

## ЭКОНОМИКА

*Наталья Брониславовна БОЛДЫРЕВА —  
зав. кафедрой ценных бумаг,  
кандидат экономических наук, доцент*

УДК 336. 763 (571. 12)

### **ВЛИЯНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА РИСК И ДОХОДНОСТЬ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО ФОНДА**

*АННОТАЦИЯ. В статье на основе анализа законодательных и нормативных правовых актов, регулирующих инвестиционную деятельность коллективных инвестиционных фондов, проводится их ранжирование по значению риска и доходности.*

*In the article on the grounds of legislative and normative legal acts, regulating investment activity of investment funds, ranging of risk and income sense is carrying out.*

Коллективное инвестирование представляет собой механизм, при помощи которого частные мелкие инвесторы добровольно передают денежные средства или активы в руки профессиональных менеджеров для последующего прибыльного инвестирования в ценные бумаги и иное имущество. Инвесторы коллективного инвестиционного фонда самостоятельно несут инвестиционные риски, представляющие собой неопределенную возможность недополучения инвестиционного дохода. Риски, связанные с инвестированием, должны быть описаны в инвестиционной декларации Правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом (ПИФ) и в инвестиционной декларации Устава акционерного инвестиционного фонда (АИФ). В то же время нормативные правовые документы, регулирующие инвестиционную деятельность АИФ и управляющей компании ПИФ, не содержат никаких рекомендаций по данному вопросу. В этих условиях принятие инвестором решения о выборе коллективного инвестиционного фонда может основываться преимущественно на далеко не беспристрастных советах управляющего институтом коллективного инвестирования.

Одним из общепризнанных принципов регулирования деятельности инвестиционных фондов, выработанных Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO), является установление ограничений в отношении инвестиций фондов, а также привлечения ими заемных средств [1]. В конечном итоге эти ограничения призваны установить определенное соотношение между риском и доходностью конкретного инвестиционного фонда и предложить инвесторам различные комбинации значений этих параметров, которые могли бы удовлетворить разные инвестиционные предпочтения, с одной стороны, а с дру-

гой — защитить инвесторов от тех инвестиционных рисков, которые они принимать на себя не желают.

В статье на основе анализа законодательных и нормативных правовых актов, регулирующих инвестиционную деятельность паевых и акционерных инвестиционных фондов, проводится их ранжирование по значению риска и доходности.

Инвестиционная деятельность акционерного инвестиционного фонда и управляющей компании паевого инвестиционного фонда является исключительной. Рискованность и доходность инвестиционной деятельности коллективного инвестора зависит как от источников финансирования инвестиций, так и направлений инвестирования капитала. Поэтому проанализируем риск и доходность коллективных инвестиционных фондов с этих позиций.

Рассмотрим влияние источников финансирования инвестиций на риск и доходность акционерных и паевых инвестиционных фондов. Источником финансовых ресурсов для инвестиционной деятельности институтов коллективного инвестирования являются ресурсные операции управляющей компании ПИФ и ресурсные операции АИФ.

Основной источник формирования ПИФ представлен денежными средствами и иным имуществом (только для закрытых ПИФ), поступающими в оплату инвестиционных паев, а также имуществом, полученным в процессе доверительного управления.

В общем случае управляющая компания ПИФ не имеет права привлекать заемный капитал. Привлечение заемных средств паевыми фондами любого типа ограничено только целью выкупа паев при недостаточности денежных средств, составляющих этот ПИФ. При этом совокупный объем задолженности, подлежащей погашению за счет имущества фонда, по всем договорам займа и кредитным договорам не должен превышать 10% стоимости чистых активов ПИФ. Максимальный срок привлечения заемных средств (включая срок продления) составляет три месяца (ст. 40 Федерального закона «Об инвестиционных фондах»).

Привлечение заемных средств создает эффект финансового рычага, который заключается, с одной стороны, в увеличении потенциальной доходности, а с другой — в увеличении риска предприятия. Использование заемного капитала отражает опасности, связанные с долгом. Долг несет с собой обязательства для компании производить выплаты процентов и основной суммы долга в установленные сроки. При отсутствии достаточного потока денежных средств кредитор обладает правами конфисковать активы и/или потребовать ликвидации компании.

Паевые инвестиционные фонды не несут дополнительного риска заемного финансирования, связанного с выбором источников финансирования инвестиционной деятельности, поскольку положение о целевом использовании заемных средств паевыми инвестиционными фондами является общим для всех типов паевых фондов.

Что касается АИФ, то единственным источником финансирования его инвестиционной деятельности на момент создания является уставный капитал акционерного инвестиционного фонда, который формируется путем внесения денежных средств и иного имущества, предусмотренного инвестиционной декларацией АИФ, в обмен на именные обыкновенные акции фонда. В процессе функционирования акционерного инвестиционного фонда источником финансирования его инвестиционной деятельности выступает прежде всего прибыль фонда. Кроме того, в качестве источника финансирования может выступать и увеличение уставного капитала путем дополнительной эмиссии акций.

Федеральными законами «Об акционерных фондах» и «Об инвестиционных фондах» не предусмотрено ограничений на привлечение заемного капитала акционерным инвестиционным фондом. Федеральный закон «Об акционерных инвестицион-

ных фондах» ограничивает лишь право принятия единоличным органом управления АИФ решений, касающихся крупных сделок с контрагентами общества. Крупные сделки (в том числе заем, кредит, залог, поручительство или нескольких взаимосвязанных сделок) связаны с распоряжением значительными финансовыми и иными средствами, составляющими не менее 25% балансовой стоимости активов общества.

Совет директоров (наблюдательный совет) и общее собрание акционеров принимают решение об одобрении крупной сделки, давая тем самым директору общества полномочия заключить от имени общества соответствующий договор.

Следовательно, существенным фактором, влияющим на значение риска и доходности инвестиционной деятельности АИФ, является соотношение интересов акционеров и менеджеров фонда по привлечению заемного капитала. Качество корпоративного управления, качество механизма согласования интересов ключевых участников АИФ — акционеров и менеджеров, в значительной степени влияют на риск и доходность АИФ, и тем самым — на надежность функционирования акционерного инвестиционного фонда.

В целом можно заключить, что установление запрета на привлечение заемного капитала для управляющей компании ПИФ обеспечивает при прочих равных условиях большую надежность, но и меньшую доходность паевого инвестиционного фонда по сравнению с акционерным инвестиционным фондом, что проиллюстрировано в таблице 1.

Таблица 1

**Влияние источников финансирования инвестиционной деятельности на потенциальные риск и доходность коллективного инвестиционного фонда**

| Вид коллективного инвестиционного фонда | Возможность использования заемного финансирования | Потенциальный дополнительный риск | Потенциальная дополнительная доходность |
|---|---|-----------------------------------|---|
| ПИФ                                     | Исключена   | Низкий                            | Низкая                                  |
| АИФ                                     | Не ограничена                                     | Не ограничен                      | Не ограничена                           |

Далее рассмотрим влияние направлений инвестирования капитала на риск и доходность коллективного инвестора. Общая направленность инвестиционной деятельности акционерного инвестиционного фонда и управляющей компании паевого инвестиционного фонда отражена в инвестиционной декларации фонда.

Перечень объектов, в которые имеет право инвестировать АИФ и управляющая компания ПИФ, и требования к структуре портфеля фондов определены законодателем в Федеральном законе «Об инвестиционных фондах» и Положении о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов (утв. приказом Федеральной службы по финансовым рынкам (далее — ФСФР) от 30 марта 2005 г. № 05-8/пз-н) (далее — Положение) и, в конечном счете, зависят от типа и категории фонда.

Рассмотрим положения Федерального закона «Об инвестиционных фондах», которые накладывают ограничения на состав и структуру активов АИФ и активов ПИФ. Прежде всего, это положения, определяющие типы коллективных инвестиционных фондов с точки зрения их операционной структуры: открытые, интервальные и закрытые.

Ключевая характеристика открытого фонда определяет его основное преимущество в глазах инвесторов — возможность продать и купить акции (паи) в любой рабочий день. В то же время она предъявляет высокие требования к ликвидности активов фонда. Заметим, что ликвидные активы (денежные средства на счетах и во вкладах в коммерческих банках, государственные ценные бумаги и др.), как правило, характеризуются низким риском и, соответственно, низкой доходностью (табл. 2).

Таблица 2

**Влияние операционной структуры на потенциальные риск, доходность и ликвидность коллективного инвестиционного фонда**

| Параметр                          | Ликвидность | Риск    | Доходность |
|-----------------------------------|-------------|---------|------------|
| Виды и типы инвестиционных фондов |             |         |            |
| Открытый ПИФ                      | высокая     | низкий  | низкая     |
| Интервальный ПИФ                  | средняя     | средний | средняя    |
| Закрытый ПИФ                      | низкая      | высокий | высокая    |
| АИФ                               | низкая      | высокий | высокая    |

Закрытый фонд уже по своему определению имеет ограниченную ликвидность. Сделки между инвесторами закрытого фонда не оказывают никакого воздействия на его инвестиционный портфель. Акции (паи) закрытого фонда торгуются на фондовой бирже, их цена устанавливается в результате сделок. Акции (паи) обычным порядком переходят от владельца к владельцу. Закрытые фонды являются подходящим инструментом для инвестирования в неликвидные, очень рискованные активы на длительный срок. Таким образом, закрытые инвестиционные фонды являются и потенциально более доходными по сравнению с открытыми.

Интервальный коллективный инвестиционный фонд занимает промежуточное положение между открытым и закрытым фондами, а потому обладает свойствами тех и других. Интервальные фонды могут продавать и выкупать акции (паи) без специального разрешения на то со стороны всех инвесторов. Но в его Правилах доверительного управления устанавливается частота и продолжительность интервала, в течение которого производится покупка и продажа акций (паев). Так, Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» установлено, что управляющая компания интервального ПИФ обязана выкупать и продавать инвестиционные паи не реже одного раза в год. Таким образом, интервальные фонды по доходности, риску и ликвидности также занимают промежуточное место между открытыми и закрытыми фондами.

Акционерный инвестиционный фонд по своей операционной структуре является закрытым фондом, поэтому обладает всеми его характеристиками — имеет низкую ликвидность, но высокие риск и доходность.

Операционные особенности коллективных инвестиционных фондов разных видов и типов накладывают ограничения на состав и структуру активов соответствующих фондов. Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» (ст. 33) устанавливает общие требования к составу активов акционерного и паевого инвестиционных фондов. В условиях работы в стандартном режиме в состав активов АИФ и активов ПИФ любого типа могут входить:

- денежные средства, в том числе в иностранной валюте;
- государственные ценные бумаги РФ;
- государственные ценные бумаги субъектов РФ, включенные в котировальные списки фондовых бирж;
- муниципальные ценные бумаги, если они включены в котировальные списки фондовых бирж;
- акции и облигации российских открытых акционерных обществ;
- ценные бумаги иностранных государств и ценные бумаги международных финансовых организаций, если они включены в перечень, утвержденный федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг;

— акции иностранных АО и облигации иностранных коммерческих организаций при условии, что они прошли процедуру листинга на фондовых биржах, находящихся на территории государств, с государственными органами которых, осуществляющими контроль на рынке ценных бумаг, федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг заключены в установленном порядке соглашения о взаимодействии и обмене информацией;

— иные ценные бумаги, предусмотренные нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

В силу ограниченной ликвидности акционерного инвестиционного фонда и закрытого ПИФ только этим фондам разрешено иметь в составе активов недвижимое имущество и имущественные права на недвижимое имущество. Данные активы характеризуются низкой ликвидностью. Операции с ними требуют крупного капитала и являются высокорискованными, но и высокодоходными.

Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» (ст. 40) разрешает совершать за счет имущества, принадлежащего АИФ, и имущества, составляющего ПИФ, любого типа сделки с опционами, а также форвардными и фьючерсными контрактами только в целях уменьшения риска снижения стоимости активов АИФ и активов ПИФ. Максимальный размер обязательств по опционам, а также форвардным и фьючерсным контрактам установлен в 10% стоимости активов АИФ и активов ПИФ. Поскольку это положение распространяется на все виды и типы инвестиционных фондов, следовательно, оно будет в одинаковой степени воздействовать на риск любого фонда, поэтому влиянием этого фактора на общую оценку риска и доходности инвестиционной деятельности различных коллективных инвесторов можно пренебречь.

Таким образом, Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» внес лишь одно различие в состав активов АИФ и активов ПИФ, разрешив акционерному инвестиционному фонду и закрытому ПИФ иметь низколиквидные активы, закрепив тем самым за АИФ и закрытым ПИФ соответствующее значение риска, доходности и ликвидности (табл. 2). В целом можно заключить, что операционная структура фонда (открытый, интервальный и закрытый) является одним из факторов, определяющих риск и доходность коллективного инвестора.

Следовательно, с точки зрения операционной структуры наименее рискованным, но и менее доходным является открытый ПИФ. Потенциальные риск и доходность АИФ сопоставима с потенциальными риском и доходностью закрытого ПИФ. Интервальный ПИФ занимает промежуточное положение по значению риска и доходности между открытым и закрытым ПИФ.

Требования к составу и структуре активов ПИФ, сформулированные в Федеральном законе «Об инвестиционных фондах», развиваются далее в Положении. Проанализируем состав и структуру активов АИФ и активов ПИФ разных типов с целью оценки их влияния на риск и доходность коллективных инвесторов.

Положением вводится классификация АИФ и ПИФ в зависимости от состава и структуры активов (категория АИФ и ПИФ): фонд денежного рынка; фонд облигаций; фонд акций; фонд смешанных инвестиций; фонд прямых инвестиций; фонд фондов; индексный фонд; фонд недвижимости; фонд особо рискованных (венчурных) инвестиций; ипотечный фонд.

В зависимости от состава и структуры активов в настоящее время выделено 10 категорий АИФ и ПИФ (табл. 3). Как видно из таблицы, акционерным инвестиционным фондам запрещены категории фондов венчурных инвестиций и ипотечных фондов. Закрытый ПИФ может быть фондом любой из 10 категорий. Открытым и интервальным ПИФ запрещены категории фондов прямых инвести-

ций, фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций, фондов недвижимости и ипотечных фондов.

Таблица 3.

**Распределение коллективных инвестиционных фондов в зависимости от состава и структуры активов**

| Категория АИФ и ПИФ | Фонд денежного рынка | Фонд облигаций | Фонд акций | Фонд смешанных инвестиций | Фонд прямых инвестиций | Фонд особо рискованных (венчурных) инвестиций | Фонд фондов | Фонд недвижимости | Ипотечный фонд | Индексный фонд |
|---------------------|----------------------|----------------|------------|---------------------------|------------------------|---|-------------|-------------------|----------------|----------------|
| Открытый ПИФ        | +                    | +              | +          | +                         | -                      | -   | +           | -                 | -              | +              |
| Интервальный ПИФ    | +                    | +              | +          | +                         | -                      | -   | +           | -                 | -              | +              |
| Закрытый ПИФ        | +                    | +              | +          | +                         | +                      | +   | +           | +                 | +              | +              |
| АИФ                 | +                    | +              | +          | +                         | +                      | -   | +           | +                 | -              | +              |

Значения риска и доходности АИФ и ПИФ разных категорий будут определяться в конечном итоге долей того или иного вида разрешенных активов в портфеле фонда, поскольку каждому активу соответствует свой уровень этих значений.

Таким образом, существенным фактором, влияющим на риск и доходность коллективного инвестиционного фонда, является состав активов различных институтов коллективного инвестирования, и требования к их структуре, определяемые категорией фонда.

Проанализируем состав и структуру активов АИФ и активов ПИФ в зависимости от категории и выделим особенности инвестиционных фондов разных категорий по составу и структуре активов.

Сравнительная характеристика состава активов АИФ и активов ПИФ категорий фондов денежного рынка, фондов облигаций, фондов акций, фондов смешанных инвестиций, фондов фондов, индексных фондов приведена в таблице 4.

Как видно из таблицы 4, наименьшим разнообразием разрешенных активов обладают коллективные инвестиционные фонды категории фондов денежного рынка (9 видов активов из 23). Наибольшее разнообразие характерно для институтов коллективного инвестирования категорий фондов акций и фондов смешанных инвестиций (20 разрешенных видов активов из 23). Коллективным инвестиционным фондам категории фондов денежного рынка запрещены инвестиции в акции иностранных акционерных обществ, акции российских открытых акционерных обществ, обыкновенные акции российских ЗАО, а также инвестиции в инвестиционные паи ПИФ за исключением инвестиционных паев открытых и интервальных ПИФ категории фондов денежного рынка. Как известно, инвестиции в акции, при прочих равных условиях, связаны с высоким риском, но и являются потенциально высокодоходными. Отсутствие в составе активов коллективных инвестиционных фондов категории фондов денежного рынка акций делает эту категорию фондов потенциально менее рискованной и менее доходной по сравнению с другими из рассматриваемых категорий фондов.

В состав активов АИФ или ПИФ, относящихся к категории индексных фондов, могут входить только денежные средства, включая иностранную валюту, на счетах и во вкладах в кредитных организациях, и ценные бумаги, по кото-

рым рассчитывается индекс. Следовательно, состав активов ПИФ и АИФ категории индексных фондов определяется в конечном итоге выбором индекса (индекс акций, индекс облигаций и др.), который может рассчитываться любой организацией, с учетом требований, установленных Положением. Следовательно, в общем случае риск и доходность индекса, лежащего в основе коллективного инвестора категории индексного фонда, и будет определять риск и доходность данного института коллективного инвестирования.

Таблица 4

**Состав и структура активов акционерных и паевых инвестиционных фондов различных категорий**

| Активы   | Категория инвестиционного фонда |   |   |    |   |   |    |   |   |     |   |   |    |   |   |    |   |   |  |
|--|---------------------------------|---|---|----|---|---|----|---|---|-----|---|---|----|---|---|----|---|---|--|
|  | ФДР                             |   |   | ФО |   |   | ФА |   |   | ФСИ |   |   | ФФ |   |   | ИФ |   |   |  |
|  | о                               | и | з | о  | и | з | о  | и | з | о   | и | з | о  | и | з | о  | и | з |  |
| Денежные средства, включая иностр. валюту                        | +                               | + | + | +  | + | + | +  | + | + | +   | + | + | +  | + | + | +  | + | + |  |
| Государственные ценные бумаги РФ                                 | +                               | + | + | +  | + | + | +  | + | + | +   | + | + | +  | + | + |    |   |   |  |
| Государственные ценные бумаги субъектов РФ                       | +                               | + | + | +  | + | + | +  | + | + | +   | + | + | +  | + | + |    |   |   |  |
| Муницип. ценные бумаги   | +                               | + | + | +  | + | + | +  | + | + | +   | + | + | +  | + | + |    |   |   |  |
| Облигации российских хозяйств. обществ                           | +                               | + | + | +  | + | + | +  | + | + | +   | + | + | +  | + | + |    |   |   |  |
| Ценные бумаги иностр. государств                                 | +                               | + | + | +  | + | + | +  | + | + | +   | + | + | +  | + | + |    |   |   |  |
| Ценные бумаги международных финансовых организаций               | +                               | + | + | +  | + | + | +  | + | + | +   | + | + | +  | + | + |    |   |   |  |
| Облигации иностр. коммерч. организаций                           | +                               | + | + | +  | + | + | +  | + | + | +   | + | + | +  | + | + |    |   |   |  |
| ИП открытых ПИФ категории ФДР                                    | +                               | + | + | +  | + | + | +  | + | + | +   | + | + | +  | + | + |    |   |   |  |
| ИП открытых ПИФ категории ФО                                     |                                 |   |   | +  | + | + | +  | + | + | +   | + | + | +  | + | + |    |   |   |  |
| ИП открытых ПИФ, кроме категории ФФ                              |                                 |   |   |    |   |   |    |   |   |     |   |   | +  | + | + |    |   |   |  |
| ИП открытых ПИФ  |                                 |   |   |    |   |   | +  | + | + | +   | + | + |    |   |   |    |   |   |  |
| ИП интервальных ПИФ категории ФДР                                |                                 | + | + |    | + | + | +  | + | + | +   | + | + | +  | + | + |    |   |   |  |
| ИП интервальных ПИФ категории ФО                                 |                                 |   |   |    | + | + | +  | + | + | +   | + | + | +  | + | + |    |   |   |  |
| ИП интервальных ПИФ, кроме категории ФФ                          |                                 |   |   |    |   |   |    |   |   |     |   |   | +  | + | + |    |   |   |  |
| ИП интервальных ПИФ  |                                 |   |   |    |   |   | +  | + | + | +   | + | + |    |   |   |    |   |   |  |
| ИП закрытых ПИФ, включенные в котировальные списки фондовых бирж |                                 |   |   |    |   |   | +  | + | + | +   | + | + | +  | + | + |    |   |   |  |
| ИП закрытых ПИФ  |                                 |   |   |    |   |   |    | + | + |     | + | + |    | + | + |    |   |   |  |
| Акции рос. открытых АО кроме акций рос. АИФ                      |                                 |   |   |    | + | + | +  |   |   |     |   |   |    |   |   |    |   |   |  |
| Акции рос. открытых АО, кроме акций рос. АИФ категории ФФ        |                                 |   |   |    | + | + | +  | + | + | +   | + | + | +  | + | + | +  |   |   |  |
| Акции рос. открытых АО, кроме акций рос. АИФ категории ФН        |                                 |   |   |    | + | + | +  | + | + | +   | + | + | +  |   |   |    |   |   |  |
| Акции иностранных АО   |                                 |   |   |    | + | + | +  | + | + | +   | + | + | +  | + | + | +  |   |   |  |
| Обыкн. акции рос. закрытых АО                                    |                                 |   |   |    |   |   |    | + | + |     | + | + |    |   |   |    |   |   |  |
| Ценные бумаги, по которым рассчитывается индекс                  |                                 |   |   |    |   |   |    |   |   |     |   |   |    |   |   | +  | + | + |  |

Замечание:

- 1) в таблице 4 состав активов АИФ указанных категорий аналогичен составу активов закрытого паевого инвестиционного фонда соответствующей категории;
- 2) используемые обозначения: о — открытый; и — интервальный; з — закрытый; ФДР — фонд денежного рынка; ФО — фонд облигаций; ФА — фонд акций; ФСИ — фонд смешанных инвестиций; ФФ — фонд фондов; ИФ — индексный фонд; ФН — фонд недвижимости; ФПИ — фонд прямых инвестиций; ИП — инвестиционный пай.

Требования к структуре активов коллективных инвестиционных фондов рассматриваемых категорий представлены в таблице 5. Как видно из таблицы, нормативные требования к структуре активов коллективных инвесторов детализированы для коллективных инвестиционных фондов категории фондов денежного рынка и более укрупнены для фондов других рассматриваемых категорий. Результатом этого является потенциально большее разнообразие инвестиционных портфелей коллективных инвесторов категорий фондов облигаций, фондов акций, фондов смешанных инвестиций, фондов фондов, индексных фондов по значениям риска и доходности.

**Требования к структуре активов паевых и акционерных инвестиционных фондов категорий фондов денежного рынка, фондов облигаций, фондов акций, фондов смешанных инвестиций, фондов фондов и индексных фондов (в %).**

| Активы  | Категория и типы ПИФ и АИФ |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |   |
|---|----------------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|---|
|   | ФДР                        |     |     | ФО  |     |     | ФА  |     |     | ФСИ |     |     | ФФ  |     |     | ИФ  |     |   |
|   | о                          | и   | з   | о   | и   | з   | о   | и   | з   | о   | и   | з   | о   | и   | з   | о   | и   | з |
| Денежные средства во вкладах в одной кредитной организации  | ≤25                        | ≤25 | ≤25 | ≤25 | ≤25 | ≤25 | ≤25 | ≤25 | ≤25 | ≤25 | ≤25 | ≤25 | ≤25 | ≤25 | ≤25 |     |     |   |
| Оценочная стоимость ценных бумаг  | ≤50                        | ≤50 | ≤50 |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |   |
| Оценочная стоимость муниципальных ценных бумаг  | ≤10                        | ≤10 | ≤10 |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |   |
| Оценочная стоимость облигаций российских хозяйственных обществ, облигаций иностранных коммерческих организаций, ценных бумаг международных финансовых организаций и ценных бумаг иностранных государств | ≤10                        | ≤10 | ≤10 |     |     |     | ≤40 | ≤40 | ≤40 |     |     |     |     |     |     |     |     |   |
| Оценочная стоимость государственных ценных бумаг РФ и государственных ценных бумаг субъектов РФ   |                            |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |   |
| Оценочная стоимость государственных ценных бумаг РФ или государственных ценных бумаг субъектов РФ одного выпуска  | ≤35                        | ≤35 |     | ≤35 | ≤35 |     | ≤35 | ≤35 |     | ≤35 | ≤35 | ≤35 | ≤35 | ≤35 |     |     |     |   |
| Оценочная стоимость ценных бумаг, не имеющих признаваемых котировок, за исключением инвестиционных паев открытых ПИФ  | ≤10                        | ≤50 |     | ≤10 | ≤50 |     | ≤10 | ≤50 |     | ≤10 | ≤50 |     | ≤10 | ≤50 |     | ≤10 | ≤50 |   |
| Оценочная стоимость инвестиционных паев ПИФ   | ≤10                        | ≤10 | ≤10 | ≤10 | ≤10 | ≤10 |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |   |
| Доля инвестиционных паев ПИФ в количестве выданных инвестиционных паев этого ПИФ  | ≤30                        | ≤30 | ≤30 | ≤30 | ≤30 | ≤30 |     |     | ≤30 | ≤30 | ≤30 |     | ≤30 | ≤30 | ≤30 |     |     |   |
| Оценочная стоимость акций российских ОАО и акций иностранных АО   |                            |     |     | ≤40 | ≤40 | ≤40 |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |     |   |
| Оценочная стоимость ценных бумаг иностранных государств, ценных бумаг международных финансовых организаций, акций иностранных АО и облигаций иностранных коммерческих организаций                       |                            |     |     | ≤20 | ≤20 | ≤20 | ≤20 | ≤20 | ≤20 | ≤20 | ≤20 | ≤20 | ≤20 | ≤20 | ≤20 |     |     |   |
| Оценочная стоимость ценных бумаг одного эмитента (за исключением государственных ценных бумаг РФ и государственных ценных бумаг субъектов РФ)   |                            |     |     | ≤15 | ≤15 | ≤35 | ≤15 | ≤15 | ≤35 | ≤15 | ≤15 | ≤35 | ≤15 | ≤15 | ≤35 |     |     |   |

| Активы   | Категория и типы ПИФ и АИФ |   |   |     |     |   |     |     |     |     |     |     |     |     |     |    |   |   |
|--|----------------------------|---|---|-----|-----|---|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----|---|---|
|  | ФДР                        |   |   | ФО  |     |   | ФА  |     |     | ФСИ |     |     | ФФ  |     |     | ИФ |   |   |
|  | о                          | и | з | о   | и   | з | о   | и   | з   | о   | и   | з   | о   | и   | з   | о  | и | з |
| Оценочная стоимость акций российских АО и облигаций российских хозяйственных обществ, не включенных в котировальные списки фондовых бирж   |                            |   |   | ≤50 | ≤80 |   | ≤50 | ≤80 |     | ≤50 | ≤80 |     | ≤50 | ≤80 |     |    |   |   |
| Оценочная стоимость акций российских АИФ и инвестиционных паев ПИФ   |                            |   |   |     |     |   | ≤10 | ≤10 | ≤10 | ≤10 | ≤10 | ≤10 |     |     |     |    |   |   |
| Доля обыкновенных акций ЗАО в общем количестве размещенных обыкновенных акций этого АО   |                            |   |   |     |     |   |     | ≤25 | ≤25 |     | ≤25 | ≤25 |     |     |     |    |   |   |
| Оценочная стоимость обыкновенных акций российских ЗАО  |                            |   |   |     |     |   |     |     |     |     | ≤10 |     |     |     |     |    |   |   |
| Оценочная стоимость акций российских АИФ и инвестиционных паев ПИФ, относящихся к категориям фондов недвижимости, ипотечных фондов и фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций |                            |   |   |     |     |   |     |     |     |     |     |     | ≤10 | ≤10 | ≤10 |    |   |   |
| Оценочная стоимость акций одного АИФ (инвестиционных паев одного ПИФ)  |                            |   |   |     |     |   |     |     |     |     |     |     | ≤15 | ≤15 | ≤35 |    |   |   |

*Замечание: требования к структуре активов АИФ аналогичны требованиям к структуре активов закрытого ПИФ*

Анализ состава и структуры активов акционерных и паевых инвестиционных фондов указанных категорий позволяет сделать вывод, что количество значений риска и доходности не ограничивается распределением АИФ и ПИФ по категориям фондов, поскольку внутри конкретной категории для АИФ и каждого типа ПИФ предусмотрены активы, предназначенные только для фонда определенных категории и типа, и особые требования по структуре.

В целом в рамках заданных ограничений на состав и структуру активов инвестиционного фонда конкретной категории АИФ и управляющая компания ПИФ могут выбирать свой состав и структуру активов. Это приводит к тому, что акционерный инвестиционный фонд в зависимости от состава и структуры активов может иметь как минимум восемь значений риска и доходности в своем диапазоне значений, закрытый паевой инвестиционный фонд в зависимости от состава и структуры активов может иметь как минимум десять значений риска и доходности в своем диапазоне значений, открытый и интервальный ПИФ — как минимум шесть.

Как следует из таблиц 4 и 5, инвестиционные фонды категорий фондов денежного рынка, фондов облигаций, фондов акций, фондов смешанных инвестиций, фондов фондов, индексных фондов по своей природе являются в чистом виде портфельными инвестициями, т. е. ориентированы на формирование широко диверсифицированного портфеля активов с целью получения спекулятивного дохода.

АИФ могут иметь, кроме рассмотренных в таблицах 4 и 5, категории фондов недвижимости и фондов прямых инвестиций. Закрытым ПИФ разрешены категории фондов недвижимости, фондов прямых инвестиций, фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций и ипотечных фондов. Общим для состава активов инвестиционных фондов указанных категорий является наличие таких объектов, как денежные средства в валюте Российской Федерации на счетах и во вкладах в кредитных организациях, государственные ценные бумаги Российской Федерации, государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации. В остальном состав активов инвестиционных фондов является уникальным для данной категории и отражает ее название. Состав и структура активов закрытых ПИФ недвижимости подробно рассмотрена, например, в [2].

Другая особенность этих фондов состоит в появлении новых участников в схеме обеспечения функционирования коллективного инвестора. Эта особенность обусловлена требованиями ФСФР к составу и структуре активов данных фондов. Например, в схеме обеспечения функционирования инвестиционных фондов категории фондов недвижимости участвуют также строительные и риэлторские фирмы. Появление новых участников в схеме обеспечения функционирования АИФ и ПИФ связано с появлением новых рисков — рисков этого участника. Следовательно, существенным фактором, влияющим на риск и доходность инвестиционной деятельности коллективного инвестора, является появление в схеме обеспечения функционирования института коллективного инвестирования дополнительных новых участников.

Третья особенность этой группы фондов заключается в снижении требований к диверсификации инвестиционного портфеля фонда. Действительно, требования к составу и структуре активов фондов, относящихся, например, к категории фондов прямых инвестиций, ипотечных фондов, не предусматривают ограничения на одного эмитента. Отсутствуют ограничения на одного эмитента акций и в требованиях к структуре активов закрытых ПИФ категории фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций. Теоретически это связано с отходом от принципа диверсификации, что потенциально повышает риск фондов данных категорий. С другой стороны, отсутствие ограничения на одного эмитента озна-



Продолжение табл. 6

| № п/п | Ключевые активы  | Продолжительность нахождения в портфеле                         | Категория инвестиционного фонда |   |   |             |               |           |     |   |   |             |               |           |    |   |   |             |               |           |
|-------|--|---|---------------------------------|---|---|-------------|---------------|-----------|-----|---|---|-------------|---------------|-----------|----|---|---|-------------|---------------|-----------|
|       |  |   | ФО                              |   |   | ФА          |               |           | ФСИ |   |   | ФФ          |               |           | ИФ |   |   |             |               |           |
|       |  |   | о                               | и | з | о           | и             | з         | о   | и | з | о           | и             | з         | о  | и | з |             |               |           |
| 2.    | Оценочная стоимость акций российских ОАО, акций иностранных АО                                       | Не менее двух третей рабочих дней в течение одного календарного |                                 |   |   |             |               |           |     |   |   |             |               |           |    |   |   |             |               |           |
| 3.    | Оценочная стоимость акций российских АО, за исключением акций российских АИФ, и акций иностранных АО | Не менее двух третей рабочих дней в течение одного календарного |                                 |   |   | Месяца 50 % | Квартала 50 % | Года 50 % |     |   |   |             |               |           |    |   |   |             |               |           |
| 4.    | Оценочная стоимость акций российских АИФ и инвестиционных паев ПИФ                                   | Не менее двух третей рабочих дней в течение одного календарного |                                 |   |   |             |               |           |     |   |   | Месяца 50 % | Квартала 50 % | Года 50 % |    |   |   |             |               |           |
| 5.    | Оценочная стоимость ценных бумаг, по которым рассчитывается индекс                                   | Не менее двух третей рабочих дней в течение одного календарного |                                 |   |   |             |               |           |     |   |   |             |               |           |    |   |   | Месяца 85 % | Квартала 85 % | Года 95 % |

*Замечание: Положением не предусмотрено выделение ключевого вида актива для коллективных инвестиционных фондов категории фондов денежного рынка.*

Ключевой вид актива характеризуется свойственным ему диапазоном значений риска и доходности. Выделение ключевого вида актива коллективных инвестиционных фондов портфельных инвестиций позволяет проранжировать их по уровню риска и доходности. В таблице 7 представлен примерный уровень рискованности российских ПИФ [3]. Накопление и анализ опыта функционирования коллективных инвестиционных фондов позволит уточнить и расширить представление об уровне их рискованности.

Таблица 7

#### Характеристика рисков различных паевых инвестиционных фондов.

| ПИФ                                 | Денежного рынка | Государственных облигаций | Орпоративных облигаций | «Мусорных» облигаций | Индексных акций | Отраслевых акций | Зарубежных акций | Недвижимости | Венчурных инвестиций |
|-------------------------------------|-----------------|---------------------------|------------------------|----------------------|-----------------|------------------|------------------|--------------|----------------------|
| Возможные потери (провалы счета), % | 0,1-1,0         | 1-5                       | 5-10                   | 10-20                | > 20            | > 30             | > 30             | 20-40        | > 50                 |

Таким образом, проведенный анализ показывает, что на риск и доходность коллективного инвестора влияют следующие факторы:

1) возможность использования заемного капитала для финансирования инвестиций;

2) операционная структура коллективного инвестиционного фонда;

3) категория фонда, которая определяется ключевым видом актива.

Результат совместного влияния заемного финансирования (табл. 1), операционной структуры коллективного инвестиционного фонда (табл. 2) и категории фонда (табл. 4, 5, 6 и 7) на потенциальные риск и доходность портфельного коллективного инвестиционного фонда представлен в таблице 8.

Таблица 8

**Совместное влияние источников финансирования инвестиционной деятельности, операционной структуры и категории фонда на риск и доходность института коллективного инвестирования.**

| Вид и тип коллективного инвестиционного фонда | Риск и доходность коллективного инвестиционного фонда в зависимости от источников финансирования инвестиционной деятельности | Риск и доходность коллективного инвестиционного фонда в зависимости от его операционной структуры | Риск и доходность коллективного инвестиционного фонда в зависимости от его категории |    |     |      |
|---|--|---|--|----|-----|------|
|   |  |   | ФДР  | ФО | ФСИ | ФА   |
| Открытый ПИФ                                  | Низкий (ая)  | Низкий (ая)   | +  | ++ | +++ | ++++ |
| Интервальный ПИФ                              | Низкий (ая)  | Средний (ая)  | +  | ++ | +++ | ++++ |
| Закрытый ПИФ                                  | Низкий (ая)  | Высокий (ая)  | +  | ++ | +++ | ++++ |
| АИФ   | Высокий (ая)   | Высокий (ая)  | +  | ++ | +++ | ++++ |

*Замечание: увеличение количества знаков «+» означает увеличение риска и, соответственно, доходности коллективного инвестиционного фонда данного вида, типа и категории.*

Анализ таблицы 8 позволяет сделать вывод о потенциально более высокой подверженности риску, а значит, меньшей надежности, но потенциально большей доходности АИФ по сравнению не только с открытым и интервальным ПИФ, но и закрытым паевым инвестиционным фондом. Такое положение связано с особенностями организационно-правовой формы акционерного инвестиционного фонда и ограничениями на привлечение заемного капитала.

Другой вывод состоит в том, что по составу активов (в зависимости от категории) коллективные инвестиционные фонды можно разделить на две большие группы: коллективные портфельные инвестиции и фонды для квалифицированных инвесторов. Коллективные инвестиционные фонды первой группы являются потенциально более надежными, но и менее доходными и ориентированы на мелкого неискушенного инвестора. Фонды второй группы как потенциально высокорискованные, а значит, и высокодоходные, предназначены для крупных квалифицированных инвесторов.

**СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ**

1. Управление коллективными инвестиционными фондами. Под ред К. Гилкреста. М.: Raster's, 1999. С. 20.
2. Волкова В. М. Закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости. Теория и практика. Учебно-методическое пособие. М.: Учебный центр МФЦ, 2005, С. 19-23.
3. Окулов В. Риски паевых инвестиционных фондов // Ваши личные финансы. Май, 2004. С. 44..