группе}}$$

Поясним, с чем связано введение такой оценки комиссий каждого из фондов. Для начала необходимо понять, зачем из комиссий фондов вычитается средняя комиссия по группе. Например, если известно, что комиссия фонда равна 5%, то это информация мало о чем говорит в сравнительном плане, а если известно, что средняя комиссия в группе ПИФов акций равна 4%, то можно сказать, что комиссия фонда высокая. Далее рассмотрим, зачем производится деление на среднеквадратичное отклонение комиссий в группе, что является мерой разброса значений комиссий фондов внутри одной группы. Покажем важность этого действия на примере двух фондов (Рисунок 1). Пусть средняя комиссия фондов акций равняется 3%, а среднеквадратичное отклонение (СКО) 2%, а в группе фондов облигаций среднее значение равно 2% с СКО 1%. Пусть фонд 1, входящий в группу ПИФов акций, имеет комиссию 2%, а фонд 2, входящий в группу облигаций, имеет комиссию 2,5%. Из указанных выше данных можно понять, что фонд 1 имеет комиссию меньшую среднего по группе, а фонд 2 наоборот. При этом из общих соображений понятно, что фонд 1 настолько хорош, насколько фонд 2 плох. То есть их результаты являются зеркально противоположными, что отражается в равных значениях приведенных комиссий. Для фонда 1 она равна  $(-1\%)/2\% = -1/2$ , а для фонда 2  $0,5\%/1\% = 1/2$ . При этом если деление на средний разброс результатов по группе не производился, тогда рейтинг фонда 1 по модулю был бы больше чем у фонда 2.



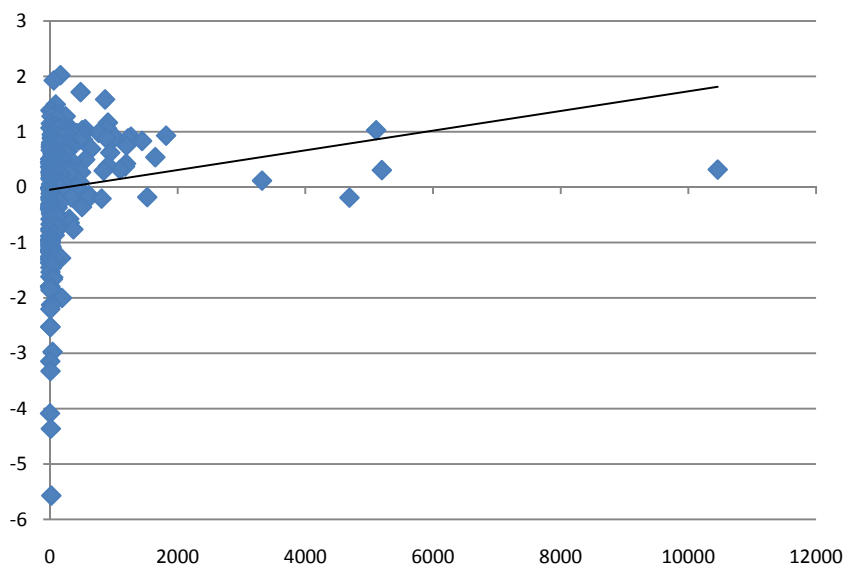
**Рисунок 1.** Пример двух фондов из различных групп с равными по модулю приведенными комиссиями.

Приведем результаты сравнения в виде таблицы:

	N=10	N=20	N=50	N=100
Приведенная комиссия крупнейших N фондов	0,46	0,57	0,56	0,51

Приведенная комиссия крупнейших N фондов	-0,94	-0,9	-0,91	-0,7
------------------------------------------	-------	------	-------	------

На графике ниже приводится зависимость приведенной комиссии (вертикальная ось) и среднегодовой стоимости чистых активов (в млн руб.) в 2008 году. График приводится для всех рассмотренных типов фондов:



Рейтинг фондов по комиссиям

ТОР50

Место	Название	Тип	СЧА, млн руб. 2008 год	Приведенная комиссия, 2008 год
1	Открытие — Акции	Акции	164,22	2,02
2	Ермак — Фонд краткосрочных инвестиций	Акции	59,60	1,93
3	БКС — Фонд Голубых Фишек	Акции	479,75	1,72
4	Лидер — Страховые инвестиции	Смешанный	863,63	1,58
5	Риком — Акции	Акции	90,71	1,49
6	Аналитический центр — Пенсионный	Смешанный	13,08	1,39
7	Открытие — Фонд фондов	Фондов	8,06	1,38
8	Аналитический центр — Сбалансированный	Смешанный	39,90	1,38
9	АльянсРосно — Пенсионные резервы	Смешанный	94,27	1,33
10	Либра — Пенсионный капитал	Смешанный	172,43	1,31
11	Ингосстрах — Пенсионный	Смешанный	76,69	1,31
12	Регион — Фонд облигаций	Облигации	127,94	1,31
13	Интерфин — Фонд Фондов	Фондов	24,75	1,28
14	АК Барс — Индекс ММВБ	Индексный	245,68	1,28
15	Регион — Фонд акций	Акции	115,68	1,24
16	Интерфин — Телеком капитал	Акции	908,86	1,17
17	Альфа-Капитал — Фонд пенсионных резервов	Смешанный	14,54	1,15
18	Регион — Фонд сбалансированный	Смешанный	73,92	1,11
19	УК Банка Москвы — Волхонка - российские облигации	Облигации	140,93	1,08
20	Газпромбанк — Казначейский	Облигации	158,89	1,08
21	Финам — Народный	Акции	7,65	1,07

22	Ренессанс — Акции	Акции	893,47	1,06
23	Агана — Экстрим	Акции	551,55	1,05
24	Атон — Фонд пенсионный	Смешанный	46,84	1,05
25	Открытие — Облигации	Облигации	317,21	1,04
26	Лидер — Газовая промышленность - Облигации	Облигации	338,66	1,04
27	Интерфин — Индустрия Капитал	Акции	114,67	1,04
28	Газпромбанк — Облигации	Облигации	307,94	1,03
29	Ренессанс — Сбалансированный	Смешанный	505,03	1,03
30	Альфа-Капитал — Акции	Акции	5109,02	1,03
31	Алемар — Фонд облигаций	Смешанный	50,89	0,99
32	БКС — Фонд Национальных Облигаций	Облигации	59,32	0,99
33	КИТ Фортис — Индекс ММВБ	Индексный	762,62	0,98
34	БКС — Индекс ММВБ	Индексный	206,63	0,98
35	УК Банка Москвы — Трубная площадь - Российская металлургия	Акции	519,66	0,97
36	Газпромбанк — Акции	Акции	424,26	0,97
37	Ломоносов — Ломоносов	Смешанный	281,39	0,96
38	Либра — Фонд акций	Акции	310,12	0,96
39	Альфа-Капитал — Резерв	Облигации	27,24	0,95
40	УК Банка Москвы — Останкино - Российская связь	Акции	339,17	0,94
41	Атон — Фонд сбережений	Смешанный	494,20	0,94
42	УК Банка Москвы — Олимпийский проспект - Сочи 2014	Акции	162,61	0,93
43	Тройка Диалог — Илья Муромец	Облигации	1818,73	0,93
44	КИТ Фортис — Фонд облигаций	Облигации	293,31	0,93
45	УК Банка Москвы — Манежная площадь - российские акции	Акции	421,52	0,92
46	КИТ Фортис — Российский финансовый сектор	Акции	174,91	0,92
47	УК Банка Москвы — Триумфальная площадь - Российская нефть	Акции	139,44	0,91
48	УК Банка Москвы — Красная площадь - акции компаний с государственным участием	Акции	1268,49	0,91
49	УК Банка Москвы — Звездный бульвар - звезды российского фондового рынка	Акции	120,92	0,91
50	КИТ Фортис — Индекс РТС	Индексный	294,65	0,91

**ВОТТОМ50**

Место	Название	Тип	СЧА, млн руб. 2008 год	Приведенная комиссия, 2008 год
279	Астерком — Фонд сбалансированный	Смешанный	12,49	-0,98
280	НРК — Сбалансированный	Смешанный	8,40	-1,00
281	Ермак — Фонд облигаций	Облигации	4,24	-1,03
282	УК Бинбанка — Фонд Сбалансированный	Смешанный	5,84	-1,04
283	Балтинвест — Фонд фондов	Фондов	7,43	-1,07
284	Астерком — Фонд акций	Акции	27,18	-1,08
285	Балтинвест — Фонд металлургии и машиностроения	Акции	8,91	-1,09
286	Олма — Топливо-энергетический фонд	Смешанный	8,42	-1,12
287	Мозаик — Облигации	Облигации	6,55	-1,13
288	Финам — Депозитный	Денежный	5,54	-1,14
289	ОИФ — Сбалансированный	Смешанный	56,88	-1,15

290	Балтинвест — Фонд потребительского сектора	Акции	7,25	-1,15
291	Риком — Электроэнергетика	Акции	4,45	-1,16
292	Нивелир — Оптим Индекс ММВБ	Индексный	7,25	-1,17
293	Олма — Фонд акций	Акции	14,01	-1,19
294	Кэпитал — Агрессивный	Смешанный	36,26	-1,19
295	Меркури Кэпитал Траст — Акции	Акции	25,99	-1,21
296	Нивелир — Оптим банковский	Смешанный	4,45	-1,25
297	Нивелир — Оптим институциональный	Смешанный	9,40	-1,26
298	Кэпитал — Базовый	Акции	173,35	-1,28
299	Октан — Фонд сбалансированный	Смешанный	8,88	-1,29
300	Балтинвест — Фонд Финансового сектора	Акции	7,03	-1,29
301	Балтинвест — Фонд электроэнергетики	Акции	6,59	-1,30
302	РФЦ — Накопительный	Облигации	83,74	-1,31
303	Трансфингруп — Магистральный	Облигации	7,58	-1,33
304	Неофитус — Фонд смешанных инвестиций	Смешанный	2,13	-1,37
305	Элтра — Юбилейный	Смешанный	19,85	-1,39
306	Балтинвест — Фонд телекоммуникаций	Акции	6,47	-1,45
307	Мозаик — Акции	Акции	25,91	-1,46
308	Райбах — Фонд акций	Акции	7,88	-1,54
309	Джей Ви Пи — Фонд первый	Смешанный	5,82	-1,62
310	Сибиряк — Фонд акций	Акции	52,17	-1,63
311	Центральная УК — Центр равновесия	Облигации	45,91	-1,66
312	Доходь — Финансы и банки	Акции	2,38	-1,79
313	Неофитус — Индекс ММВБ	Индексный	2,07	-1,80
314	Доходь — Индекс ММВБ	Индексный	10,80	-1,83
315	Октан — Фонд ликвидных акций	Акции	16,97	-1,84
316	Холдинг — Центральный	Смешанный	8,81	-1,86
317	Тройка Диалог — Жизнь	Акции	187,84	-2,00
318	Вика — Высокорискованные облигации	Облигации	33,06	-2,11
319	Парма — Петр Багратион	Акции	17,59	-2,13
320	Трансфингруп — Скорый	Акции	7,01	-2,20
321	НРК — Фонд акций	Акции	5,78	-2,52
322	Тольятти — Инвест	Смешанный	5,93	-2,53
323	БФА — Стоик - Нефть и Газ	Акции	40,91	-2,98
324	Нивелир — Оптим привилегированный	Акции	4,94	-3,14
325	Инвесткапитал — Индекс ММВБ	Индексный	7,90	-3,32
326	Доходь — Фонд облигаций	Облигации	0,83	-4,09
327	Тольятти — Инвест Акции	Акции	13,05	-4,36
328	Адекта — Стойкий	Смешанный	20,74	-5,57

**ТОР секторальных фондов различных секторов**

Место	Название	Тип	СЧА, млн руб. 2008 год	Приведенная комиссия, 2008 год
16	Интерфин — Телеком капитал	Акции	908,86	1,17



35	УК Банка Москвы — Трубная площадь - Российская металлургия	Акции	519,66	0,97
46	КИТ Фортис — Российский финансовый сектор	Акции	174,91	0,92
47	УК Банка Москвы — Триумфальная площадь - Российская нефть	Акции	139,44	0,91
51	УК Банка Москвы — Замоскворечье - Российская энергетика	Акции	1016,52	0,90
54	УК Банка Москвы — Охотный ряд - Российский потребительский сектор	Акции	193,56	0,89

### Рейтинг УК по комиссиям

Рейтинг будем составлять по комиссиям в открытых паевых фондах. Расчеты производятся согласно уникальной методике, специально разработанной для данного исследования. Значения рейтинга рассчитывается для 2007 и 2008 годов, чтобы можно было пронаблюдать динамику. Значение рейтинга УК в каждом из двух годов рассчитывается как сумма приведенных комиссий по типам фондов каждого ПИФа, находящегося под управлением этой компании.

Название	2007 год	Место	2008 год	Место
Ермак	1,79	1	1,73	1
Аналитический центр			1,38	2
ОТКРЫТИЕ			1,35	3
Лидер	1,63	2	1,35	4
Регион Эссет Менеджмент	0,89	8	1,24	5
Риком-Траст	-0,01	35	1,16	6
Ингосстрах - Инвестиции	-0,13	41	1,13	7
Интерфин Капитал	0,94	6	1,11	8
АК БАРС КАПИТАЛ	0,66	16	0,98	9
Ломоносов	1,49	3	0,96	10
АГАНА	0,86	11	0,96	11
Брокеркредитсервис	0,83	12	0,94	12
Атон-менеджмент	0,92	7	0,89	13
Ренессанс Управление Инвестициями	0,88	9	0,86	14
УК Банка Москвы	0,65	20	0,86	15
КИТ Фортис Инвестментс	0,73	14	0,86	16
Газпромбанк — Управление активами	0,87	10	0,85	17
Либра Капитал	0,66	17	0,81	18
Альфа Капитал	0,78	13	0,71	19
ТРИНФИКО	0,66	15	0,67	20
УК МДМ	0,09	30	0,64	21
Альянс РОСНО Управление Активами	0,25	25	0,54	22
ГОРИЗОНТ			0,52	23
Еврогрин	0,99	5	0,51	24
Арсагера	-1,36	64	0,50	25
ВТБ Управление активами	0,27	24	0,47	26
Максвелл Эссет Менеджмент	0,66	18	0,46	27
Флеминг Эмили энд Партнерс	1,18	4	0,45	28
Ренессанс Капитал	0,42	21	0,39	29
Пенсионный резерв	0,36	22	0,37	30