

РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ
МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ
ФЕДЕРАЛЬНОЕ АГЕНТСТВО ПО ОБРАЗОВАНИЮ
ГОУ ВПО ТЮМЕНСКИЙ
ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ

Н. Б. Болдырева

ПОРТФЕЛЬ РИСКОВ
КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО ФОНДА.
ОСОБЕННОСТИ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ
КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТОРА



Издательство
Тюменского государственного университета
2007

УДК 330.322

ББК У264.21

Б 791

Н. Б. Болдырева. ПОРТФЕЛЬ РИСКОВ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО ФОНДА. ОСОБЕННОСТИ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТОРА: Монография. Тюмень: Издательство Тюменского государственного университета, 2007. 168 с.

Рассматриваются актуальные вопросы управления рисками российских коллективных инвестиционных фондов. Сформулирован концептуальный подход к интегрированному (комплексному) управлению рисками на базе стоимости коллективного инвестора. Раскрыты особенности портфеля рисков и свойства системы управления рисками института коллективного инвестирования.

Для государственных служащих, связанных с коллективными инвестициями, директоров и менеджеров акционерных инвестиционных фондов, управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, преподавателей, аспирантов и студентов экономических специальностей, а также для инвесторов и широкого круга читателей, интересующихся вопросами коллективного инвестирования.

РЕЦЕНЗЕНТЫ:

Н. П. Кузнецова — доктор экономических наук, профессор Санкт-Петербургского государственного университета;

И. А. Лиман — доктор экономических наук, профессор Тюменского государственного университета

ISBN 978-5-88081-654-5

© ГОУ ВПО Тюменский государственный университет, 2007

© Издательство ТюмГУ, 2007

© Н. Б. Болдырева, 2007

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	4
ГЛАВА 1. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЙ ПОДХОД К УПРАВЛЕНИЮ РИСКАМИ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО ФОНДА	
§ 1. 1. Основные положения теории управления рисками организации	10
§ 1. 2. Особенности коллективного инвестиционного фонда как носителя рисков	17
§ 1. 3. Системообразующая цель института коллективного инвестирования и ее свойства	26
§ 1. 4. Стоимостной подход к интегрированному управлению рисками коллективного инвестора	43
ГЛАВА 2. ИДЕНТИФИКАЦИЯ И АНАЛИЗ РИСКОВ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО ФОНДА	
§ 2. 1. Риски неформирования института коллективного инвестирования и его ликвидации (прекращения)	55
§ 2. 2. Риски функционирования коллективного инвестора в стандартном режиме и их классификация	76
§ 2. 3. Анализ приемлемого уровня инвестиционного риска коллективного инвестиционного фонда	104
ГЛАВА 3. ОСОБЕННОСТИ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО ФОНДА	
§ 3. 1. Особенности портфеля рисков института коллективного инвестирования	122
§ 3. 2. Ключевые участники управления рисками коллективного инвестора	133
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	148
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ	159

ВВЕДЕНИЕ

История зарубежных коллективных инвестиционных фондов насчитывает свыше 150 лет. Последнее десятилетие характеризуется высокими темпами роста активов инвестиционных фондов. Частные инвесторы в странах с развитым рынком предпочитают инвестиционные фонды непосредственной покупке ценных бумаг. Привлекательность инвестиционных фондов определяется четырьмя основными факторами: профессиональное управление, диверсификация, экономичность и надежность. В целом, ключевым условием успешного функционирования бизнеса коллективного инвестирования выступает стабильное предоставление инвесторам фонда хорошего дохода на вложенные средства.

В нашей стране осенью 2006 г. отрасль коллективного инвестирования отметила свое десятилетие. В России коллективные инвестиционные фонды представлены паевыми и акционерными инвестиционными фондами. Тенденция последнего времени в развитии финансового рынка состоит в значительном росте популярности паевых инвестиционных фондов как средства сбережения и накопления. Если количество работающих паевых инвестиционных фондов в 1997 г. составляло 14, то к концу 2006 г. их количество выросло до 614, которыми управляют 178 управляющих компаний [79].

Иначе складывается ситуация на рынке акционерных инвестиционных фондов. До 1999 г. в России существовало два вида акционерных инвестиционных фондов — чековые инвестиционные фонды, созданные для сбора у населения приватизационных чеков и последующего их вложения в акции приватизируемых предприятий, и инвестиционные фонды, принимавшие в обмен на свои акции только денежные средства.

Последние не приобрели популярности и практически не собирали средств. В настоящее время только 3 бывших чековых фонда (из более 700 существовавших в России) привели свои учредительные документы в соответствие с текущим законодательством и зарегистрированы Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг РФ (ныне Федеральная служба по финансовым рынкам России) в качестве инвестиционных фондов: «Детство-1» и «Защита» под управлением управляющей компании «Ермак» и инвестиционный фонд недвижимости «ПИОГЛОБАЛ» под управлением «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент» [56, с. 9].

В 2005 г. интерес к акционерным инвестиционным фондам опять повысился. В январе Федеральная служба по финансовым рынкам России (далее по тексту — ФСФР) выдала первую лицензию акционерному инвестиционному фонду, созданному с нуля. Санкт-Петербургская управляющая компания «Свиньин и партнеры» первой в России создала акционерный инвестиционный фонд недвижимости ОАО «Инвестиционный фонд «Реддер» [79].

В современных условиях очевидным является факт растущего интереса розничного инвестора к коллективным инвестиционным фондам и расширения доступности инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов широким слоям населения, в том числе проживающим в удаленных регионах страны. Действительно, если в конце 2005 г. количество ненулевых счетов рыночных пайщиков, по данным Национальной лиги управляющих [79], составляло 131 тыс., то по состоянию на конец 2006 г. их число выросло до 330 тыс. Аналитики прогнозируют дальнейший рост числа владельцев инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов. Инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов можно купить в 240 городах нашей страны.

В этих условиях вопросы обеспечения надежности и доходности институтов коллективного инвестирования выходят на передний план.

Надежность инвестиционного фонда рассматривается как антитеза его рискованности. Риск, являясь неотъемлемым элементом экономической, политической и социальной жизни общества, неизбежно сопровождает все направления и сферы деятельности любой организации, функционирующей в рыночных условиях, и выступает как неопределенная возможность потерь в виде недополучения доходов, дополнительных расходов, потери собственных ресурсов и т.п. Следовательно, надежность и доходность коллективного инвестиционного фонда коррелируют между собой. Причем в этой цепочке фактору надежности принадлежит ведущая, определяющая роль.

Поэтому высокая надежность коллективных инвестиционных фондов, ориентированных на привлечение сбережений широких слоев населения, рассматривается в качестве одного из основных условий успешного развития институтов коллективного инвестирования.

Пристальное внимание к надежности коллективного инвестора вызвано потенциально высокой уязвимостью, чувствительностью к риску коллективного инвестиционного фонда. Данное обстоятельство не является «капризом» менеджмента. Это объективное условие функцио-

нирования коллективного инвестора, основной вид деятельности которого — инвестирование.

В силу этого создание целостной системы управления рисками коллективного инвестиционного фонда представляется актуальной задачей. Качество управления рисками коллективного инвестирования выступает решающим фактором обеспечения безопасности и стабильности как отдельных институтов коллективного инвестирования, так и отрасли в целом.

Имеются серьезные исследования (Р. М. Качалов, Г. Б. Клейнер, Г. В. Чернова и др.) в области управления рисками хозяйственной деятельности производственного предприятия. Повышенное внимание к этим вопросам вполне объяснимо. Хозяйственный риск производственного предприятия, действующего на рынке ресурсов, товаров и услуг, в той или иной мере присутствует всегда, т. е. уровень хозяйственного риска никогда не бывает нулевым. Поэтому достижение экономически устойчивого положения и укрепление потенциала производственного предприятия невозможны без создания эффективной системы управления рисками его деятельности.

Если вопросы управления рисками банковского сектора финансового рынка постоянно находятся в центре внимания регулирующих органов, то этого нельзя сказать о небанковских институтах финансового рынка, в частности, институтах коллективного инвестирования.

В экономической периодике представлено достаточное количество публикаций, в которых раскрываются конкретные риски коллективного инвестиционного фонда. В то же время все они отличаются отсутствием системного подхода к исследованию данного вопроса и поэтому не позволяют получить ответ на такие принципиальные вопросы, как:

- какова цель и критерий эффективности управления рисками коллективного инвестиционного фонда и можно ли ее (его) измерить;
- каковы особенности портфеля рисков коллективного инвестора;
- какими свойствами должна обладать система управления рисками института коллективного инвестирования;
- каков состав участников управления рисками коллективного инвестиционного фонда и др.

Исследованию этих вопросов и посвящена данная монография. В ней обобщены и систематизированы имеющиеся теоретические и методологические материалы, касающиеся управления риска-

ми организации. Продолжая и развивая достижения отечественных и зарубежных исследователей теории риска, автор предлагает ее представление, основанное на изучении законов и принципов теории систем и теории организации.

В монографии излагается стоимостной подход к интегрированному управлению рисками коллективного инвестиционного фонда, вытекающий из взгляда на бизнес коллективного инвестирования как на систему.

Управление рисками в соответствии с общими положениями теории управления распадается на два основных этапа: идентификацию и анализ рисков и разработку управляющих воздействий, т. е. собственно управление риском. Ключевым этапом процедуры управления рисками организации является идентификация и анализ рисков организации. От его успешной реализации в значительной степени зависит эффективность управления рисками организации.

В монографии на основе изучения законодательных и нормативных правовых актов, регулирующих функционирование коллективных инвестиционных фондов в нашей стране, анализа практики функционирования паевых инвестиционных фондов проводится идентификация, анализ и классификация рисков института коллективного инвестирования с точки зрения системообразующей цели коллективного инвестиционного фонда, раскрываются особенности портфеля рисков коллективного инвестора и выявляются основные участники управления рисками института коллективного инвестирования. Центральное место в книге занимает рассмотрение стоимостного подхода к интегрированному управлению рисками коллективного инвестиционного фонда.

Поставленные задачи определили и логику исследования. В первой главе монографии раскрывается методологический подход к управлению рисками коллективного инвестиционного фонда. Анализируя положения теории управления рисками организации, автор приходит к выводу о том, что одним из главных вопросов теории является вопрос о стратегической цели функционирования организации, которая рассматривается не только как цель и критерий эффективности управления организацией, но и как цель и критерий эффективности управления всеми рисками функционирования организации в совокупности. Другими словами, современный подход к управлению рисками

организации состоит в ориентации на общую оценку совокупности рисков организации с учетом взаимосвязи между рисками, т. е. должен носить комплексный, интегрированный характер.

Управление риском, являясь важной составной частью общего менеджмента организации, не может быть обособлено от основной сферы деятельности организации и должно соответствовать институциональным характеристикам ее функционирования. Характеристики коллективного инвестиционного фонда как носителя рисков раскрываются в § 1. 2 первой главы книги. Знание этих особенностей позволяет сделать ряд выводов о свойствах системы управления рисками коллективного инвестиционного фонда. Один из выводов касается стратегической цели института коллективного инвестирования, которая одновременно выступает его системообразующей целью. Требования к системообразующей цели коллективного инвестиционного фонда формулируются в § 1. 3 первой главы. Здесь же, а также в § 1. 4 приводится обоснование системообразующей цели коллективного инвестиционного фонда, которая состоит в увеличении стоимости института коллективного инвестирования. Доказывается, в частности, что стоимость коллективного инвестора потенциально учитывает все риски его функционирования и может рассматриваться в качестве критерия эффективности интегрированного управления рисками данной организации.

Стратегическая цель управления институтом коллективного инвестирования — создание стоимости для его владельцев — определяет и главный риск функционирования организации. Однако чтобы рисками можно было управлять, необходимо выделить конкретные риски и установить их соподчиненность. Стоимостной подход к идентификации рисков коллективного инвестиционного фонда и построению их иерархии предполагает рассмотрение в качестве главного риска функционирования института коллективного инвестирования риск снижения стоимости организации и через установление причинно-следственных связей (выявление факторов главного риска первого уровня, второго уровня и т. д.). Наконец, стоимостной подход к интегрированному управлению рисками коллективного инвестиционного фонда позволяет оценить их совокупное влияние на стоимость коллективного инвестиционного фонда и может быть использован для выявления ключевых рисков, влияние которых на стоимость бизнеса коллективного инвестирования является наиболее существенным.

Ключевым этапом процесса управления рисками выступает идентификация и анализ рисков, который начинается с подробного изучения отдельных рисков организации. Идентификации и анализу рисков коллективного инвестиционного фонда на основе стоимостного подхода посвящена вторая глава книги.

Управление рисками предполагает не только формулировку самой концепции управления риском, но и знание свойств системы управления риском, учет специфики портфеля рисков организации. Особенности портфеля рисков института коллективного инвестирования, свойства системы управления рисками и ключевые участники управления рисками коллективного инвестиционного фонда раскрываются в третьей главе монографии с использованием результатов исследования, проведенного в первых двух главах.

Множество рисков института коллективного инвестирования, выявленное во второй главе книги, объединяется на основании иных группировочных признаков в крупные группы, характеризующиеся общими свойствами и общими подходами к воздействию на риск, что дает цельную, комплексную картину рисков, с которыми сталкивается организация. Наконец, комплексный анализ рисков позволяет выявить источники возникновения риска и с учетом результатов предыдущего анализа (в частности, положения о необходимости управления рисками на двух уровнях — государственном и институциональном) раскрыть свойства системы управления рисками коллективного инвестиционного фонда и определить ключевых участников управления рисками.

Внедрение стоимостного подхода к управлению рисками организации может обеспечить современный бизнес коллективного инвестирования перспективным и эффективным инструментом оценки его текущего и будущего состояний. Это будет способствовать созданию объективных предпосылок роста эффективности и повышения стабильности функционирования российских коллективных инвестиционных фондов.

ГЛАВА 1. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЙ ПОДХОД К УПРАВЛЕНИЮ РИСКАМИ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО ФОНДА

§ 1. 1. Основные положения теории управления рисками организации

Имеются серьезные исследования зарубежных и отечественных ученых (Р. М. Качалов, Г. Б. Клейнер, Н. В. Хохлов, Г. В. Чернова, Маккарти Мэри Пэт, Флинн Тимоти П. и др.) в области управления рисками хозяйственной деятельности производственного предприятия. Наиболее последовательно основные положения теории управления рисками изложены в книге Г. В. Черновой, А. А. Кудрявцева [69].

Обзор, систематизация и обобщение публикаций по вопросам анализа, оценки и управления риском показывают, что понятие риска не является элементарным, и до настоящего момента отсутствует общепринятое определение риска. Анализ многочисленных характеристик риска позволяет выделить два основных подхода. Первый подход сводится к рассмотрению риска как такового, как самостоятельного явления, существующего независимо от других явлений и процессов. Второй — касается риска, возникающего в процессе функционирования организации.

Последний подход отражает новую, комплексную, интегрированную модель риск-менеджмента в организации. Она характеризуется тем, что управление рисками перестает быть заботой отдельных специалистов, а выходит на новый, стратегический уровень. Риск сопутствует любому виду деятельности любой организации. Поэтому необходимо понимание риска с позиций бизнеса в целом.

В то же время, несмотря на различие в подходах к определению риска, исследователи единодушны в том, что, во-первых, риск возникает тогда, когда решения принимаются при наличии нескольких альтернатив, риск связан с неопределенной возможностью наступления неблагоприятного события, имеет субъективно-объективную природу.

Во-вторых, риск не существует сам по себе, а всегда является атрибутом, свойством какой-либо деятельности.

В-третьих, последствия риска, в конечном счете, для организации в целом связаны с финансовыми результатами.

В-четвертых, управление риском является важной составной частью общего менеджмента организации, что означает его соответствие стратегии развития организации и институциональным особенностям ее функционирования.

В-пятых, единство системы управления риском и общего менеджмента организации проявляется, прежде всего, на уровне согласования целей. Цели управления риском должны быть согласованы с целями и миссией организации. Главной целью системы управления рисками, критерием эффективности управления рисками, как и любого другого управления, является обеспечение успешного функционирования организации в условиях риска и неопределенности, т. е. достижение ею своей стратегической цели и реализация миссии.

В-шестых, управление рисками должно носить комплексный, интегрированный характер, что означает ориентацию на общую оценку совокупности рисков организации с учетом взаимосвязи между рисками.

В-седьмых, управление рисками должно быть эффективным, т. е. система управления рисками должна преодолевать негативные последствия возникновения неблагоприятных ситуаций при минимальном объеме соответствующих ресурсов.

Таким образом, риск представляет собой неопределенную возможность осуществления неблагоприятного события при реализации решения по достижению стратегической цели функционирования организации. Поэтому для выявления источников и классификации рисков, связанных с функционированием организации, первостепенное значение имеет формулировка стратегической цели ее функционирования. Следовательно, существует непосредственная связь между рисками функционирования организации и ее основной, стратегической целью функционирования.

Рассмотрение риска по отношению к стратегической цели организации позволяет сформулировать главный (общий) риск функционирования организации, связанный с отклонением от ее стратегической цели, выявить источники (факторы) этого общего риска (откуда может появиться угроза движению к достижению цели) и определить риск, проистекающий из каждого из выявленных источников. Таким образом, реализация этого подхода позволяет говорить об иерархической системе рисков функционирования организации и является всегда результатом конкретного исследования.

Роль всякой категории раскрывается в тех функциях, которые она выполняет в науке и практике. Соответственно, сущность риска, рассматриваемого в выше приведенном смысле, т. е. как риска в процессе функционирования организации, следует связать с выяснением тех функций, которые он выполняет в процессе функционирования организации в условиях неопределенности.

Мнения исследователей по выделению функций риска также не являются однозначными. Довольно развернутый анализ точек зрения по этому вопросу можно найти в книге Р. М. Качалова [28]. Большинство авторов выделяют в качестве наиболее важных четыре функции риска: аналитическую, инновационную, регулятивную и защитную. Отметим, что, несмотря на свою самостоятельность, эти функции проявляются в тесной взаимосвязи друг с другом. Раскроем в общих чертах содержание функций риска.

Аналитическая функция обусловлена необходимостью выбора одного из возможных вариантов решений по достижению цели функционирования организации. Анализ всех выявленных возможных альтернатив производится с учетом их доходности и рискованности. В условиях риска альтернативные варианты решения обладают различной степенью сложности, поэтому для выбора наилучшего решения используются специальные методы анализа.

Большинство финансовых компаний добиваются успеха, становятся конкурентоспособными через внедрение новых технологий, освоение новые финансовых продуктов и услуг, разработку новых торговых стратегий на финансовом рынке, т. е. на основе инновационной деятельности. Как известно, инновационный тип деятельности связан с риском. По мнению исследователей [21; 28; 29 и др.] риск является одним из сильнодействующих факторов движения, источником развития предпринимательской деятельности. Таким образом, инновационная функция риска проявляется через стимулирование поиска и принятие нетривиальных, нетрадиционных решений.

Регулятивная функция риска проявляется в двух формах: конструктивной и деструктивной. Конструктивная форма регулятивной функции заключается в том, что сознательное и ответственное принятие риска играет роль катализатора экономической активности, поскольку, как правило, рискованные решения ориентированы на получение значимых результатов нетрадиционными методами. В то же время сознательное и ответственное отношение к риску

предполагает разработку и внедрение мероприятий по риск-менеджменту, поскольку риски в процессе функционирования организации являются в значительной степени управляемым процессом. Но управлять можно только познанным риском, следовательно, риск надо изучать, анализировать его проявления в процессе функционирования организации, что подтверждает значимость аналитической функции риска.

Вместе с тем риск может стать проявлением авантюризма, если решение принимается в условиях неполной информации без учета закономерностей развития явления, что в конечном итоге может привести к разорению и потере бизнеса. В этом случае риск выступает в качестве дестабилизирующего фактора. Для снижения дестабилизирующего влияния риска на функционирование организации необходимо усилить конструктивную составляющую по линии управления риском на государственном уровне. Другими словами, деструктивная форма регулятивной функции риска предполагает обязательное государственное управление риском в процессе функционирования организации.

Наличие предпринимательского риска является оборотной стороной экономической свободы, предоставленной предпринимателю в условиях рыночной экономики. Поэтому, если для предпринимателя риск является нормальным состоянием, то должно быть и терпимое отношение к неудачам. Следовательно, инициативные предприниматели нуждаются в правовых, политических и экономических гарантиях, исключающих в случае неудачи наказание и стимулирующих оправданный риск. Доказано, что в процесс с неопределенным результатом вовлекаются с большей готовностью, если имеются гарантии правовой защиты, гарантии сохранности капитала [28, с. 36]. В этом состоит защитная функция риска, реализация которой тесно связана с регулятивной функцией.

Рассмотрение функций риска раскрывает его двойственную природу. Реализация риска, с одной стороны, связана со значительными возможными потерями, с другой стороны, риск является источником возможной прибыли, источником развития организации. Для того чтобы ограничить нежелательные проявления риска и усилить желательные, им необходимо управлять. Но к управлению риском необходимо подходить дифференцированно. Учитывая его двойственную природу, следует выделять два уровня управления риском: государственное управление и управление риском на уровне организации (институциональный уровень управления риском).

Государственное управление (регулирование) рисками позволяет решать социальные, экономические и иные макросистемные (общегосударственные) задачи.

Двойственная природа риска выдвигает в качестве основной задачи предпринимателя не отказ от риска вообще, а выбор решений, связанных с приемлемым риском. Сущность приемлемого риска раскрыта, например, в работах Р. М. Качалова [28], Г. В. Черновой и А. А. Кудрявцева [69]. Концепция приемлемого риска основывается на предположении о том, что в большинстве ситуаций невозможно полностью избавиться от риска. По этой причине защита от риска состоит не в том, чтобы сделать бизнес абсолютно безопасным, а в том, чтобы снизить риск до уровня, когда он перестает быть угрожающим.

Устойчивое функционирование организации в значительной степени зависит от того, насколько полно в ее деятельности учитываются все риски. Риски, по своей сути, и являются теми возмущениями, которые приводят в конечном итоге к отклонению от основной, стратегической цели функционирования организации.

Отсюда естественно возникает задача управления рисками в процессе функционирования организации. В соответствии с общими положениями теории управления эта задача распадается на две подзадачи: идентификацию и анализ рисков и разработку управляющих воздействий, т. е. собственно управление риском.

Идентификация и анализ рисков являются ключевым этапом процесса управления рисками. Его содержание всесторонне раскрыто Г. В. Черновой, А. А. Кудрявцевым [69]. Задача идентификации и анализа рисков функционирования организации заключается в выявлении рисков, проведении подробной классификации выявленных рисков, определении возможных масштабов нежелательных последствий проявления рисков и определении влияния каждого риска на достижение цели функционирования организации, в построении и анализе цепочек нежелательного развития событий при действии тех или иных рисков после принятия конкретного решения, в выборе и оценке показателей величины риска, а также в установлении механизмов и моделей взаимосвязи показателей и факторов риска.

Собственно управление риском предполагает, прежде всего, выбор метода воздействия на риск. В настоящее время теории и практике известны разнообразные методы управления риском. Развернутый анализ методов управления рисками проведен Г. В. Черновой и

А. А. Кудрявцевым [69]. Поэтому возникает проблема оценки сравнительной эффективности методов воздействия на риск для выбора наилучшего из них. Необходимость подобной процедуры выбора связана с различной результативностью методов управления риском и разным объемом ресурсов, требуемых для их реализации.

Оценка эффективности применения того или иного метода управления риском зависит от критерия, который положен в основу сравнения. По нашему мнению, в качестве критерия экономической эффективности применения методов управления риском можно использовать оценку их влияния на достижение основной, стратегической цели организации. Предпочтение должно быть отдано тому методу управления риском, применение которого в максимальной степени способствует достижению стратегической цели организации.

Но это лишь одна сторона вопроса. Как было показано выше при анализе функций риска, управление риском должно осуществляться на двух уровнях: уровне государства и институциональном уровне. Поэтому не менее важным вопросом является распределение функций и полномочий по управлению рисками между этими уровнями.

Управление рисками функционирования организации включает в себя разработку и реализацию экономически обоснованных для данной организации управляющих воздействий на риски для обеспечения достижения стратегической цели функционирования организации. В вопросе о направлении управляющих воздействий на риски среди исследователей также нет единого мнения. Большинство исследователей рассматривает риск как нежелательное явление. В настоящее время прослеживается и другое отношение к риску. Современная теория и практика управления рисками развиваются в отношении к риску не только как к нежелательному свойству неопределенности будущих событий, но и как к источнику новых положительных, прибыльных, желательных возможностей, т. е. риск рассматривается как источник развития организации [63]. Анализ функций риска подтверждает правильность этого подхода.

Другими словами, речь идет о двух типах рисков: риске-негативе и риске-позитиве [63]. От первого следует уклоняться или минимизировать его действие, второй следует искать и целесообразно принимать, поскольку в нем потенциально содержится желаемый результат. Иначе, действие одних возмущений нужно «гасить» или ослаблять, действие других — усиливать.

Современное представление риска, заключающееся в понимании его как опасности, неопределенности будущего и как новой возможности, обуславливает отработку каждой части этого определения на разных уровнях системы управления рисками, поскольку каждая из выделенных концептуальных компонент риска имеет свои тенденции, в том числе последствия, в соответствии с развитием глобальной экономической активности.

Уровень государственного регулирования, как правило, занимается риском как опасностью, поскольку одной из основных целей государственного регулирования экономики является защита законных прав и интересов инвесторов. Государственное регулирование не может предотвратить все риски функционирования организации, но оно может стимулировать процесс управления риском на уровне организации, способствуя созданию и следя за действием установленной законом системы управления риском.

Одним из способов управления риском как опасностью является законодательное установление уровня приемлемого риска (т. е. снижение риска до уровня, когда он перестает быть угрожающим, путем наложения соответствующих ограничений).

Уровень организации должен заниматься всеми концептуальными компонентами риска, т. е. и риском как опасностью, неопределенностью будущего, и риском как источником развития. Это обусловлено наличием противоречивых тенденций в функционировании организации как проявления относительной самостоятельности и взаимосвязи функций риска: с одной стороны, стремлением руководства сохранить бизнес, а с другой, — получить наибольшую прибыль. При этом внутри организации чем выше уровень руководителя, тем меньше, как правило, он занимается риском как опасностью, и тем больше — как источником новых возможностей.

В то же время остается открытым вопрос о том, какие риски опасности, неопределенности будущего оставить для управления на уровне организации, а какие передать на уровень государственного регулирования. По нашему мнению, решение этого вопроса надо искать в природе рисков-опасностей, сопровождающих функционирование организации. Другими словами, это предполагает классификацию рисков функционирования организации по источнику их возникновения.

Таким образом, содержание основных положений теории управления рисками позволяет заключить, что одним из основных вопросов теории является вопрос об основной, стратегической цели функционирования организации. Стратегическая цель рассматривается не только как цель и критерий эффективности управления организацией, но и как цель и критерий эффективности управления всеми рисками функционирования организации в совокупности.

По нашему мнению, эти концептуальные положения носят общий, универсальный характер и должны приниматься во внимание при разработке системы управления рисками организаций любого масштаба и сферы деятельности, с учетом специфики последних.

§ 1. 2. Особенности коллективного инвестиционного фонда как носителя рисков

Управление риском, являясь важной составной частью общего менеджмента организации, должно соответствовать стратегии ее развития и институциональным особенностям функционирования организации. Управление риском не может быть обособлено от основной сферы деятельности организации, поскольку в конечном итоге риск-менеджмент предназначен для ее обслуживания.

Развернутую характеристику коллективного инвестиционного фонда можно найти, например, в книге Н. Б. Болдыревой [3]. Здесь же ограничимся рассмотрением особенностей института коллективного инвестирования как носителя рисков, существенных с точки зрения управления рисками.

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.

В организации и функционировании коллективных инвестиционных фондов участвует достаточно большая кооперация исполнителей.

Перечень субъектов, в наибольшей степени влияющих на функционирование акционерного и паевого инвестиционных фондов, а также система их взаимоотношений, представлены на рис. 1. 1, 1. 2 и 1. 3. Названные субъекты взаимодействуют между собой. Направления и условия взаимодействия прописаны в нормативных правовых актах и определены в соответствующих договорах.

Управляющая компания может выступать в роли единоличного исполнительного органа акционерного инвестиционного фонда (далее по тексту — АИФ) в случае заключения с ней договора о передаче полномочий единоличного исполнительного органа акционерного инвестиционного фонда (см. рис. 1.1). В противном случае она выполняет функции доверительного управляющего АИФ в соответствии с договором доверительного управления, становясь при этом самостоятельным субъектом отношений коллективного инвестирования (см. рис. 1.2).

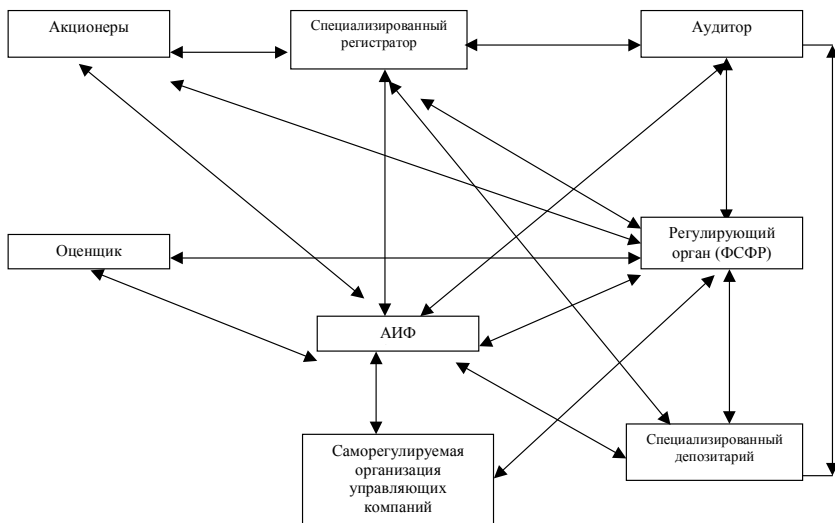


Рис. 1. 1. Общая схема обеспечения функционирования акционерного инвестиционного фонда (управляющая компания — единоличный исполнительный орган АИФ)

Особенностью состава участников схемы обеспечения функционирования паевого инвестиционного фонда (далее по тексту — ПИФ) является присутствие агентов по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев. Участие специализированного регистратора необходимо только в случае, если специализированный депозитарий ПИФ по договору с управляющей компанией фонда не берет на себя обязанности по ведению реестра владельцев инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда. ПИФ не выделен в качестве самостоятельного звена, поскольку, представляя собой имущественный

комплекс без образования юридического лица, он не является субъектом отношений коллективного инвестирования (см. рис. 1. 3).

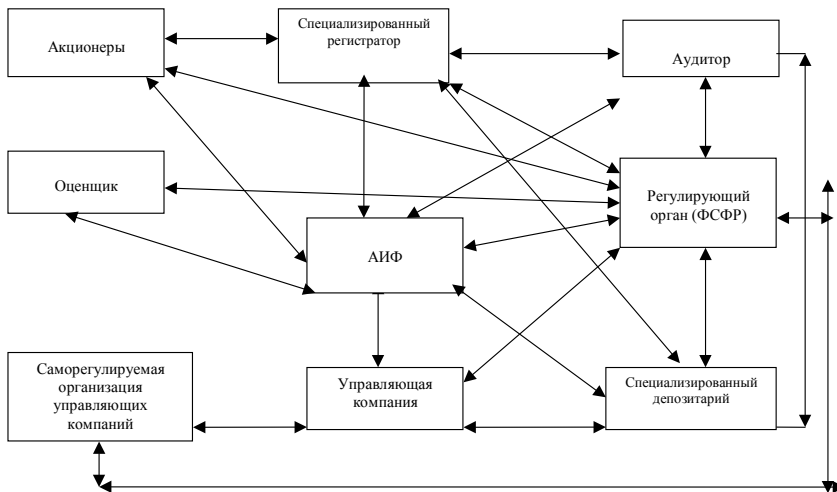


Рис. 1. 2. Общая схема обеспечения функционирования акционерного инвестиционного фонда (управляющая компания — самостоятельный субъект отношений)

Схемы обеспечения функционирования коллективных инвестиционных фондов представляют собой совокупность субъектов и отношений между ними по коллективному инвестированию. Можно выделить три группы отношений между участниками схем коллективного инвестирования: отношения управления, возникающие тогда, когда осуществляются функции и полномочия управления; отношения, охватывающие отдельные функции управления (функцию контроля); отношения, не являющиеся отношениями управления.

Первая группа отношений — отношения управления представлена отношениями ФСФР с саморегулируемой организацией управляющих компаний, с управляющей компанией АИФ и управляющей компанией ПИФ, специализированным депозитарием, специализированным регистратором, с акционерным инвестиционным фондом. Отношения саморегулируемой организации управляющих компаний с управляющей компанией АИФ и управляющей компанией ПИФ, являющихся ее членами, также носят характер отношений между субъектом и объектом в системе управления.

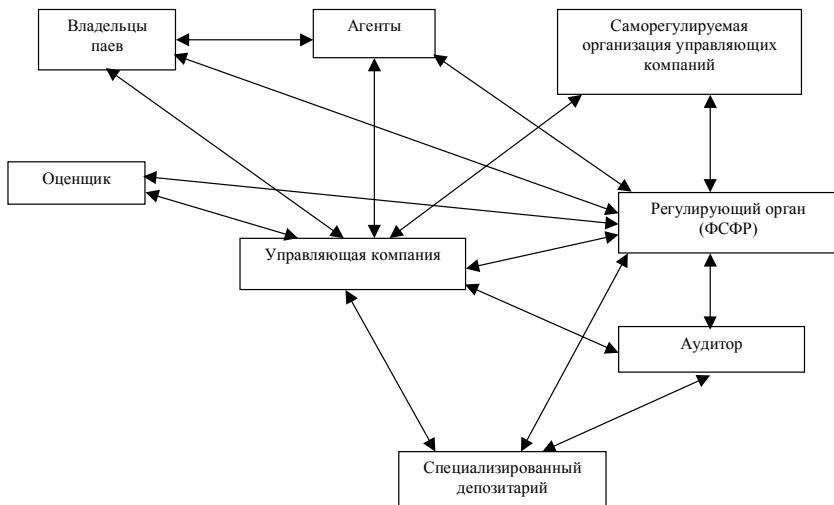


Рис. 1. 3. Общая схема обеспечения функционирования паевого инвестиционного фонда

Вторую группу отношений формируют отношения аудитора с акционерным инвестиционным фондом и управляющей компанией ПИФ, предусматривающие контроль со стороны аудитора по вопросам его компетенции; отношения специализированного депозитария с управляющей компанией и торговыми агентами; отношения управляющей компании ПИФ с агентами по выдаче, обмену и погашению инвестиционных паев.

Отношения остальных субъектов схем коллективного инвестирования образуют третью группу. К ним относятся отношения между АИФ и управляющей компанией ПИФ, с одной стороны, и специализированным регистратором, и независимым оценщиком, с другой; отношения между инвесторами и акционерным инвестиционным фондом и управляющей компанией ПИФ, между инвесторами и ФСФР.

Связи между субъектами отношений коллективного инвестирования, характеризующие отношения управления, существуют в общей совокупности всех связей в схеме обеспечения функционирования коллективного инвестиционного фонда, но они, представляя

собой совокупность связей общей целеустремленности, согласованности действий, являются особенными и возникают только тогда, когда осуществляются функции и полномочия управления.

Анализ схем обеспечения функционирования акционерного и паевого инвестиционных фондов позволяет идентифицировать их как социально-экономическую систему, т. е. как организацию.

Исследование системных свойств коллективных инвестиционных фондов [3] позволяет сделать следующие выводы:

- коллективные инвестиционные фонды являются открытыми, замкнутыми, большими, сложными социально-экономическими системами, включающими систему управления;

- составляющие их элементы сами могут представлять собой открытые, замкнутые социально-экономические системы. Коллективный инвестиционный фонд как социально-экономическая система представляет совокупность различных видов деятельности (управление инвестициями, ведение реестра владельцев инвестиционных паев, учет и хранение имущества коллективного инвестора и др.);

- важнейшими эмерджентными интересами коллективного инвестиционного фонда как большой, сложной системы является достижение системообразующей цели, которая не сводится к целям составляющих его элементов, и обеспечение устойчивости функционирования коллективного инвестора и его развитие;

- системообразующая цель обеспечивает целостность коллективного инвестора как системы. Но разрозненные элементы объединяются в систему для реализации предназначения (миссии) этой организации. В свою очередь, миссия определяет стратегическую цель организации. Следовательно, системообразующая цель института коллективного инвестирования является одновременно и его стратегической целью;

- окружающая среда коллективных инвестиционных фондов представлена различными сегментами финансового рынка, институтами, с которыми взаимодействуют инвестиционные фонды в процессе своего функционирования, финансовыми институтами — конкурентами акционерных и паевых инвестиционных фондов в борьбе за сбережения населения и характеризуется относительной нестабильностью, неразвитостью финансовых инструментов и услуг;

- динамический характер коллективному инвестиционному фонду придает его окружающая среда. Развитие финансового рынка, его инструментальной базы и институтов, конкурирующих с коллек-

тивным инвестором в борьбе за привлечение накоплений и сбережений, влечет совершенствование и развитие самого коллективного инвестора;

— замкнутость системы управления коллективным инвестиционным фондом порождает проблему обеспечения ее устойчивости, одновременно создавая условия для развития системы. Многозвенность системы коллективного инвестирования повышает ее неустойчивость, т. е. неустойчивость является имманентным свойством коллективного инвестора. Аккумулирование институтами коллективного инвестирования сбережений населения усиливает значение проблемы обеспечения устойчивости их функционирования;

— управление социально-экономической системой возможно благодаря принципу обратной связи. Природа, направленность и степень совершенства обратной связи в системе оказывают решающее влияние на ее устойчивость. Для обеспечения устойчивости при управлении большими, сложными системами могут вводиться перекрестные обратные связи по промежуточным внутренним координатам объекта;

— при управлении коллективными инвестиционными фондами как многокоординатными объектами используются перекрестные стабилизирующие связи между двумя или несколькими звеньями по отдельным координатам. ФСФР осуществляет контроль деятельности АИФ, управляющей компании, специализированного депозитария, регистратора, саморегулируемой организации управляющих компаний. Деятельность управляющей компании, специализированного депозитария, АИФ контролирует также аудитор. Саморегулируемая организация управляющих компаний контролирует деятельность управляющей компании АИФ и управляющей компании ПИФ. Специализированный депозитарий осуществляет контрольные функции в отношении управляющей компании. В то же время АИФ и управляющая компания ПИФ контролируют деятельность обеспечивающих субъектов коллективного инвестирования, с которыми они заключили договоры, поскольку в соответствии с действующим законодательством отвечают за выполнение всех функций по управлению и административному обеспечению коллективного инвестиционного фонда;

— как большие, сложные системы коллективные инвестиционные фонды характеризуются разнообразием, т. е. имеют множество различных состояний системы, значений ее характеристик и т. д. Задача управления состоит в уменьшении разнообразия управляемой системы, в идеале — в сведении множества всех ее состояний,

возможных как результат влияния среды или действия внутренних причин, к подмножеству, включающему лишь состояния, оптимальные по отношению к системообразующей цели;

— в соответствии с законом необходимого разнообразия для управления большой, сложной системой управляющая система должна иметь значительное собственное разнообразие, что достигается структуризацией управляющей системы через формирование взаимодействующих подсистем управления, каждая из которых решает некоторую частную задачу в условиях относительной самостоятельности. При этом в управляющей системе необходим центральный орган управления, функцией которого является координация действий подсистем, т. е. стимулирование и регламентация их деятельности, обеспечивающие согласование собственных интересов подсистем с целью (интересами) всей системы. Сложная многофункциональная и многоуровневая структура управляющей подсистемы коллективных инвестиционных фондов, включает государственное регулирование, саморегулирование, аудит, управление на уровне организации, в том числе систему внутреннего контроля.

Таким образом, коллективный инвестиционный фонд представляет собой большую, сложную, открытую, замкнутую, динамическую, целеориентированную социально-экономическую систему, связанную специфическими отношениями с ее внешней средой, и построен в соответствии с классической схемой системы управления.

Важнейшей особенностью институтов коллективного инвестирования является потенциально высокая уязвимость, чувствительность к риску коллективных инвесторов, что обусловлено рядом причин.

Во-первых, как известно, деятельность на финансовом рынке сама по себе связана с высокими рисками. Операции на финансовом рынке являются хрестоматийным примером предпринимательской деятельности, в основе которой лежит именно использование ситуаций повышенного риска. Финансовые организации берут на свой баланс крупные риски, способные повлиять на ход экономического развития, а сами рынки, на которых они работают, очень динамичны и требуют мгновенной реакции регулятора для осуществления контроля над этими рисками. По этой причине в финансовых учреждениях уделяется пристальное внимание управлению рисками. Риск — это их кровный бизнес. Рынок ценных бумаг является в свою очередь высокорискованным сегментом финансового рынка, на котором и сконцентрирована дея-

тельность коллективных инвесторов. Общий экономический климат, в том числе нестабильность экономики и ограниченность финансового рынка, существенно увеличивают спектр и величину потенциальных финансовых рисков коллективных инвесторов. Такие условия усложняют управление риском и делают потребность в эффективном управлении более настоятельной.

Во-вторых, состав субъектов отношений коллективного инвестирования разнообразен. На деятельность коллективного инвестора влияют разные группы с различными взаимными интересами, достигаемыми посредством этой организации. Наконец, каждый из субъектов отношений коллективного инвестирования, может иметь свои цели, отличные от целей, миссии институтов коллективного инвестирования, и даже противоречащие им. В связи с этим встает задача согласования этих целей.

В-третьих, каждый участник схемы коллективного инвестирования является носителем своих, свойственных его деятельности рисков, которые накладываются на риски коллективного инвестора и расширяют его портфель рисков.

В-четвертых, институты коллективного инвестирования характеризуются высокой сферой распространения связанных с ними рисков (высокой подверженностью рискам), поскольку работают со средствами большого числа инвесторов, прежде всего, сбережениями населения, в том числе наименее социально защищенными слоями населения, которые не являются специалистами в области финансов, что чревато социальными взрывами и конфликтами.

В-пятых, важнейшим активом институтов коллективного инвестирования является доверие к ним инвесторов, поскольку коллективное инвестирование предполагает добровольное вложение временно свободных денежных средств инвесторов, что невозможно без обеспечения высокого уровня надежности институтов коллективного инвестирования (обеспечения условий и создания надежных механизмов инвестирования средств населения).

В то же время никакой коллективный инвестор не может заслужить доверия инвесторов, если его не снискали другие коллективные инвесторы. Другими словами, на рынке коллективных инвестиций имеет место эффект «цепной реакции». Потеря доверия инвесторов в результате крупного скандала, в ходе которого они лишились своих денег, чревато прекращением бизнеса, на восста-

новление которого уйдут годы. Это возлагает на органы надзора особую ответственность за стабильность функционирования институтов коллективного инвестирования.

Основная задача любой организации как социально-экономической системы состоит в обеспечении своей экономической устойчивости. По нашему мнению, экономическая устойчивость является синонимом надежности функционирования организации. В свою очередь, надежность функционирования организации является антитезой ее рискованности, а факторы риска — проявлением реальной угрозы экономической устойчивости организации. Поэтому стратегия экономической устойчивости организации должна базироваться на соответствующей концепции управления рисками функционирования организации, системно увязывающей рассмотрение всех аспектов деятельности организации с ее системообразующей целью.

Исследователи единодушны в том, что устойчивое функционирование организации возможно только в том случае, если организация проводит планомерную и систематическую работу по снижению возможных потерь, связанных с реализацией рисков в своей деятельности. Это предполагает включение функции управления риском в общую систему управления организацией.

По нашему мнению, управление организацией финансовой сферы, какими являются институты коллективного инвестирования, по сути своей должно быть управлением рисками этой организации. Во-первых, как было отмечено выше, функционирование коллективного инвестора направлено на достижение системообразующей цели, которая одновременно является его стратегической целью. Особенность стратегического управления состоит в значительной отдаленности результатов реализации запланированных стратегических решений от момента их рассмотрения и принятия. В этих условиях неопределенная возможность отклонения от стратегической цели, связанная с возмущающими воздействиями, порождаемыми как окружающей средой, так и особенностями функционирования самой организации, является существенной. Следовательно, возмущающие воздействия представляют собой риски функционирования коллективного инвестиционного фонда по определению, поскольку их влияние на стратегическую цель функционирования коллективных инвесторов носит случайный неопределенный характер.

Во-вторых, вся деятельность организаций финансовой сферы, в том числе коллективных инвестиционных фондов, по существу

построена на использовании ситуаций повышенного риска, поскольку портфель рисков финансовой организации обязательно включает группу рисков финансового рынка. Это объективное условие функционирования финансовой компании, основным видом деятельности которой является инвестиционная.

В-третьих, управление сбережениями частных мелких инвесторов, на которые ориентированы коллективные инвестиционные фонды, делает их социально ответственными и требует в силу эффекта «цепной реакции» высокой надежности их функционирования.

По нашему мнению, управление бизнесом коллективного инвестирования по своей сути есть не что иное, как управление рисками функционирования коллективного инвестиционного фонда, но сформулированное в терминах риск-менеджмента. В мире, где большинство важнейших решений имеют непредсказуемые последствия, не существует разницы между управлением организацией и ее риск-менеджментом. Следовательно, системные свойства институтов коллективного инвестирования являются одновременно и свойствами системы управления рисками функционирования коллективного инвестиционного фонда.

§ 1. 3. Системообразующая цель института коллективного инвестирования и ее свойства

Единство системы управления риском и общего менеджмента коллективного инвестиционного фонда проявляется, прежде всего, на уровне согласования целей. Цели управления риском должны быть согласованы с целями и миссией коллективного инвестора. Главной целью системы управления рисками, критерием эффективности управления рисками, как и общего менеджмента, является обеспечение успешного функционирования института коллективного инвестирования в условиях риска и неопределенности, т. е. достижение организацией своей системообразующей, стратегической цели и реализация миссии. Другими словами, вопрос о цели управления рисками, или, что то же самое, о критерии эффективности управления рисками — это вопрос о цели управления коллективным инвестиционным фондом, т. е. его системообразующей цели.

Сформулируем требования к системообразующей цели организации.

Во-первых, системообразующая цель должна соответствовать миссии организации, конкретизировать ее. Достижение системообразующей цели должно обеспечивать реализацию миссии организации.

Миссия определяет суть деятельности организации, причины ее существования, показывает, какую человеческую потребность удовлетворяет организация. Если организация рассчитывает на длительный период своего функционирования и развитие, то ее миссия должна быть социально-ориентированной и общественно полезной.

Во-вторых, системообразующая цель должна быть измерима. Это означает выбор показателя, который будет использоваться в качестве меры цели. Если цель нельзя измерить, это свидетельствует о неверно сформулированной цели.

В-третьих, системообразующая цель должна иметь ориентацию во времени, что означает возможность оценить степень достижения цели в каждый конкретный момент времени. Выполнение этого требования обеспечивает реальность и достижимость системообразующей цели.

В-четвертых, системообразующая цель должна обеспечить целостность социально-экономической системы, т. е. достижение системообразующей цели организации должно быть выгодно всем ее участникам.

В-пятых, системообразующая цель должна обеспечить приоритет интересов (целей) собственников организации.

В условиях реформирования российской экономики в отечественную финансовую теорию постепенно внедряется современная зарубежная концепция управления предприятием [19; 20; 33; 53; 77 и др.]. В основу ее положено понимание того факта, что при управлении предприятием должны учитываться потребности и интересы всех заинтересованных групп, прямо или косвенно связанных с деятельностью предприятия, с учетом приоритета потребностей и интересов его собственников. Именно с собственником предприятия связывается основная, стратегическая цель финансового управления предприятием, которая состоит в максимизации благосостояния собственника (англ. wealth — богатство, благосостояние).

Такой подход к определению стратегической цели предприятия называют «принципом собственника», потому что он подразумевает функционирование компании в интересах тех лиц, на средства которых существует предприятие, т. е. в интересах владельцев капитала. Этот принцип основывается на предпосылке, что собственники начали это предприятие, обосновали его необходимость, про-

должают определять его основные цели и юридически, по крайней мере, являются его действительными владельцами.

Вместе с тем общепризнанного достаточно строгого определения собственника предприятия в настоящее время в отечественной литературе не выработано. В связи с этим хотелось бы обратить внимание на понятие «собственника предприятия», данное В. В. Ковалевым [30], как одну из первых попыток определения данного понятия, предпринятых отечественными учеными, и которое по содержанию соответствует «принципу собственника» и раскрывает его.

Ключевыми в определении собственника предприятия являются следующие положения:

- собственник предприятия — это лицо (группа лиц), являющееся владельцем капитала и непосредственно предоставившее свой капитал для создания (учреждения) предприятия и (или) финансирования его деятельности;

- без капитала собственника бизнес не может быть создан и не может функционировать;

- собственник предприятия имеет интерес в активах предприятия (бизнесе) с целью получения определенного эквивалента вложенных им средств в виде доли в текущих прибылях или через механизмы рынка и после ликвидации бизнеса;

- собственник предприятия может участвовать в управлении бизнесом, но как правило, собственник крупного бизнеса передает функции по управлению этим бизнесом наемным профессиональным менеджерам, оставляя за собой право влиять на решения, принимаемые менеджментом, и контролировать его деятельность.

Поскольку в функционировании предприятия участвуют различные субъекты со своими целями, реализуемыми посредством данного предприятия (как правило, эти цели, в конечном счете, сводятся к получению определенной материальной выгоды), то необходимо обеспечить достижение ими этих целей. Обеспечение приоритета интересов собственника предприятия реализуется по остаточному принципу, т. е. после удовлетворения требований всех остальных участников бизнеса. Существенным для обеспечения приоритета интересов собственников предприятия является наличие ограничений сверху на интересы остальных участников бизнеса, зафиксированных в условиях договоров. В то же время интерес собственника не ограничен.

Предприятие, с точки зрения участвующих в его функционировании субъектов, представляет собой социально-экономическую

систему, посредством которой ее участники обеспечивают достижение ими своих целей, т. е. организацию. Поэтому изложенные выше положения о собственнике предприятия могут быть распространены и на собственника организации.

В-шестых, системообразующая цель должна носить обобщающий характер, т. е. должна включать другие цели организации в качестве необходимых условий ее достижения.

Обычно в качестве критериев эффективности управления институтом коллективного инвестирования рассматриваются его доходность, риск и платежеспособность. По нашему мнению, системообразующая цель организации должна включать в себя эти цели в качестве необходимых, но не достаточных условий ее достижения. Это позволяет говорить о возможности построения дерева целей организации, вершиной которого является системообразующая цель.

В-седьмых, показатель, используемый для измерения системообразующей цели организации, должен представлять собой одновременно интегральную оценку портфеля рисков организации, т. е. должен учитывать влияние всех рисков, присущих организации в момент измерения показателя, и потенциально могущих проявиться в любой другой момент времени.

Обоснование системообразующей цели коллективного инвестирования основывается, в первую очередь, на формулировке миссии коллективного инвестора. При определении миссии коллективного инвестора необходимо оттолкнуться от природы этой организации как института финансового рынка, ориентированного на удовлетворение определенных потребностей населения.

Все схемы коллективного инвестирования объединяет то, что выполнение взятых перед инвестором (владельцем инвестиционных паев, акционером) обязательств осуществляется путем управления (инвестирования) аккумулированными сбережениями и средствами, накопленными в процессе такого управления. Средства населения, аккумулируемые коллективным инвестором, инвестируются в различные активы в соответствии с инвестиционной декларацией для того, чтобы обеспечить максимальную доходность инвестиций при приемлемом уровне инвестиционного риска с целью увеличения сбережений для приобретения товаров длительного пользования либо удовлетворения каких-либо отложенных потребностей.

С другой стороны, необходимо принимать во внимание и макроэкономическую роль институтов коллективного инвестирования.

Коллективное инвестирование, имея достаточно длительный инвестиционный период, является одним из механизмов трансформации сбережений в инвестиции в реальный сектор экономики, предоставляя финансовые ресурсы для экономического роста страны.

При определении миссии надо, в первую очередь, исходить из потребностей тех участников бизнеса, которые, являясь владельцами финансовых ресурсов, предоставили их для создания и функционирования бизнеса. Без аккумуляции определенной величины финансовых ресурсов, иного имущества (например, недвижимого имущества и прав на недвижимое имущество для АИФ и закрытых ПИФ) невозможно функционирование коллективного инвестора, какую бы высокую цель ни преследовал законодатель.

Таким образом, можно заключить, что основное предназначение коллективных инвесторов заключается в повышении уровня жизни (благосостояния) населения, доходов юридических лиц, предоставивших свои сбережения и иное имущество для коллективного инвестирования, через эффективное использование этих сбережений и иного имущества. Другими словами, миссия коллективных инвесторов состоит в повышении благосостояния собственников капитала через эффективное управление этим капиталом.

Формулировка миссии в свою очередь позволяет сформулировать системообразующую, стратегическую цель коллективного инвестирования. Эта цель, по нашему мнению, состоит в таком управлении коллективным инвестором, которое обеспечило бы увеличение его стоимости для собственников организации.

Прежде всего, определимся с понятием стоимости организации. Для этого вновь обратимся к зарубежному опыту. В основе современной зарубежной концепции управления предприятием лежит предположение о том, что для собственников предприятия наиболее важным вопросом является рост их благосостояния, измеряемого стоимостью предприятия, которым они владеют. «Стоимость предприятия» (англ. value — стоимость, ценность, оценка) определяется в неразрывной связи с ее экономической ценностью. Теоретико-экономическое содержание понятия «ценность» можно найти, например, в работах С. П. Богачева, В. В. Ковалева, Л. Д. Ревуцкого [24; 30; 31; 54] и др.

С точки зрения цели исследования позиция указанных авторов представляется вполне обоснованной. Согласно ей экономическая цен-

ность характеризуется определенной значимостью объекта, его полезностью в системе экономических отношений. При этом при измерении экономической ценности коммерческой организации за основу принимаются отношения собственности.

В свою очередь экономическая ценность, полезность предприятия как денежное выражение его стоимости заключается в способности предприятия генерировать будущие денежные доходы. В системе управления стоимостью основной является модель дисконтированного денежного потока (англ. Discounted cash flow). Согласно этой модели стоимость предприятия (PV) считается равной приведенной (настоящей) стоимости совокупных чистых доходов (т. е. доходов, очищенных от затрат), ожидаемых к получению его собственниками [19; 77]:

$$PV = \sum_{t=1}^k \frac{X_t}{(1+r_t)^t},$$

где X_t — чистый доход, ожидаемый к получению в t -м году;

r_t — норма доходности, требуемая владельцами предприятия в t -м году (альтернативные издержки привлечения капитала);
 $t = 1, 2, \dots, k$;

k — срок жизни предприятия.

Коллективный инвестиционный фонд относится к категории финансовых компаний с преобладающей долей финансовых активов (акций, корпоративных облигаций, векселей, государственных ценных бумаг и др.). Согласно закону сохранения стоимости [19, с. 71; 928; 77, с. 85] стоимость коллективного инвестора определяется стоимостью составляющих его финансовых активов. Стоимость финансового актива также считается равной приведенной стоимости потока чистых доходов, генерируемых данным активом, и оценивается на основе модели дисконтированного денежного потока.

Итак, стоимость коллективного инвестора, понимаемая в выше приведенном смысле, должна оцениваться с позиции его собственника. При определении собственников института коллективного инвестирования необходимо принимать во внимание его организационно-экономические особенности [3].

Паевой инвестиционный фонд представлен как обособленный имущественный комплекс, не являющийся юридическим лицом. В состав

данного комплекса входит как имущество, переданное в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления, так и имущество, полученное в процессе такого управления. Доля в праве собственности на данное имущество удостоверяется ценной бумагой — инвестиционным паем, выдаваемой управляющей компанией.

Таким образом, владельцем и поставщиком капитала, необходимого для образования фонда и последующего его функционирования, выступают физические и юридические лица — владельцы инвестиционных паев. Они получают определенный эквивалент вложенных ими средств при погашении паев, а также при прекращении ПИФ. Владельцы инвестиционных паев закрытых ПИФ имеют право на получение дохода от доверительного управления имуществом, составляющим этот ПИФ.

Владельцы инвестиционных паев являются собственниками паявого инвестиционного фонда по определению и в соответствии с законом. Федеральным законом от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» [66] установлено, что имущество ПИФ является общим имуществом владельцев инвестиционных паев и принадлежит им на праве общей долевой собственности.

Акционерный инвестиционный фонд является коммерческой организацией и создается как открытое акционерное общество, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты, предусмотренные Федеральным законом «Об инвестиционных фондах».

Уставный капитал АИФ делится на определенное количество именных обыкновенных акций, выдаваемых в обмен на вклад, которыми владеют его участники. Вклады же поступают в полное распоряжение (собственность) акционерного общества. По своей операционной структуре АИФ является инвестиционным фондом закрытого типа. Фонд закрытого типа продает свои акции без права и обязательства выкупать их у держателя, кроме случаев, предусмотренных Федеральным законом от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» [65] и Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» [66]. Следовательно, ликвидность акций АИФ обеспечивается только обращением на рынке.

Акционеры — владельцы обыкновенных акций АИФ — могут участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем

вопросам его компетенции, а также имеют право на получение дивидендов, а в случае ликвидации общества — право на получение части его имущества.

Таким образом, владельцем и поставщиком капитала, необходимого для создания АИФ и последующего его функционирования, и собственником фонда выступают физические и юридические лица — акционеры АИФ.

Управление коллективным инвестором, как было показано выше, должно быть ориентировано на стоимость организации. Правила присвоения денежной оценки экономической ценности организации могут быть разными. В связи с этим возникает вопрос о показателе, с помощью которого можно наилучшим образом измерить стоимость организации. По нашему мнению, ответ на этот вопрос дает применение оценочного подхода.

Использование стоимости института коллективного инвестирования в качестве системообразующей цели означает, что коллективный инвестор должен быть создан и не должен быть ликвидирован (прекращен) досрочно, т. е. является действующим предприятием. Кроме того, коллективные инвестиционные фонды являются финансовыми компаниями с преобладающей долей финансовых активов. Для оценки стоимости такого рода организаций адекватным считается применение имущественного (затратного) подхода [22].

Имущественный (затратный) подход к оценке бизнеса реализуется, как правило, методом накопления активов [22]. Использование этого метода предполагает оценку суммы рыночной или ликвидационной стоимости активов организации за вычетом ее совокупной кредиторской задолженности (заемного капитала) на момент оценки. При этом в расчет следует принимать все активы, которые находятся в фактической собственности либо распоряжении организации.

В случае паевого и акционерного инвестиционных фондов к таким активам следует отнести закрепленную клиентуру (владельцев инвестиционных паев, акционеров), обученный персонал (прежде всего, портфельные менеджеры в управляющей компании, менеджмент АИФ), деловую репутацию (прежде всего, акционерного инвестиционного фонда, управляющей компании и специализированного депозитария АИФ и ПИФ) и пр.

В рамках затратного подхода можно выделить ряд вспомогательных методов оценки, позволяющих определить рыночную стоимость

активов организации адекватными методами (вложения в ценные бумаги, портфель валют, недвижимость и т. д.) и ее обязательств.

Таким образом, согласно методу накопления активов, стоимость коллективного инвестиционного фонда (V) представляет собой стоимость чистых активов (СЧА) и определяется как:

$$V = \sum_{i=1}^n A_i - D ,$$

где n — количество видов активов в инвестиционном фонде;

A_i — рыночная стоимость i -го актива, $i=1, 2, \dots, n$;

D — заемный капитал (сумма задолженности инвестиционного фонда на момент оценки).

В настоящее время нет однозначного определения понятия «рыночная стоимость». Не ясно, как соотносится это понятие с «истинной стоимостью», «справедливой стоимостью» актива. Как следует из самого названия, понятие «рыночная стоимость» актива означает оценку стоимости актива рынком. Но при этом требует уточнения вопрос о том, каким условиям должен удовлетворять рынок, оценивающий стоимость актива.

В российской практике стало вполне нормальным выводить понятие рыночной стоимости исходя из содержания ст. 3 Федерального закона № 135-ФЗ от 29 июля 1998 г. «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» [64]. Ст. 7 указанного закона предусмотрено определять иные термины, в частности «справедливая стоимость», как рыночную стоимость. Как правило, рыночная стоимость финансовых активов, если актив является ликвидным или хотя бы регулярно котируемым, берется с фондового рынка. В противном случае рыночная стоимость актива специально оценивается исходя из ожидаемых по активу доходов.

В соответствии с методом накопления активов общий подход к оценке кредиторской задолженности (заемного капитала) предприятия и его дебиторской задолженности состоит в том, что в расчет берутся их текущие стоимости [22, с. 20].

Необходимо также учесть, что управляющей компании ПИФ запрещено привлекать заемный капитал, разве что только с целью погашения инвестиционных паев в случае недостатка денежных средств фонда. При этом срок привлечения заемного капитала управляющей компанией ПИФ не может превышать трех месяцев, включая срок пролонгации. Поэтому при оценке стоимости чистых акти-

вов ПИФ, учитывая краткосрочность заемного капитала, из рыночной стоимости активов ПИФ надо просто вычесть сумму долга.

АИФ не имеет ограничений на размер и сроки привлекаемого заемного капитала. Федеральным законом «Об акционерных обществах» предусмотрен лишь порядок одобрения крупной сделки и сделки с заинтересованностью советом директоров (наблюдательным советом) АИФ и общим собранием акционеров. Следовательно, срок заимствования в общем случае может составлять несколько лет. Поскольку оценивается стоимость организации как действующей, то организация не будет погашать свой долг сразу. Это требование формально учитывается путем дисконтирования будущих платежей (процентов и основной суммы долга) по долгу.

Таким образом, применение оценочного подхода позволило обосновать возможность и правомерность использования показателя стоимости чистых активов для измерения стоимости коллективных инвестиционных фондов.

Покажем, что увеличение стоимости коллективного инвестиционного фонда, измеренной как стоимость чистых активов, отвечает всем требованиям, которые предъявляются к системообразующей цели, и, следовательно, может рассматриваться в качестве системообразующей цели коллективного инвестора.

Стоимость чистых активов как мера стоимости института коллективного инвестирования может регулярно оцениваться по мере необходимости, что свидетельствует о реальности и достижимости этой цели.

Порядок и минимальная частота оценки СЧА коллективного инвестиционного фонда устанавливается нормами регулирования [43]. Это, естественно, не исключает возможности несовершенства методики, применяемой для оценки СЧА инвестиционного фонда. Главное в том, что существует алгоритм измерения стоимости чистых активов АИФ.

Системообразующая цель должна обеспечивать согласование интересов (целей) всех участников схемы коллективного инвестирования при условии приоритета интересов (целей) собственников организации.

Покажем, что в увеличении стоимости коллективного инвестиционного фонда заинтересованы все субъекты отношений коллективного инвестирования. Для этого рассмотрим очередность распределения денежного потока, генерируемого коллективным инвестором, в соответствии с требованиями Федерального закона «Об инвестиционных фондах», Федерального закона «Об акционерных обществах» и др. нормативных правовых актов Правительства РФ и ФСФР России.

В ПИФ доходом владельца инвестиционного пая является разница между ценой погашения инвестиционного пая и ценой его выдачи. Понятно, что для получения дохода цена погашения пая должна быть больше цены его выдачи. В основе цены пая лежит его расчетная стоимость. Цена пая может отличаться от его расчетной стоимости на величину скидки или надбавки в зависимости от того, определяется ли цена выдачи или цена погашения пая. При этом законодателем установлен максимальный размер надбавки (1,5% расчетной стоимости инвестиционного пая) и максимальный размер скидки (3% расчетной стоимости инвестиционного пая).

Расчетная стоимость инвестиционного пая определяется как отношение стоимости чистых активов ПИФ, рассчитанной на день не ранее дня принятия заявок на приобретение, погашение или обмен инвестиционных паев, на количество инвестиционных паев, указанное в реестре владельцев инвестиционных паев этого ПИФ. В свою очередь, стоимость чистых активов фонда представляет собой разницу между рыночной стоимостью активов фонда и величиной его обязательств, подлежащих исполнению за счет указанных активов. Подробный перечень обязательств управляющей компании ПИФ, подлежащих исполнению за счет имущества, составляющего ПИФ, методы оценки их величины приведены в Положении о порядке и сроках определения стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов, стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов, расчетной стоимости инвестиционных паев инвестиционных фондов, а также стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов в расчете на одну акцию (утв. приказом ФСФР от 15 июня 2005 г. № 05-21/пз-н) [43].

За счет имущества, составляющего ПИФ, производятся расходы, связанные с доверительным управлением паевым инвестиционным фондом, в том числе с содержанием имущества, составляющего фонд, а также с совершением сделок с указанным имуществом; погашаются обязательства управляющей компании ПИФ по выплате денежной компенсации при погашении инвестиционных паев; возмещаются собственные денежные средства управляющей компании, использованные ею для выплаты денежной компенсации в связи с погашением инвестиционных паев; погашаются займы и кредиты, полученные управляющей компанией этого фонда для погашения инвестиционных паев; выплачивается доход от доверительного управле-

ния имуществом закрытого ПИФ владельцам инвестиционных паев этого фонда; выплачиваются вознаграждения управляющей компании, специализированному депозитарию, лицу, осуществляющему ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщику и аудитору паевого инвестиционного фонда. Поскольку ПИФ не является юридическим лицом, то отсутствует налог на прибыль. Оставшиеся средства поступают в распоряжение собственников ПИФ, которые их реинвестируют либо получают в качестве денежных доходов при погашении инвестиционных паев.

Акционерный инвестиционный фонд представляет собой имущественный комплекс, находящийся в собственности акционерного общества и учитываемый на его самостоятельном балансе. Источником имущества АИФ являются вклады (взносы) его участников (акционеров), обмениваемые на определенное количество акций, а также инвестиционный доход, получаемый в результате управления инвестиционными резервами АИФ управляющей компанией фонда. Имущество АИФ подразделяется на имущество, предназначенное для инвестирования (инвестиционные резервы или активы АИФ), и имущество, предназначенное для обеспечения деятельности его органов управления и иных органов АИФ, в соотношении, определенном уставом АИФ. Таким образом, за счет денежного потока, генерируемого АИФ, прежде всего удовлетворяются интересы участников, обеспечивающих деятельность органов управления и иных органов акционерного инвестиционного фонда.

За счет активов АИФ производятся расходы, связанные с управлением инвестиционными резервами акционерного инвестиционного фонда, в том числе с содержанием имущества, составляющего фонд, а также с совершением сделок с указанным имуществом; погашаются займы и кредиты, полученные АИФ; выплачиваются вознаграждения управляющей компании, специализированному депозитарию, регистратору, оценщику и аудитору акционерного инвестиционного фонда, вознаграждение посреднику, участвующему в размещении дополнительных акций общества посредством подписки; выплачивается вознаграждение и (или) компенсируются расходы, связанные с исполнением членами совета директоров (наблюдательного совета) своих функций; начисленные, но не выплаченные дивиденды по акциям АИФ; отчисления на формирование резервного фонда до достижения им размера, установленного уставом общества.

Договором между акционерным инвестиционным фондом и управляющей компанией может быть предусмотрена выплата дополнительного вознаграждения управляющей компании за счет доходов от управления акционерным инвестиционным фондом.

Кроме того, в цепочке очередности участников этой схемы на удовлетворение имущественных интересов появляется еще один участник, представленный государством, которое собирает налоги с прибыли бизнеса, преследуя цель наполнения бюджета. Поскольку АИФ является юридическим лицом, то он платит налог на прибыль организаций. Оставшиеся средства поступают в распоряжение собственников и собственно образуют стоимость чистых активов АИФ. Эти денежные средства реинвестируются и (или) выплачиваются акционерам в форме дивидендов.

Акционерный инвестиционный фонд не гарантирует выплату дивидендов акционерам — владельцам обыкновенных акций. Решение о выплате (объявлении) дивидендов принимается общим собранием акционеров. Размер годовых дивидендов не может быть больше рекомендованного советом директоров (наблюдательным советом) АИФ. В конечном итоге размер дивидендных выплат по обыкновенным акциям зависит от результатов деятельности фонда, прежде всего, инвестиционной. Однако на выбор решения могут повлиять и иные факторы, например, необходимость вложения средств в развитие материальной базы акционерного инвестиционного фонда, ожидаемое ухудшение рыночной конъюнктуры, реорганизация АИФ и т. д. В то же время выплата дивидендов по акциям рассматривается в качестве одного из факторов, определяющих стоимость акций.

Однако отсутствие законодательных механизмов предотвращения злоупотреблений и недобросовестных невыплат дивидендов может привести к тому, что аккумулированные средства, которые можно было бы выплатить акционерам как дивиденды, будут использоваться исполнительным органом в своих интересах.

Таким образом, собственники акционерного и паевого инвестиционных фондов оказываются последними в очереди на удовлетворение своих интересов. В этих условиях для поддержания их заинтересованности в развитии бизнеса необходимо ввести ограничения на максимальный размер требований к бизнесу со стороны других его участников, что и сделано законодателем. Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» предусматривается определение в ус-

таве АИФ соотношения, в котором имущество фонда подразделяется на инвестиционные резервы и на имущество, предназначенное для обеспечения деятельности его органов управления и иных органов АИФ. Операционные расходы ограничены размером комиссии брокера, биржи, согласованной в соответствующих договорах. Кроме того, регулятором установлено, что за счет имущества, составляющего ПИФ, возмещаются расходы, связанные с доверительным управлением фондом, при условии, что возможность их возмещения за счет указанного имущества предусмотрена правилами доверительного управления фондом (см. Письмо ФСФР от 23 декабря 2004 г. № 04-ОВ-01/12334 «О расходах, связанных с доверительным управлением паевым инвестиционным фондом и возмещаемых за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд») [39], которые подлежат обязательной регистрации ФСФР России.

Федеральным законом «Об акционерных обществах» максимальный размер вознаграждения посредника, участвующего в размещении дополнительных акций общества посредством подписки, установлен на уровне 10% цены размещения акций. Размер резервного фонда предусматривается уставом общества, но не менее 5% от его уставного капитала. Размер вознаграждений и компенсаций расходов членам совета директоров устанавливается решением общего собрания акционеров.

Требования кредиторов ограничены процентными ставками и суммами, подлежащими возврату, по кредитным договорам. При этом законодательно введено ограничение на совокупный объем задолженности, подлежащей погашению за счет имущества, составляющего ПИФ, по всем договорам займа и кредитным договорам (не более 10% стоимости чистых активов ПИФ).

Управляющая компания ПИФ может использовать для выкупа инвестиционных паев собственные денежные средства, при этом взимание процентов управляющей компанией за пользование ее денежными средствами не допускается. Следовательно, управляющая компания лишь в крайнем случае использует этот вариант погашения инвестиционных паев, поскольку он связан с отвлечением денежных средств из оборота, которые к тому же не будут приносить доход.

В схеме обеспечения функционирования АИФ не предусмотрено ограничений на размер и сроки привлечения заемного капитала акционерным инвестиционным фондом. Использование заемного капитала создает эффект финансового рычага, который состоит в увеличении

потенциального риска и дохода. Порядок одобрения крупной сделки и сделки с заинтересованностью советом директоров (наблюдательным советом) АИФ и общим собранием акционеров, предусмотренный федеральным законом «Об акционерных обществах», призван контролировать, в том числе, риски использования заемного капитала. Ограничения на привлечение заемного капитала устанавливаются, в конечном счете, рынком и фиксируются в условиях кредитных договоров. Вознаграждения управляющей компании, специализированного депозитария, регистратора, оценщика, аудитора АИФ также оговариваются в соответствующих договорах. Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» предусмотрено, что их сумма не должна превышать 10 % стоимости чистых активов АИФ и стоимости чистых активов ПИФ.

Интересы государства по наполнению бюджета будут удовлетворены при налогообложении прибыли АИФ, доходов акционеров и доходов владельцев инвестиционных паев. Требования государства устанавливаются законодательно и измеряются налоговыми ставками.

Таким образом, денежные средства в виде стоимости чистых активов, остающиеся в распоряжении владельцев инвестиционных паев — собственников ПИФ и акционеров — собственников АИФ, формируются по остаточному принципу. В то же время интересы других субъектов схемы обеспечения функционирования АИФ и ПИФ ограничены условиями договора, который заключает с ними акционерный инвестиционный фонд и управляющая компания паевого фонда. А в этом и состоит один из основополагающих принципов обеспечения интересов собственников и других участников бизнеса.

Вместе с тем собственники-владельцы акций АИФ несут дополнительный риск, обусловленный организационно-экономическими особенностями акционерного инвестиционного фонда. В АИФ этот риск связан не столько с противоречием интересов акционеров и менеджеров инвестиционного фонда (ФЗ «Об инвестиционных фондах» предусмотрены механизмы, сглаживающие эти противоречия), сколько с противоречием интересов акционеров-миноритариев и мажоритарных акционеров АИФ. Дело в том, что интересы мажоритарных акционеров, имеющих реальные возможности провести свои кандидатуры в члены совета директоров, могут реализовываться за счет акционеров-миноритариев. В АИФ права (полномочия) общего собрания акционеров в значительной мере смещены в сторону совета директоров через введение нормы о заочной форме голосования.

С одной стороны, это оправдано большими сложностями, а зачастую и невозможностью проведения общего собрания акционеров в очной форме. Заочная форма голосования является по сути своей голосованием в интересах членов совета директоров. Это противоречие может привести к утрате акционерным инвестиционным фондом признака коллективности и превращением его в инструмент обогащения членов совета директоров и контролирующих акционеров.

Интересы акционеров АИФ реализуются также при продаже акций фонда на вторичном рынке при условии превышения цены продажи акций над ценой их приобретения. Цена на акции АИФ устанавливается в зависимости от соотношения спроса и предложения в силу его закрытой операционной структуры. Акции акционерного инвестиционного фонда могут продаваться и покупаться по цене, значительно отличающейся от стоимости чистых активов фонда в расчете на акцию. Обычно акции закрытых фондов обращаются на вторичном рынке по цене меньшей, чем стоимость чистых активов в расчете на акцию (т. е. с дисконтом), хотя величина дисконта может быть различной [62, с. 28]. В то же время динамика цены акции, стихийно устанавливаемая рынком, соотносится в большой степени с динамикой стоимости чистых активов фонда в расчете на одну акцию.

Снятие ограничений на размер требований любого из участников схемы обеспечения функционирования коллективных инвестиционных фондов приведет к тому, что кто-то из участников этой схемы (в зависимости от того, на каком уровне очередности будут сняты ограничения) и во всех случаях собственники (акционеры и владельцы инвестиционных паев) не удовлетворят свои имущественные интересы, связанные с получением дохода.

Таким образом, согласование интересов участников институтов коллективного инвестирования обеспечивается долей каждого участника в стоимости коллективного инвестора (как правило, эта доля заранее фиксируется) и в первоочередном порядке ее получения по сравнению с собственником капитала. Собственник капитала получает свой доход по остаточному принципу. Приоритет интересов собственника обеспечивается ограничением максимального размера вознаграждения других участников коллективного инвестора, отсутствием ограничений на максимальный размер вознаграждения для собственника.

Покажем обобщающий характер стоимости коллективного инвестора, измеряемой стоимостью чистых активов, в качестве системообразующей цели коллективного инвестирования.

На рынке коллективных инвестиций в качестве показателей, оценивающих эффективность коллективных инвестиционных фондов, используются показатели доходности, риска и платежеспособности. По нашему мнению, эти показатели имеют важное значение для успешного функционирования институтов коллективного инвестирования, но не исчерпывают всех факторов, определяющих реализацию ими своей миссии. В то же время, эти критерии учитываются в показателе стоимости чистых активов коллективного инвестора.

Действительно, для максимизации стоимости коллективного инвестиционного фонда необходимо обеспечить рост стоимости чистых активов АИФ и стоимости чистых активов ПИФ. Активы АИФ и активы ПИФ могут характеризоваться высоким значением доходности при приемлемом уровне риска, но не содержать ликвидных активов (которые имеют, как правило, низкую доходность), что вызовет у менеджмента АИФ и управляющей компании ПИФ затруднения, например, при предъявлении кредиторами АИФ требования погашения основной суммы долга вместе с начисленными на нее процентами, при предъявлении пайщиками открытого и интервального ПИФ требования погашения инвестиционных паев. Неспособность менеджмента АИФ своевременно удовлетворить требование кредиторов может явиться основанием ликвидации фонда. Неспособность управляющей компании ПИФ своевременно удовлетворить требование пайщиков погасить инвестиционные паи может явиться причиной массового сброса (предъявления к погашению) инвестиционных паев, а значит послужить основанием прекращения ПИФ.

Выбор в качестве системообразующей цели требования снижения риска коллективного инвестора чревато снижением его доходности, а значит снижением стоимости активов АИФ, в чем не заинтересованы участники этой схемы коллективного инвестирования. Риск и доходность на финансовом рынке связаны прямой зависимостью. Большой риск предполагает и большую доходность и наоборот. Поэтому концепция приемлемого риска имеет принципиальное значение для любой схемы коллективного инвестирования.

Требование платежеспособности коллективного инвестора означает его способность своевременно и в полном объеме выполнять свои обязательства перед субъектами отношений коллективного ин-

вестирования, предусмотренные договором. Обеспечение максимальной доходности при приемлемом уровне риска не является гарантией платежеспособности коллективного инвестора. Это связано с тем, что денежных средств на счетах и во вкладах может быть недостаточно для выполнения обязательств коллективного инвестиционного фонда перед кредиторами, акционерами, владельцами инвестиционных паев, управляющей компании, специализированным депозитарием и другими участниками схемы коллективного инвестирования, поскольку его активы могут находиться в низколиквидной форме (недвижимость, неликвидные ценные бумаги и т.п.).

Это особенно актуально для АИФ и закрытого ПИФ. АИФ, как и закрытый паевой инвестиционный фонд, являются подходящим инструментом для инвестирования в неликвидные, высоко рискованные активы. Сделки между инвесторами закрытого фонда не оказывают никакого воздействия на его инвестиционный портфель, поскольку над менеджментом фонда не довлеет необходимость продавать активы для обеспечения выкупа акций (инвестиционных паев) фонда.

Как следует из вышеприведенных рассуждений, цель, связанная с увеличением стоимости коллективного инвестиционного фонда, перекрывает показатели доходности, риска, платежеспособности в качестве целевых ориентиров функционирования коллективных инвесторов и включает их. Без роста доходности, управления риском и обеспечения платежеспособности невозможно обеспечить рост СЧА как меры стоимости института коллективного инвестирования.

Наконец, стоимость коллективного инвестора, рассматриваемая в качестве его системообразующей цели, представляет собой интегральную, комплексную оценку портфеля рисков института коллективного инвестирования, т. е. учитывает влияние всей совокупности рисков функционирования коллективного инвестора. Обоснование этого положения рассматривается в следующем параграфе.

§ 1. 4. Стоимостной подход к интегрированному управлению рисками коллективного инвестора

Проведенный в предыдущих параграфах анализ позволил раскрыть основные положения теории управления рисками организации, выявить особенности коллективного инвестиционного фонда как носителя рисков (потенциально высокую уязвимость, чувствительность к риску коллективного инвестора, его системные свойства, тождественность управления коллективным инвестиционным фондом управ-

лению рисками этой организации), сформулировать системообразующую цель коллективного инвестора как увеличение его стоимости, и предложить показатель стоимости чистых активов в качестве меры стоимости коллективного инвестиционного фонда.

В § 1. 3 сформулированы требования, которым должна удовлетворять системообразующая цель коллективного инвестора. Последнее требование заключается в том, что показатель, используемый для измерения системообразующей цели коллективного инвестиционного фонда, должен представлять собой одновременно интегральную оценку портфеля рисков организации, т. е. должен учитывать влияние всех рисков, присущих институту коллективного инвестирования в момент измерения показателя и потенциально могущих проявиться в любой другой момент времени. Это требование является логичным следствием особенности коллективного инвестиционного фонда как носителя рисков, состоящей в тождественности управления рисками его функционирования управлению бизнесом коллективного инвестирования.

Интегрированное, целостное, комплексное управление рисками организации означает ориентацию на общую оценку портфеля рисков коллективного инвестора с учетом взаимосвязи между рисками. Управление рисками организации осложняется тем, что, как признается многими исследователями, совокупность рисков функционирования организации представляет собой систему. Практически все риски функционирования организации связаны между собой. Уход от одного риска может изменить подверженность другому риску, а принятие риска-позитива может привести к риску-негативу. Осознание сложных взаимосвязей между разными видами риска имеет важное значение. Менеджмент организации должен постоянно отслеживать взаимодействие рисков: как влияет неустойчивость валютного курса на риск колебаний процентной ставки; как риск бухгалтерских ошибок отражается на риске потери репутации; какую волну последствий («эффект домино») вызовет понижение рейтинга управляющей компании финансовыми аналитиками.

Интегрированное управление рисками предполагает, во-первых, разработку критерия эффективности такого управления, который бы учитывал влияние всех рисков организации в совокупности, в том числе непознанных рисков. Во-вторых, выделение наиболее существенных рисков из портфеля рисков организации, что позволит проводить избирательную политику управления рисками, в том числе

целенаправленно выбирать методы воздействия на существенный риск. Для этого важно уметь количественно оценивать влияние отдельных рисков на интегральный критерий эффективности, что позволит проранжировать риски по степени их воздействия [69].

Покажем, что стоимость чистых активов как мера стоимости коллективного инвестиционного фонда учитывает влияние всех рисков, присущих организации в момент измерения показателя и потенциально могущих проявиться в любой другой момент времени и потому может рассматриваться в качестве критерия эффективности интегрированного управления рисками данной организации.

Действительно, как было обосновано в § 1. 3 настоящей главы, системообразующая цель коллективного инвестора (максимизация стоимости института коллективного инвестирования) является одновременно его стратегической целью. Стоимостной подход к системообразующей цели организации ориентирован на как можно более долгосрочное ее функционирование и состоит в анализе долгосрочных факторов роста стоимости организации в будущем. Т. Коупленд и др. в своей книге [33, с. 44] подчеркивают всеобъемлющий и долгосрочный характер стоимости по сравнению с другими показателями: «Стоимость (дисконтированный денежный поток) — лучшая мера результатов деятельности потому, что ее оценка требует полной информации». Они также доказывают наличие необычайно прочной взаимосвязи между рыночной стоимостью организации и ее дисконтированными денежными потоками и делают вывод о том, что дисконтированный денежный поток учитывает все факторы стоимости.

Содержание показателя «стоимость чистых активов», используемого в качестве меры стоимости института коллективного инвестирования, раскрыто в § 1. 3. Стоимость чистых активов представляет собой разность между суммой рыночной стоимости активов фонда и величиной его обязательств на момент оценки. Рыночная стоимость ликвидных или хотя бы регулярно котируемых финансовых активов оценивается фондовым рынком. Рыночная стоимость остальных активов специально рассчитывается, исходя из ожидаемых по активу доходов, т. е. как дисконтированный денежный поток. В целом, на рыночную стоимость финансовых активов влияют не только макроэкономические факторы (экономическая конъюнктура, состояние финансового рынка, степень его эффективности, значение процентной ставки и т. п.), но и корпоративные события,

связанные с конкретным эмитентом, и др. факторы. Например, денежный поток, ожидаемый к получению по акциям акционерного общества, зависит от перспектив роста компании, способности компании генерировать прибыль, ее финансового положения, дивидендной политики и т.п. Следует подчеркнуть, что при этом в расчет принимаются все активы, находящиеся в фактической собственности либо распоряжении организации. Размер обязательств, погашаемых за счет активов коллективного инвестиционного фонда, определяется условиями договоров АИФ и управляющей компании ПИФ, заключаемых с другими контрагентами коллективного инвестиционного фонда, условиями ведения бизнеса коллективного инвестирования. Кредиторская задолженность (заемный капитал) организации также оценивается по ее текущей стоимости. Следовательно, расчет показателя «стоимость чистых активов» в конечном итоге основывается на дисконтированном денежном потоке.

Исследователи [28; 29] выделяют две определяющие особенности стратегических решений. Первая особенность состоит в значительной отдаленности результатов реализации запланированных стратегических решений от момента их рассмотрения и принятия. «Известно, что принятие хозяйственных решений по достижению стратегических целей организации осуществляется в условиях неопределенности будущего состояния объекта и неполной информации о его прошлом и текущем состояниях» [28, с. 186]. Другими словами, в долгосрочной перспективе не представляется возможным знать точные значения факторов, определяющих рыночную стоимость активов и размер обязательств фонда.

Другая особенность исследования риска при разработке стратегии организации заключается в опосредованном характере воздействия стратегических решений на результаты деятельности организации, т.к. стратегические решения реализуются посредством принятия и осуществления тактических и оперативных решений.

Учет этих особенностей в совокупности позволяет сделать вывод о том, что факторы стоимости коллективного инвестиционного фонда, связанные с возмущающими воздействиями, порождаемыми как окружающей средой, так и особенностями функционирования самой организации, являются рисками по определению, поскольку их влияние на стратегическую цель функционирования коллективных инвесторов носит случайный неопределенный характер.

Следовательно, если в качестве системообразующей, стратегической цели коллективного инвестора рассматривается увеличение его стоимости, измеренной как стоимость чистых активов, то все факторы, которые влияют на стоимость коллективного инвестиционного фонда, могут рассматриваться в качестве рисков его функционирования.

Итак, приведенные рассуждения позволяют сделать два главных вывода: во-первых, стоимость института коллективного инвестирования, измеренная как стоимость его чистых активов, позволяет учесть все факторы стоимости, поскольку в основе расчета этого показателя лежит дисконтированный денежный поток; во-вторых, факторы стоимости коллективного инвестора представляют собой риски по определению.

Другими словами, системообразующая цель коллективного инвестиционного фонда потенциально учитывает все риски его функционирования и может рассматриваться в качестве критерия эффективности интегрированного управления рисками данной организации. Понятно, что в практической деятельности соблюдение этого требования в значительной степени зависит от принятой методики расчета стоимости чистых активов коллективного инвестиционного фонда.

Знание системообразующей цели института коллективного инвестирования как максимизация его стоимости позволяет оценить все риски бизнеса коллективного инвестирования в терминах их финансовых последствий через оценку их совокупного влияния на стоимость коллективного инвестиционного фонда.

В целом можно заключить, что стоимость чистых активов является подходящим показателем для измерения стоимости коллективного инвестиционного фонда, поскольку удовлетворяет всем требованиям, предъявляемым к системообразующей цели организации.

Ключевым этапом процесса управления рисками организации является идентификация и анализ рисков. От его правильной организации в значительной степени зависит, насколько эффективными будут дальнейшие решения и, в конечном итоге, удастся ли организации в достаточной мере защититься от угрожающих ей рисков. Одна из задач этого этапа заключается в выявлении рисков и проведении подробной их классификации, определении влияния каждого риска на достижение цели функционирования организации.

В § 1.1 настоящей главы риск представлен как неопределенная возможность осуществления неблагоприятного события при реализации решения по достижению цели функционирования организа-

ции. Целью функционирования организации, как было обосновано в § 1. 2, является достижение коллективным инвестором его системообразующей цели, которая одновременно выступает в качестве стратегии.

Главная, стратегическая, цель управления институтом коллективного инвестирования — создание стоимости для его владельцев — определяет и главный риск функционирования организации. Факторы риска (риски) представляют собой любую переменную, влияющую на стоимость организации. Однако чтобы рисками можно было управлять, надо установить их соподчиненность, определить, какой из них оказывает наибольшее воздействие на стоимость, и возложить ответственность за этот параметр на конкретных людей, участвующих в достижении стратегической цели организации. Другими словами, управление рисками на уровне организации будет иметь наибольший эффект в том случае, если будут выделены конкретные риски, к которым можно применять определенные процедуры и методы управления рисками. Это значит, что необходимо провести классификацию рисков функционирования коллективных инвесторов. В свою очередь классификация рисков предполагает выбор критерия классификации. Выбор критерия зависит от целей и особенностей процедуры управления риском.

Исследование рискологических проблем производится, как правило, на основе двух взаимодополняющих подходов — анализе и синтезе. Выявление рисков осуществляется в процессе анализа, т. е. мысленного расчленения объекта — стоимости коллективного инвестора на части, что позволяет перейти от нерасчлененного описания изучаемого объекта к выявлению его строения, состава. Расчленение целого на части, выявляющее строение (структуру) целого, предполагает не только фиксацию частей, из которых состоит целое, но и установление отношений между частями. Выявление рисков функционирования коллективного инвестора — творческий процесс, основывающийся, в том числе, на имеющейся информации и чисто финансовых подходах.

Синтез является процедурой, обратной анализу. В процессе синтеза все множество рисков института коллективного инвестирования может быть объединено на основании иных группировочных признаков в крупные группы, характеризующиеся общими свойствами и общими подходами к воздействию на риск.

Выявление рисков коллективного инвестиционного фонда целесообразно проводить по принципу от общего к частному через установление причинно-следственных связей между рисками, связанны-

ми с функционированием коллективного инвестора и оказывающими влияние на его стоимость. Как известно, познание причин явлений направлено, прежде всего, на раскрытие их сущности. Под причинно-следственной связью понимают последовательность явлений, связанных друг с другом отношением внутренней необходимости [67, с. 532]. Если есть причина и налицо соответствующие условия, то неизбежно возникает следствие. Следствие, произведенное некоторой причиной, само становится причиной другого явления; последнее, в свою очередь, оказывается причиной третьего явления и т. д. Особенности действия причины и ее результата — следствия — зависят не только от природы причины, но и от характера условий, при которых разворачивается действие этой причины. Условия, независимые от причины явления, превращают в действительность заключенную в причине возможность порождения следствия. Особенность причинно-следственных связей состоит в отсутствии у них начала и конца. В этой связи принципиальное значение имеет мысль Ф. Энгельса о том, что бессмысленно настаивать на абсолютно исчерпывающем познании всех причинно-следственных связей какого-либо объекта [67, с. 532].

Формулировка системообразующей цели коллективного инвестора как максимизация его стоимости, рассматриваемая также в качестве цели управления рисками функционирования организации, позволяет предложить подход к выявлению рисков коллективного инвестиционного фонда и построению их иерархии.

Стоимость коллективного инвестора продуцируется, в конечном итоге, влияющими на нее факторами и носит долгосрочный характер. Выше было доказано, что в долгосрочной перспективе факторы, формирующие стоимость, являются случайными, т. е. рисками.

Для выделения рисков функционирования коллективного инвестора и построения их иерархии необходимо выделить риски первого уровня. Это будут наиболее значимые риски с точки зрения их влияния на стоимость коллективного инвестора. Второй уровень образуют риски, являющиеся значимыми для рисков первого уровня, и т. д.

Принципиальная схема дерева рисков функционирования организации представлена на рис. 1. 4.

Теоретически такая иерархия не имеет ограничений по числу уровней. В связи с этим встает вопрос о границе (пределе) классификации. Глубина иерархии зависит от целей деления и соблюдения принципа

разумной достаточности. Дело в том, что организация не может работать непосредственно со стоимостью. Она может заниматься тем, на что способна влиять, например, затратами, выбором направлений инвестирования капитала в пределах ограничений, установленных регулятором, удовлетворением запросов потребителей и т. д. Следовательно, степень детализации рисков (количество уровней) определяется возможностью воздействия на риск.

Количество рисков функционирования организации велико. В то же время не все риски в одинаковой степени влияют на стоимость коллективного инвестора. В этих условиях выявление всех рисков функционирования организации не является целесообразным. Важную роль в управлении рисками организации играет глубокое понимание того, какие именно параметры деятельности определяют стоимость бизнеса, т. е. знание ключевых рисков. Выделение ключевых рисков позволяет менеджерам высшего уровня понять, что происходит на всех остальных уровнях организации, донести до них свои планы и намерения и сосредоточить усилия на управлении ключевыми рисками.

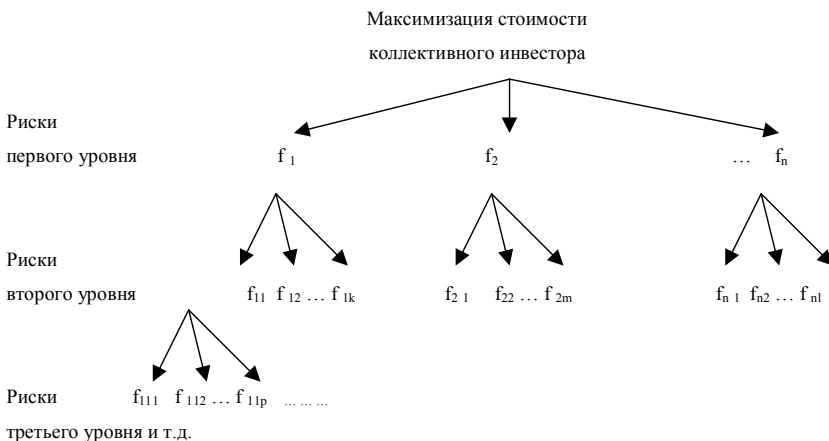


Рис. 1. 4. Принципиальная схема дерева рисков функционирования организации

Следовательно, наибольшее внимание при выработке управляющих воздействий должно уделяться тем рискам, которые существеннее других способны повлиять на величину стоимости коллективного инвестора с точки зрения возможного ущерба (снижения стоимости института коллективного инвестирования) и вероятности его возникновения.

Системообразующая цель коллективного инвестиционного фонда, рассматриваемая также в качестве цели и интегрального критерия эффективности управления рисками функционирования коллективного инвестора, учитывая влияние всех рисков организации в совокупности, позволяет также количественно оценивать влияние отдельных рисков на стоимость организации и проранжировать риски по степени их воздействия на стоимость коллективного инвестора.

В работах [33; 57] сформулирована общая модель представления стоимости посредством формирующих ее факторов, которая может быть описана уравнением:

$$V = F(f_1, f_2, \dots, f_n),$$

где V — стоимость коллективного инвестора,

f_i — i -й фактор стоимости, $i=1, 2, \dots, n$.

В уравнении стоимость коллективного инвестора, факторы стоимости, как и функция, определяющая зависимость между ними, в общем случае являются случайными величинами. Поскольку факторы стоимости коллективного инвестора являются одновременно рисками его функционирования, как было обосновано выше, то это уравнение можно использовать также для представления связи между рисками функционирования института коллективного инвестирования и его стоимостью.

Для выявления рисков, наиболее существенно влияющих на стоимость коллективного инвестиционного фонда, можно применить подход, в основе которого лежит способ представления функции многих переменных посредством ее разложения в ряд Маклорена. Этот подход рассмотрен, например, в работах Р. М. Качалова, В. П. Буянова, И. А. Егеревы [21; 26; 28]. Суть данного подхода состоит в следующем: поскольку стоимость коллективного инвестора представляет собой величину, зависящую от рисков функционирования института коллективного инвестирования, которые вместе с тем являются факторами, формирующими стоимость, то, придавая им малые относительные приращения, можно оценить величину изменения стоимости организации. Влияние рисков на стоимость может носить как положительный (увеличивать стоимость), так и отрицательный характер (уменьшать стоимость). Знание степени и направления влияния рисков на стоимость позволит оптимизировать ее величину и воздействие управляющих решений на стоимость коллективного инвестора.

Будем предполагать, что для стоимости как функции многих переменных (рисков) соблюдаются условия непрерывности и существования производных первого порядка по каждому из рисков. Воспользуемся разложением функции V в ряд Маклорена до первого члена (в дальнейшем знак приближенного равенства заменим точным равенством):

$$\Delta V \cong \sum_{i=1}^n \frac{\partial V}{\partial f_i} \cdot \Delta f_i,$$

где ΔV — приращение стоимости бизнеса;

f_i — значение величины риска i , $i=1, 2, \dots, n$.

Δf_i — приращение величины риска i , $i=1, 2, \dots, n$.

Коэффициент перед приращением величины риска $\frac{\partial V}{\partial f_i}$ показывает, какой будет реакция стоимости института коллективного инвестирования на изменение величины данного риска на единицу. При этом речь идет об измерении стоимости и величины риска в абсолютном выражении.

Для обеспечения возможности сопоставления коэффициентов друг с другом формула преобразуется путем введения относительных величин:

$$\frac{\Delta V}{V} = \sum_{i=1}^n \frac{\partial V}{\partial f_i} \cdot \frac{f_i}{V} \cdot \frac{\Delta f_i}{f_i}.$$

Выражение характеризует связь между изменениями величины рисков и стоимости бизнеса, которая в общем случае не является линейной. Однако при малых изменениях величины рисков допустимо ограничиться только линейным приближением. Выражение перед относительным изменением величины риска есть не что иное, как эластичность функции $V = F(f_1, f_2, \dots, f_n)$ относительно переменной f_i , $i=1, 2, \dots, n$:

$$K_i = \frac{\partial V}{\partial f_i} \cdot \frac{f_i}{V},$$

где K_i — эластичность (коэффициент эластичности) стоимости бизнеса относительно риска f_i .

Коэффициент эластичности показывает, на сколько процентов изменится стоимость бизнеса при изменении величины риска на 1%.

Следовательно, чем больше значение коэффициента эластичности по модулю, тем существеннее изменится стоимость института коллективного инвестирования под влиянием изменения конкретного риска. Преимущество данной модели эластичности, использующей в качестве основания относительные приращения величин, численно выражающих размер соответствующих рисков, состоит в том, что она позволяет привести разноразмерные риски (цены, количество, процентные ставки и т. д.) к единой базе — безразмерным долям, тем самым обеспечивается сопоставимость оценок влияния различных по экономическому содержанию рисков на стоимость.

Поскольку управление рисками опирается на рассчитанные по формуле коэффициенты эластичности, то риск, к которому стоимость оказывается наиболее чувствительной, следует рассматривать в качестве ключевого риска и объекта повышенного внимания менеджмента. Благодаря этому появляется возможность перейти непосредственно к выработке управляющих воздействий на ключевые риски.

Степень влияния рисков на стоимость определяется путем подстановки коэффициентов эластичности в уравнение:

$$\frac{\Delta V}{V} = \sum_{i=1}^n K_i \cdot \frac{\Delta f_i}{f_i}.$$

Рассмотренный подход позволяет выделить факторы стоимости (риски), влияние которых на стоимость бизнеса коллективного инвестирования является наиболее существенным, т. е. материализация которых приводит к значительному отклонению от системообразующей цели коллективного инвестиционного фонда.

Реализация этого подхода предполагает в качестве обязательного условия умение измерять величину рисков функционирования коллективного инвестора. Величина риска чрезвычайно важна для понимания того, как следует относиться к соответствующему риску. Поскольку в данном подходе риску соответствует фактор стоимости института коллективного инвестирования, то значение этого фактора и может рассматриваться в качестве величины риска. Но, во-первых, далеко не все факторы стоимости (риски) могут быть количественно измерены. В качестве примера таких рисков можно назвать морально-этические. Во-вторых, при оценке влияния риска на стоимость коллективного инвестора важное значение

имеет учет вероятности его возникновения, а также возможности и целесообразности управления данным риском. Если подходить к проблеме строго, то выявление ключевых рисков на основе анализа соответствующих коэффициентов эластичности должно быть дополнено установлением интервалов возможных значений критериальных показателей по всей совокупности рисков и для каждого риска в отдельности с учетом метода управления риском.

В целом особенности стратегического управления существенно осложняют анализ последствий принятых стратегических решений и количественную оценку риска стратегических решений. «Вообще при стратегическом планировании к количественным оценкам риска следует относиться весьма осторожно ...» [28, с. 133]. В этих условиях актуальной представляется рекомендация перенести центр тяжести усилий при учете риска стратегических решений «с построения сложных моделей на поиск, систематизацию и подробное описание факторов и методов управления хозяйственным риском» [28, с. 133].

Идентификации и анализу рисков коллективного инвестиционного фонда посвящены 2 и 3 главы книги.

Таким образом, в основе рассмотренного в главе методологического подхода к управлению рисками коллективных инвестиционных фондов лежит взгляд на институт коллективного инвестирования как на социально-экономическую систему, т. е. организацию. Важнейшим свойством социально-экономической системы является наличие системообразующей цели, которая одновременно является стратегической целью коллективного инвестора, обеспечивая целостность организации и реализацию ею своего предназначения, а также целью и критерием эффективности интегрированного управления рисками коллективного инвестиционного фонда.

ГЛАВА 2. ИДЕНТИФИКАЦИЯ И АНАЛИЗ РИСКОВ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО ФОНДА

§ 2. 1. Риски неформирования института коллективного инвестирования и его ликвидации (прекращения)

Первым и ключевым этапом процесса управления рисками, как было показано в § 1. 1 первой главы монографии, является идентификация и анализ рисков. Стоимостной подход к идентификации рисков коллективного инвестиционного фонда и построению их иерархии предполагает рассмотрение в качестве главного риска функционирования института коллективного инвестирования риск снижения стоимости организации и через установление причинно-следственных связей выявление факторов главного риска первого уровня, второго уровня и т. д.

Использование показателя стоимости чистых активов в качестве меры стоимости института коллективного инвестирования согласно оценочному подходу (методу накопления активов) означает, что коллективный инвестиционный фонд должен быть создан и не должен быть ликвидирован (прекращен) досрочно, т. е. является действующим предприятием, и отсутствуют основания его ликвидации (прекращения).

Применение стоимостного подхода к идентификации и анализу рисков коллективного инвестора позволяет выделить три группы рисков (риски первого уровня) снижения стоимости чистых активов института коллективного инвестирования (см. табл. 2. 1):

- риски неформирования коллективного инвестора, под которыми будем понимать неопределенную возможность того, что коллективный инвестиционный фонд не будет создан;

- риски ликвидации (прекращения) института коллективного инвестирования, под которыми будем понимать неопределенную возможность ликвидации (прекращения) коллективного инвестиционного фонда по причине возникновения оснований его ликвидации (прекращения) в процессе функционирования коллективного инвестора в стандартном режиме;

- риски функционирования коллективного инвестора в стандартном режиме, под которыми будем понимать неопределенную возможность снижения стоимости коллективного инвестиционного

фонда под влиянием различных факторов в процессе его функционирования в стандартном режиме.

Таблица 2. 1

Риски первого уровня коллективного инвестиционного фонда

Уровень рисков	Перечень рисков		
Главный риск	Риск снижения стоимости (СЧА) коллективного инвестиционного фонда		
Риски первого уровня	Риски неформирования коллективного инвестора	Риски ликвидации (прекращения) коллективного инвестора	Риски функционирования коллективного инвестора в стандартном режиме

В этом параграфе проведем идентификацию потенциальных рисков первой и второй групп, т. е. рисков неформирования коллективного инвестора и рисков его ликвидации (прекращения). Рискам функционирования коллективного инвестора в стандартном режиме посвящен § 2. 2 настоящей главы монографии.

При идентификации рисков снижения стоимости института коллективного инвестирования будем основываться на положениях законодательных и нормативных правовых актов, регулирующих деятельность коллективного инвестиционного фонда, теории рынка капитала, практике функционирования российских коллективных инвестиционных фондов.

В качестве носителя рисков ограничимся рассмотрением паевого инвестиционного фонда как наиболее распространенного института коллективного инвестирования на российском финансовом рынке.

Для формирования ПИФ управляющая компания обязана зарегистрировать в ФСФР правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом и обеспечить сбор денежных средств и иного имущества (для закрытого ПИФ) в размере, достаточном для его формирования.

Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» (ст. 19) установлены требования и порядок регистрации ФСФР правил доверительного управления ПИФ и изменений и дополнений в них. В соответствии с п. 1 данной статьи постановлением ФКЦБ от 11 сентября 2002 г. № 35/пс утверждено Положение о регистрации правил доверительного управления паевыми инвестиционными фондами и изменений и дополнений в них [44]. Положение определяет порядок регистрации ФСФР правил доверительного управления ПИФ, изме-

нений и дополнений в них, а также устанавливает требования к составу и содержанию документов, представляемых для регистрации правил доверительного управления.

В случае представления управляющей компанией не всех документов, необходимых для регистрации правил доверительного управления ПИФ или изменений и дополнений в них, ФСФР вправе вернуть представленные документы без рассмотрения в течение 15 дней со дня их получения (см. п. 20 Положения).

За совершение регистрационных действий, связанных с паевыми инвестиционными фондами, Налоговым кодексом РФ (п. 47 ст. 333.33) предусмотрена уплата государственной пошлины.

ФСФР несет ответственность за соответствие зарегистрированных ею правил доверительного управления ПИФ, а также изменений и дополнений в них требованиям Федерального закона «Об инвестиционных фондах».

ФСФР не позднее 30 дней со дня получения документов должна принять решение о регистрации правил доверительного управления ПИФ или изменений и дополнений в них либо об отказе в их регистрации.

В течение указанного срока ФСФР вправе проводить проверку сведений, содержащихся в правилах доверительного управления ПИФ и иных представленных документах.

В регистрации правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом, а также изменений и дополнений в них может быть отказано в случаях:

- несоответствия представленных документов Федеральному закону «Об инвестиционных фондах», типовым правилам доверительного управления паевым инвестиционным фондом, нормативным правовым актам ФСФР (ФКЦБ);

- наличия в правилах доверительного управления ПИФ, изменениях и дополнениях в них и в иных документах, представленных для регистрации правил доверительного управления ПИФ, изменениях и дополнениях в них, сведений, не соответствующих действительности или вводящих в заблуждение;

- отсутствия у управляющей компании, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев ПИФ, оценщика или аудитора соответствующих лицензий.

ФСФР ведет реестр паевых инвестиционных фондов, правила доверительного управления которыми ею зарегистрированы, в соответствии с Порядком ведения реестра паевых инвестиционных фондов, утвержденным постановлением ФКЦБ от 27 апреля 2002 г. № 14/пс [47].

Внесение сведений о ПИФ в реестр паевых инвестиционных фондов осуществляется на основании решения ФСФР о регистрации правил доверительного управления таким паевым инвестиционным фондом не позднее трех дней с момента его принятия.

Формирование ПИФ должно начинаться не позднее 6 месяцев с момента регистрации правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Максимально допустимая продолжительность первичного размещения паев составляет три месяца (ст. 17 Федерального закона «Об инвестиционных фондах»). Первичное размещение паев осуществляется по единой для всех инвесторов фиксированной цене, которая определяется управляющим.

Согласно Постановлению Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 27 апреля 2002 г. № 15/пс «О минимальной стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, по достижении которой паевой инвестиционный фонд является сформированным» [52], по окончании срока первичного размещения стоимость активов фонда должна составлять не менее 2,5 млрд. руб. для открытого фонда и не менее 5 млрд. руб. — для интервального и закрытого.

Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» (ст. 23) установлено, что в процессе срока формирования ПИФ инвестиционные паи не погашаются и не обмениваются, а денежные средства, поступившие в оплату паев, не инвестируются, а аккумулируются на отдельном банковском счете.

Таким образом, потенциальными рисками неформирования ПИФ могут быть риск отказа ФСФР в регистрации правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом и риск того, что по окончании срока формирования ПИФ стоимость имущества, составляющего ПИФ, оказалась меньше стоимости имущества, определенной правилами доверительного управления ПИФ, по достижении которой инвестиционный фонд является сформированным (см. табл. 2. 2).

Риски неформирования паевого инвестиционного фонда

Уровень рисков	Перечень рисков	
Риски первого уровня	Риски неформирования паевого инвестиционного фонда	
Риски второго уровня	Риск отказа ФСФР в регистрации правил доверительного управления ПИФ	Риск того, что по окончании срока формирования ПИФ стоимость имущества, составляющего ПИФ, оказалась меньше стоимости имущества, определенной правилами доверительного управления ПИФ, по достижении которой инвестиционный фонд является сформированным

Основания для отказа в регистрации правил доверительного управления ПИФ перечислены в Положении о регистрации правил доверительного управления ПИФ и изменений и дополнений в них (утв. Постановлением ФКЦБ от 11 сентября 2002 г. № 35/пс) [44]. Риски отказа ФСФР в регистрации правил доверительного управления ПИФ являются рисками-опасностями, поскольку их реализация исключает возможность создания ПИФ, и, следовательно, его стоимость будет нулевой. Источником данных рисков выступает деятельность управляющей компании ПИФ.

Риск того, что по окончании срока формирования паевого инвестиционного фонда стоимость имущества, составляющего ПИФ, оказалась меньше стоимости имущества, определенной правилами доверительного управления ПИФ, по достижении которой инвестиционный фонд является сформированным, заключается в том, что в случае, когда управляющая компания по итогам первичного размещения не смогла обеспечить необходимую минимальную сумму активов фонда, возникает основание прекращения ПИФ согласно Федеральному закону «Об инвестиционных фондах» (ст. 30).

Ограничения регулятора на размер активов фонда в результате первичного размещения вызваны необходимостью обеспечить формирование капитала в размере достаточном для инвестиционной деятельности и ее диверсификации и, в конечном счете, преследуют цель повышения жизнеспособности фонда в процессе его функционирования в стандартном режиме. Опыт функционирования ПИФ с 1996 г. свидетельствует о разумности данного требования, поскольку низкокапитализированным инвестиционным

фондам сложнее противостоять инвестиционным рискам и, следовательно, они в значительной степени подвержены риску их прекращения. Понимание этого явилось причиной пересмотра в 2006 г. требований к минимальной стоимости имущества, составляющего ПИФ, в сторону увеличения.

В случае прекращения фонда по этому основанию производится реализация имущества, составляющего ПИФ, и осуществляются расчеты с владельцами инвестиционных паев и инвесторами не позднее двух недель со дня окончания срока формирования ПИФ. При этом составляющее фонд имущество распределяется между владельцами паев и инвесторами пропорционально количеству принадлежащих им инвестиционных паев. При прекращении фонда по данному основанию вознаграждение управляющей компании, специализированному депозитарию, лицу, осуществляющему ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщику и аудитору, не выплачивается, а расходы, связанные с доверительным управлением фондом и его прекращением, не возмещаются [59; 60; 61; 66].

Рассмотрим риски того, что по окончании срока формирования паевого инвестиционного фонда стоимость имущества, составляющего ПИФ, оказалась меньше стоимости имущества, определенной правилами доверительного управления ПИФ, по достижении которой инвестиционный фонд является сформированным. К ним могут быть отнесены (см. табл. 2. 3):

- риск неправильной оценки стоимости имущества (ценных бумаг, недвижимости, прав на недвижимое имущество), внесенного в закрытый ПИФ при его формировании, в целях ее сравнения с минимальной стоимостью, по достижении которой закрытый ПИФ является сформированным;

- риск неисполнения или ненадлежащего исполнения обязанностей по ведению реестра владельцев инвестиционных паев;

- риск неисполнения или ненадлежащего исполнения обязанностей по учету и хранению имущества, составляющего ПИФ, и контролю за распоряжением этим имуществом;

- риск приостановления действия или аннулирования лицензии управляющей компании, формирующей фонд;

- риск коммерческого банка, обслуживающего управляющую компанию ПИФ;

- риск низкого спроса на инвестиционные паи со стороны потенциальных инвесторов.

Риски того, что по окончании срока формирования паевого инвестиционного фонда стоимость имущества, составляющего ПИФ, оказалась меньше стоимости имущества, определенной правилами доверительного управления ПИФ, по достижении которой инвестиционный фонд является сформированным

Уровень рисков	Перечень рисков					
Риски второго уровня	Риски того, что по окончании срока формирования паевого инвестиционного фонда стоимость имущества, составляющего ПИФ, оказалась меньше стоимости имущества, определенной правилами доверительного управления ПИФ, по достижении которой инвестиционный фонд является сформированным					
Риски третьего уровня	Риск неправильной оценки стоимости имущества, внесенного в закрытый ПИФ при его формировании, в целях ее сравнения с минимальной стоимостью, по достижении которой закрытый ПИФ является сформированным	Риск неисполнения или ненадлежащего исполнения обязанностей по ведению реестра владельцев инвестиционных паев	Риск неисполнения или ненадлежащего исполнения обязанностей по учету и хранению имущества, составляющего ПИФ, и контролю за распоряжением этим имуществом	Риск приостановления действия или аннулирования лицензии управляющей компании, формирующей фонд	Риск коммерческого банка, обслуживающего управляющую компанию ПИФ	Риск низкого спроса на инвестиционные паи ПИФ со стороны потенциальных инвесторов

Согласно ст. 13 Федерального закона «Об инвестиционных фондах» в доверительное управление открытым и интервальным паевыми инвестиционными фондами учредители доверительного управления могут передавать только денежные средства. В доверительное управление закрытым паевым инвестиционным фондом учредители доверительного управления могут передавать денежные средства, а также иное имущество, предусмотренное инвестиционной декларацией правил доверительного управления этим ПИФ.

Рисками неправильной оценки стоимости имущества (ценных бумаг, недвижимости, прав на недвижимое имущество), внесенного в закрытый ПИФ при его формировании, в целях ее сравнения с минимальной стоимостью, по достижении которой закрытый ПИФ является сформированным, выступает неопределенная возможность ошибок оценщика при оценке соответствующих объектов, обусловленная неверным выбором подхода и метода оценки,

ошибками в применении выбранного метода (методов) оценки, недостоверностью информации об объекте оценки. Например, в случае применения метода дисконтированного денежного потока (доходный подход) ошибки могут быть связаны с прогнозированием денежного потока, обоснованием ставки дисконтирования и т.п. В случае применения рыночного подхода ошибки могут явиться следствием неверного выбора компании аналога. Источником указанных рисков выступает деятельность оценщика паевого инвестиционного фонда, с которым управляющая компания данного ПИФ заключила договор.

Реализация этой группы рисков (риски четвертого уровня) может привести как к завышению оценки стоимости имущества, так и к ее занижению. Оба варианта последствий неправильной оценки являются рисками-опасностями, поскольку не позволяют получить рыночную стоимость имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд. Неверная оценка стоимости имущества создает трудности управляющей компании не только на этапе формирования ПИФ, но и может негативным образом отразиться на стоимости инвестиционного фонда в процессе его функционирования в стандартном режиме.

Федеральным законом от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (ст. 12) [64] предусмотрено, что итоговая величина рыночной стоимости объекта оценки, указанная в отчете оценщика, признается достоверной и рекомендуется для целей совершения сделки с объектом оценки, если в порядке, установленном законодательством РФ, или в судебном порядке не установлено иное.

В условиях функционирования ПИФ в стандартном режиме управляющая компания может передать права и обязанности оценщика другому лицу, в том числе в результате прекращения договора управляющей компании с оценщиком и заключения соответствующего договора с другим оценщиком по причине решения о ликвидации оценщика, являющегося юридическим лицом, или наличия другого основания для прекращения договора управляющей компании с оценщиком (см. Положение о регистрации правил доверительного управления паевыми инвестиционными фондами и изменений и дополнений в них [44]).

Таким образом, факторы риска неправильной оценки стоимости имущества, внесенного в закрытый ПИФ при его формировании, в целях ее сравнения с минимальной стоимостью, по достижении которой закрытый ПИФ является сформированным, в значительной степени подлежат управлению со стороны управляющей компании ПИФ, которая заключает договор с независимым оценщиком фонда.

Риск неисполнения или ненадлежащего исполнения обязанностей по ведению реестра владельцев инвестиционных паев — это риск лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев ПИФ. Вести реестр владельцев инвестиционных паев ПИФ может специализированный депозитарий или регистратор фонда. Данный риск представлен неопределенной возможностью несвоевременного внесения записей в реестр, ошибок (случайных и преднамеренных) ведения реестра владельцев инвестиционных паев, в том числе в случае приобретения инвестиционных паев.

Риск неисполнения или ненадлежащего исполнения обязанностей по учету и хранению имущества, составляющего ПИФ, и контролю за распоряжением этим имуществом связан с деятельностью специализированного депозитария ПИФ и представляет собой неопределенную возможность неудовлетворительного контроля за действиями управляющей компании в процессе формирования ПИФ со стороны специализированного депозитария и неудовлетворительного учета и хранения имущества, поступающего в оплату инвестиционных паев закрытого ПИФ в процессе его формирования.

Неопределенная возможность приостановления действия или аннулирования лицензии управляющей компании, формирующей паевой инвестиционный фонд, может быть связана с невыполнением управляющей компанией лицензионных требований и условий, несоблюдением Федерального закона «Об инвестиционных фондах» и других нормативных правовых актов федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг. Основания и порядок приостановления действия или аннулирования лицензии управляющей компании регулируются Положением о лицензировании деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами (утв. постановлением Правительства РФ от 14 июля 2006 г. № 432 «О лицензировании отдельных видов деятельности на финансовых рынках») [48].

Под риском коммерческого банка, обслуживающего управляющую компанию ПИФ, будем понимать неопределенную возможность приостановления действия или аннулирования лицензии коммерческого банка, на расчетных счетах которого учитываются активы управляющей компании и денежные средства ПИФ, находящегося под управлением этой управляющей компании.

Данные риски, источником которых выступает деятельность обеспечивающих субъектов ПИФ, являются рисками-опасностями.

Выделим факторы риска низкого спроса на инвестиционные паи ПИФ со стороны потенциальных инвесторов. К ним могут быть отнесены:

- неправильный выбор времени формирования ПИФ и неудачный выбор региона для деятельности управляющей компании ПИФ. К этому риску особенно чувствительны открытые и интервальные ПИФ, ориентированные на широкие слои населения;

- неверное обоснование цены инвестиционного пая при первичном размещении. Она определяется правилами доверительного управления ПИФ и должна быть единой для всех. Высокая цена инвестиционного пая при первичном размещении может оказаться недоступной для потенциальных инвесторов, низкая цена — не позволит собрать необходимый минимум средств. При обосновании единой для всех инвесторов фиксированной цены выдачи инвестиционных паев необходимо учитывать, в том числе, возможные сезонные колебания клиентского спроса на услуги ПИФ;

- отсутствие доступного для массового инвестора механизма выдачи, обмена и погашения инвестиционных паев. Развернутый анализ этого риска можно найти в [1; 9; 10; 11; 14; 15]. Данный риск может проявляться в различной форме. Во-первых, — в недоступности управляющих компаний для региональных инвесторов. Не во всех даже крупных российских городах есть представительства всех управляющих компаний либо их дополнительные офисы. По состоянию на конец третьего квартала 2006 г. инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов можно купить в 240 городах нашей страны [79]. Крупные управляющие компании, осознавая данную проблему, развивают свою сеть, пользуясь услугами агентов. Во-вторых, — в высоком пороге первоначального взноса при покупке инвестиционных паев ПИФ через управляющую компанию или ее агентов;

— низкая оперативность выдачи и погашения инвестиционных паев через управляющую компанию или ее агентов. Реализация данного риска может быть причиной риска упущенной выгоды в случае изменения цены инвестиционного пая в невыгодную для инвестора сторону. Действительно, инвестор становится владельцем инвестиционных паев лишь после внесения записи в реестр владельцев инвестиционных паев. Регулятор определил максимально возможные сроки: 3 дня, если деньги вносятся непосредственно на счет, где учитываются денежные средства ПИФ, и 7 дней — если перечисляются на этот счет с других разрешенных нормативными правовыми актами счетов. Конкретные сроки управляющая компания приводит в правилах доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

Инвестиционные пай, выкупленные управляющей компанией, считаются погашенными с момента выкупа и подлежат уничтожению специализированным депозитарием. В ст. 25 Федерального закона «Об инвестиционных фондах» установлены ограничения на максимальный срок выплаты денежной компенсации в связи с погашением инвестиционных паев. Для открытого ПИФ он не может превышать 15 дней со дня погашения инвестиционного пая, для интервального ПИФ — также 15 дней со дня окончания срока принятия заявок на погашение инвестиционных паев, в течение которого была подана соответствующая заявка, для закрытого ПИФ — не позднее одного месяца со дня окончания срока принятия заявок на погашение инвестиционных паев;

— высокий уровень операционных издержек по выдаче и погашению инвестиционных паев. Сравнительный анализ операционных издержек инвесторов при купле-продаже акций и корпоративных облигаций на ММВБ, а также при приобретении и погашении инвестиционных паев ПИФ, управляемых разными компаниями, можно найти, например, в [1; 15]. На практике приобретение инвестиционных паев через торговых агентов обходится инвестору от 0% до 1,5% от суммы инвестиций вне зависимости от их размера. Операционные издержки инвесторов, включая комиссии брокеров, биржи, клиринговой организации и расчетного депозитария, при купле-продаже акций на сумму свыше 100 тыс. руб. составляют 0,04-0,50% от величины инвестиций, что в несколько раз меньше размера указанного агентского вознаграждения.

Размеры скидок при погашении инвестиционных паев зависят от сроков владения паями, а также от места предъявления их к погашению (управляющей компании или через ее агента)

и колеблются от 0% до 3% расчетной стоимости предъявляемых к погашению инвестиционных паев. При выдаче и погашении паев через управляющую компанию издержки по выдаче и погашению паев ПИФ оплачиваются инвесторами косвенным образом в форме общего вознаграждения управляющей компании за услуги по доверительному управлению имуществом ПИФ;

— низкая ликвидность инвестиционных паев ПИФ. Даже рынок инвестиционных паев открытых ПИФ нельзя назвать высоколиквидным. Выдача и погашение инвестиционных паев осуществляются в ограниченном числе пунктов, организованных управляющей компанией или ее агентами. Применяемые технологии выдачи и погашения паев требуют личного присутствия инвестора или его представителя в пункте продаж. Формы заявок на приобретение и погашение инвестиционных паев и других документов, заполняемых инвесторами, индивидуальны в каждой управляющей компании.

Важным индикатором уровня ликвидности ценных бумаг является размер спредов между лучшими предложениями на продажу и покупку ценных бумаг. При инвестициях в инвестиционные паи ПИФ размер спреда составляет от 0 до 4,5% [1, с. 296].

В то же время среднедневная величина спредов на биржевом рынке акций существенно ниже и составляет, например, по обыкновенным акциям РАО «ЕЭС России» — 0,04%, «Лукойла» — 0,07%, «Сбербанка России» — 0,17% [80];

— отсутствие предложения дополнительных услуг для пайщиков со стороны управляющей компании ПИФ, например, невозможность приобретения в управляющей компании других активов фондового рынка, кроме предлагаемых инвестиционных паев. Данное обстоятельство снижает привлекательность инвестиционных паев ПИФ по сравнению с другими альтернативными способами инвестирования сбережений инвесторов и может явиться чистым риском снижения спроса на инвестиционные паи ПИФ со стороны потенциальных инвесторов;

— неэффективное раскрытие информации о ПИФ и его управляющей компании. Повышение информированности пайщика (в том числе потенциального) о ПИФ и деятельности управляющей компании фонда осуществляется в первую очередь через механизм раскрытия информации. Именно раскрытие информации позволяет инвесторам ПИФ осознанно и обоснованно принимать инвестиционные решения, определяя приемлемое для них соотношение риска

и доходности. В настоящее время процедура раскрытия информации и содержание раскрываемой информации регулируются Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» (ст. 51-54) и Положением о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, а также к содержанию раскрываемой информации (утв. Приказом ФСФР от 22 июня 2005 г. № 05-23/пз-н) [46]. Требования этого положения являются довольно жесткими и ложатся дополнительными расходами на пайщиков.

Кроме того, у управляющей компании ПИФ отсутствует заинтересованность показать действительную доходность фондов, а действующее нормативное правовое регулирование коллективных инвестиционных фондов не содержит рекомендаций по ее расчету. Недобросовестная реклама и неточная информация могут вводить в заблуждение пайщиков относительно существенных моментов в деятельности фонда, создавая искаженное представление о конкретном ПИФ, который в действительности может не соответствовать финансовому положению инвестора, его инвестиционному горизонту и степени склонности к риску;

— нечеткое позиционирование ПИФ в инвестиционной декларации правил доверительного управления фондом. Этот риск обусловлен тем, что управляющая компания в стремлении оставить себе больше свободы в управлении активами фонда прописывает инвестиционную декларацию фонда, в том числе риски, неконкретно, что затрудняет принятие потенциальным пайщиком ПИФ обоснованных и осознанных инвестиционных решений;

— потеря деловой репутации управляющей компанией вследствие формирования в обществе негативного представления о качестве оказываемых ею услуг или характере деятельности в целом;

— неэффективное налоговое стимулирование потенциальных инвесторов институтов коллективного инвестирования. Идеальная налоговая система не должна искажать выбора граждан в отношении потребления в настоящем против потребления в будущем;

— срабатывание эффекта «цепной реакции». Важнейшим активом институтов коллективного инвестирования является доверие к ним инвесторов, поскольку коллективное инвестирование

предполагает добровольное вложение временно свободных денежных средств инвесторов. Важным условием формирования климата доверия в обществе к инвестиционным фондам выступает обеспечение гарантий сохранности инвестиций через использование компенсационных схем. Подробное изложение этого вопроса можно найти, например, в книге [3]. Внедрение системы страхования банковских вкладов на российском финансовом рынке повышает актуальность задачи внедрения эффективных компенсационных механизмов на небанковском секторе финансового рынка с целью обеспечения равных конкурентных возможностей для финансовых институтов различных типов;

— низкий уровень инвестиционной культуры населения. Анализ этого вопроса представлен, например, в [16; 18]. Разработка ФСФР России проекта ведомственной национальной программы по повышению инвестиционной культуры населения является подтверждением значимости данного фактора;

— отсутствие или недостаточный уровень инвестиционных сбережений населения. В отношении населения нашей страны следует говорить о низком уровне денежных доходов в целом. Анализ этого фактора можно найти в книге [14, с. 197-200]. В этом смысле продукт, предлагаемый инвестиционными фондами, не является социально актуальным. Действительно, если в октябре 2005 года количество «рыночных пайщиков», физических лиц, по данным Национальной лиги управляющих, составляло 71 тыс. чел., то к концу третьего квартала 2006 г. их число выросло до 300 тыс. чел. Услуга (продукт) считаются экономически значимым, если она востребована не менее чем 1% экономически активного населения страны, что для России составляет, по крайней мере, 700 тыс. человек;

— др. факторы.

В целом перечень факторов риска низкого спроса на инвестиционные пай со стороны потенциальных инвесторов не является исчерпывающим. Он включает как внутренние факторы, так и внешние, контролируемые и неконтролируемые управляющей компанией и регулятором и может быть связан с деятельностью всех субъектов отношений коллективного инвестирования. При этом данные факторы обуславливают реализацию риска низкого спроса на инвестиционные пай не только в процессе формирования фонда

со стороны потенциальных инвесторов, но и в процессе функционирования фонда в стандартном режиме со стороны потенциальных инвесторов и владельцев инвестиционных паев.

Расширению спроса на инвестиционные паи может способствовать развитие розничной торговли инвестиционными паями через организацию вторичного биржевого рынка инвестиционных паев. В 2003-2004 гг. в России были сделаны первые шаги на пути формирования биржевого рынка инвестиционных паев ПИФ: к обращению на российских биржах были допущены инвестиционные паи нескольких десятков ПИФ (21 ПИФ в 2003 г. и 37 ПИФ в 2004 г.) [79]. По состоянию на конец 2006 г. количество биржевых ПИФ составило 135 [79]. Объемы биржевых оборотов с этими финансовыми инструментами незначительны по сравнению с показателями рынков акций и облигаций. В 2003 г. объем торгов паями, по данным ММВБ, составил 95 млн. руб., или 0,003% оборота торгов по всем ценным бумагам на ММВБ; в 2004 г. данные показатели составили соответственно 139 млн. руб. и те же 0,003% [80].

В целом, биржевое обращение паев имеет ряд преимуществ для розничного инвестора:

- экономия на издержках, поскольку биржевые комиссии (брокера, торговой системы, клиринговой организации, депозитария) пока значительно меньше, чем средние размеры надбавок и скидок;

- отсутствие высокого порога первоначального взноса;

- сокращение срока расчета с пайщиками до 1 дня;

- обеспечение более высокой ликвидности инвестиционных паев;

- более жесткие требования по раскрытию информации, предъявляемые ФСФР к управляющей компании ПИФ, инвестиционные паи которого обращаются на бирже;

- покупка и продажа инвестиционных паев на бирже осуществляется по текущей рыночной цене, которая известна инвестору;

- покупка и продажа инвестиционных паев может сопровождаться работой с другими финансовыми инструментами, обращающимися на бирже, поскольку брокер открывает единый счет, с которым можно работать на классическом рынке РТС,

на ММВБ, на бирже «Санкт-Петербург», и, при соблюдении определенных условий, на срочном рынке.

В обобщенной форме риски неформирования ПИФ представлены в таблице 2. 4.

Таблица 2. 4

Риски неформирования паевого инвестиционного фонда

Риски первого уровня	Риск неформирования ПИФ		
Риски второго уровня	Риск того, что ФСФФ не зарегистрирует правила доверительного управления ПИФ	Риск того, что по окончании срока формирования ПИФ стоимость имущества, составляющего ПИФ, оказалась меньше стоимости имущества, определенной правилами доверительного управления ПИФ, по достижении которой ПИФ является сформированным	
Риски третьего уровня	Основания для отказа в регистрации правил доверительного управления ПИФ см. в Положении о регистрации правил доверительного управления ФКЦБ от 11 сентября 2002 г. ПИФ и изменений и дополнений в них (утв. Постановлением № 35/пс)	Неправильная оценка стоимости имущества внесенного в закрытый ПИФ при его формировании, в целях ее сравнения с минимальной стоимостью, по достижении которой закрытый ПИФ является сформированным	Низкий спрос на инвестиционные пай со стороны потенциальных инвесторов
		Риски неисполнения или ненадлежащего исполнения обязанностей обеспечивающих субъектов паевого инвестиционного фонда	
Риски четвертого уровня	Причины возникновения оснований для отказа в регистрации правил доверительного управления ПИФ		
Риски четвертого уровня	Ошибки оценщика при оценке соответствующих объектов, обусловленные неверным выбором подхода и метода оценки, ошибками в применении выбранного метода (методов) оценки и др. факторами		
	Риски неисполнения или ненадлежащего исполнения обязанностей по ведению реестра владельцев инвестиционных паев, учету и хранению имущества, составляющего ПИФ, и контролю за распоряжением этим имуществом, риски коммерческого банка, обслуживающего управляющую компанию ПИФ, и др.		
	Неверно обоснована единая для всех инвесторов фиксированная цена выдачи инвестиционных паев		
	Отсутствие доступного для массового инвестора механизма выдачи, обмена и погашения инвестиционных паев		
	Низкая оперативность выдачи и погашения инвестиционных паев		
	Высокий уровень операционных издержек по выдаче и погашению инвестиционных паев		
	Низкая ликвидность инвестиционных паев		
	Неэффективное раскрытие информации о ПИФ и его управляющей компании		
	Отсутствие или недостаточный уровень инвестиционных сбережений у населения		
	Срабатывание эффекта «цепной реакции»		
	Низкий уровень инвестиционной культуры населения		
	Др. риски		

Уровень управления риском	Вид риска (риски-инвестиции, риски-позиции)	Источник риска (чья деятельность генерирует риск)
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Управляющая компания
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Оценщик ПИФ
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Специализированный депозитарий, лицо, осуществляющее ведение реестра владельцев инвестиционных паев ПИФ, управляющая компания ПИФ, коммерческий банк, обслуживающий управляющую компанию ПИФ
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Управляющая компания
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Управляющая компания
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Управляющая компания
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Управляющая компания, регулятор
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Управляющая компания, регулятор
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Управляющая компания, регулятор, рейтинговые агентства, средства массовой информации, аналитики
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Общая экономическая ситуация в стране, регулятор
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Состояние отрасли коллективного инвестирования в целом
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Потребители услуги коллективного доверительного управления, средства массовой информации, регулятор

Отметим, что среди рисков неформирования ПИФ наиболее значимыми являются риски низкого спроса на инвестиционные паи института коллективного инвестора, поскольку лишают коллективного инвестора финансовой основы своего формирования и функционирования. Эти риски аккумулируют все негативные моменты истории развития отрасли ПИФ. В то же время данные риски сложны в управлении, поскольку их источником является не только деятельность управляющей компании и других обеспечивающих субъектов отношений коллективного инвестирования, но и деятельность, регулятора, потребителей услуги коллективного доверительного управления, а также состояние банковской системы и в целом состояние финансового рынка. Эффект «цепной реакции», которому подвержена отрасль коллективного инвестирования, играет в реализации этих рисков не последнюю

роль. В конечном счете, спрос на инвестиционные паи ПИФ определяется в целом уровнем жизни населения, состоянием финансового рынка и его стабильностью, надежностью и инвестиционной привлекательностью институтов коллективного инвестирования.

Перейдем к рассмотрению второй группы рисков первого уровня — рискам прекращения паевого инвестиционного фонда.

Согласно Федеральному закону «Об инвестиционных фондах» (ст. 30) прекращение паевого инвестиционного фонда осуществляется не только в случае, если по окончании срока формирования ПИФ стоимость имущества, составляющего ПИФ, оказалась меньше стоимости имущества, определенной правилами доверительного управления ПИФ, по достижении которой фонд является сформированным, но также в случаях, если:

- подана заявка (заявки) на погашение всех инвестиционных паев;

- истек срок действия договора доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом;

- принято соответствующее решение управляющей компании, если право принятия такого решения предусмотрено правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом;

- принято решение о добровольной ликвидации управляющей компании и в течение трех месяцев со дня принятия этого решения ее права и обязанности не переданы другой управляющей компании;

- приостановлено действие лицензии или аннулирована лицензия у управляющей компании и (или) специализированного депозитария и в течение трех месяцев со дня приостановления действия лицензии или аннулирования лицензии ее (его) права и обязанности не переданы другой управляющей компании (другому специализированному депозитарию).

Основания прекращения паевого инвестиционного фонда являются рисками второго уровня снижения стоимости чистых активов ПИФ и представлены в таблице 2. 5.

Риски прекращения паевого инвестиционного фонда

Уровень управления риском	Вид риска	Источник риска (часть деятельности генерирует риск)	Риски первого уровня	Риски прекращения паевого инвестиционного фонда			
				По окончании срока формирования ПИФ стоимость имущества, составляющего ПИФ, оказалась меньше стоимости имущества, определенной правилами доверительного управления ПИФ, по достижении которой фонд является сформированным	Полная заявка (заявки) на погашение всех инвестиционных паев (для открытых и интервальных ПИФ)	Истек срок действия договора доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом	Принято соответствующее решение управляющей компанией, если право принятия такого решения предусмотрено правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Владельцы инвестиционных паев					Принято решение о добровольной ликвидации управляющей компании и в течение трех месяцев со дня принятия этого решения ее права и обязанности не переданы другой управляющей компании
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Управляющая компания					Приостановлено действие лицензии или аннулирована лицензия у управляющей компании и в течение трех месяцев со дня приостановления действия лицензии или аннулирования лицензии ее права и обязанности не переданы другой управляющей компании
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Управляющая компания, специализированный депозитарий					Приостановлено действие лицензии или аннулирована лицензия у специализированного депозитария и в течение трех месяцев со дня приостановления действия лицензия или аннулирования лицензия его права и обязанности не переданы другому специализированному депозитарию
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Управляющая компания, специализированный депозитарий					
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Специализированный депозитарий					

В случае прекращения паевого инвестиционного фонда имущество, составляющее фонд, подлежит реализации и распределению в порядке, предусмотренном ст. 32. Федерального закона «Об инвестиционных фондах». ПИФ исключается из реестра паевых инвестиционных фондов на основании решения ФСФР

об исключении ПИФ из данного реестра не позднее 3 дней с момента его принятия.

Реализация риска подачи заявки (заявок) на погашение всех инвестиционных паев может быть следствием потребности владельцев инвестиционных паев в денежных средствах, негативной оценки инвесторами деятельности управляющей компании по доверительному управлению имуществом ПИФ. Этот риск наиболее существенен для открытых и интервальных ПИФ в силу особенностей их операционной структуры.

Риск истечения срока действия договора доверительного управления ПИФ представляет собой неопределенную возможность наступления основания прекращения паевого инвестиционного фонда по причине неправильного выбора срока, на который создается ПИФ. Срок действия договора доверительного управления ПИФ, указываемый в правилах доверительного управления паевым инвестиционным фондом, не должен превышать 15 лет. В отношении открытых и интервальных ПИФ действует норма, согласно которой срок действия соответствующего договора доверительного управления открытым и интервальным ПИФ считается продленным на тот же срок, если владельцы инвестиционных паев не потребовали погашения всех принадлежащих им инвестиционных паев (см. Федеральный закон «Об инвестиционных фондах», ст. 12). Причем, это условие должно быть предусмотрено правилами доверительного управления открытым и интервальным ПИФ. Для продления срока закрытого ПИФ требуется решение общего собрания пайщиков. Общая закономерность состоит в том, что чем неустойчивее, рискованнее инвестиции, тем более длительным должен быть горизонт планирования.

Реализация риска принятия решения о добровольной ликвидации управляющей компании (в течение трех месяцев со дня принятия этого решения ее права и обязанности не переданы другой управляющей компании) является одним из факторов прекращения ПИФ. Вместе с тем добровольная ликвидация управляющей компании и передача ее прав и обязанностей другой управляющей компании в установленные сроки могут быть связаны с дополнительными издержками, покрываемыми за счет имущества ПИФ, и с риском упущенной выгоды, что неизбежно приведет к снижению стоимости фонда в результате снижения стоимости его активов и роста обязательств.

Последним в перечне рисков прекращения ПИФ назван риск приостановления действия лицензии или аннулирования лицензии специализированного депозитария и в течение трех месяцев со дня приостановления действия лицензии или аннулирования лицензии его права и обязанности не переданы другому специализированному депозитарию. Выбор специализированного депозитария ПИФ является прерогативой управляющей компании этого фонда. Прежде всего, от правильности этого выбора зависит возможность реализации данного риска. В этих условиях важное значение имеет установление независимого рейтинга специализированных депозитариев как показателя их надежности.

В целом, риски прекращения паевого инвестиционного фонда являются рисками-опасностями. Источником этих рисков может быть деятельность управляющей компании, специализированного депозитария, владельцев инвестиционных паев ПИФ.

Таким образом, идентификация и анализ рисков неформирования ПИФ и его прекращения позволяет заключить, что данные риски связаны с организацией управляющей компанией эффективной системы маркетинга инвестиционных фондов, обеспечивающей постоянный приток в фонд сбережений инвесторов, нарушением лицензионных требований и условий, неисполнением или ненадлежащим исполнением своих обязанностей обеспечивающими субъектами ПИФ, историей отрасли коллективного инвестирования, наконец, уровнем денежных доходов населения страны. Если создание эффективной системы маркетинга является, прежде всего, обязанностью управляющей компании, то ограничение степени и размаха мошенничества, нарушений лицензионных требований и условий и т.п. является важнейшей функцией эффективного регулирования.

Источником рисков неформирования ПИФ и его прекращения является в первую очередь деятельность управляющей компании паевого инвестиционного фонда и его специализированного депозитария. Поскольку выбор специализированного депозитария ПИФ и заключение с ним договора является прерогативой управляющей компании, то для снижения рисков, связанных с деятельностью специализированного депозитария, управляющая компания должна более тщательно подойти к вопросу выбора специализированного депозитария.

Все риски неформирования ПИФ и его прекращения как риски опасности влияют на стоимость коллективного инвестиционного фонда в одном направлении: их реализация приводит к обнулению стоимости фонда.

Создание положительной стоимости возможно лишь в результате формирования коллективного инвестиционного фонда и устранения оснований его прекращения (ликвидации), т. е. в процессе функционирования института коллективного инвестирования в стандартном режиме. Риски функционирования коллективного инвестиционного фонда в стандартном режиме раскрываются в § 2. 2 настоящей главы.

§ 2. 2. Риски функционирования коллективного инвестора в стандартном режиме и их классификация

Существует неразрывная связь между результатами формирования фонда и его функционированием в стандартном режиме. Большой размер фонда как результат его формирования создает более надежные стартовые условия для его дальнейшего функционирования (в смысле противодействия инвестиционным рискам, возможностей диверсификации, реализации «эффекта масштаба»). Но стоимость бизнеса коллективного инвестирования, а, следовательно, и его доходность, влияние и перспективность на рынке определяются, в конечном итоге, результативностью деятельности управляющей компании в процессе функционирования инвестиционного фонда в стандартном режиме.

Целью управления рисками паевого инвестиционного фонда в процессе функционирования в стандартном режиме по-прежнему выступает рост стоимости коллективного инвестора, измеренной как стоимость его чистых активов. Стоимость чистых активов представляет собой разность между рыночной стоимостью активов фонда и его обязательств, погашаемых за счет этих активов. В общем можно выделить две группы рисков снижения стоимости чистых активов ПИФ (см. табл. 2. 6):

- риски высокой величины обязательств, подлежащих исполнению за счет активов паевого инвестиционного фонда;
- риски низкой рыночной стоимости активов ПИФ.

**Риски второго уровня функционирования паевого
инвестиционного фонда в стандартном режиме**

Уровень рисков	Перечень рисков	
Риски первого уровня	Риски функционирования коллективного инвестора в стандартном режиме	
Риски второго уровня	Риски высокой величины обязательств, подлежащих исполнению за счет активов ПИФ	Риски низкой рыночной стоимости активов ПИФ

Под риском высокой величины обязательств, подлежащих исполнению за счет активов паевого инвестиционного фонда, будем понимать неопределенную возможность неадекватного роста издержек, связанных с выплатой вознаграждения обеспечивающим субъектам, доверительным управлением имуществом ПИФ, исполнением обязательств по сделкам с имуществом, составляющим ПИФ.

Риски низкой рыночной стоимости активов ПИФ представляют собой неопределенную возможность снижения рыночной стоимости активов фонда под влиянием различных факторов.

Для выявления этих рисков рассмотрим состав активов и обязательств паевого инвестиционного фонда, учитываемых при расчете стоимости чистых активов, и методы определения их расчетной стоимости.

Имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, учитывается управляющей компанией на отдельном балансе, и по нему ведется самостоятельный учет. Информация о видах и стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, видах и размере обязательств, исполнение которых осуществляется за счет указанного имущества, а также об инвестиционных паях паевого инвестиционного фонда приводится управляющей компанией в балансе имущества паевого инвестиционного фонда, составляемом в соответствии с Постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 22 октября 2003 г. № 03-41/пс «Об отчетности акционерного инвестиционного фонда и отчетности управляющей компании паевого инвестиционного фонда» [51]. Порядок и сроки определения стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов установлены Положением о порядке и сроках определения стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов,

стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов, расчетной стоимости инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, а также стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов в расчете на одну акцию» (с изменениями от 15 декабря 2005 г.) (утв. приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 15 июня 2005 г. № 05-21/пз-н) [43], а также Методическими указаниями по бухгалтерскому учету и отчетности в паевом инвестиционном фонде (утв. Постановлением Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку от 19 февраля 1996 г. № 4) [35].

Обязательства, подлежащие исполнению за счет активов ПИФ, включают:

- обязательства по формированию резерва предстоящих расходов на выплату вознаграждения управляющей компании, специализированному депозитарию, аудитору, оценщику паевого инвестиционного фонда, и лицу, осуществляющему ведение реестра владельцев инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда;

- обязательства по формированию резерва для возмещения предстоящих расходов, связанных с доверительным управлением открытым ПИФ;

- кредиторскую задолженность.

Кредиторская задолженность представлена:

- обязательствами по возмещению расходов управляющей компании, связанных с доверительным управлением интервальным или закрытым паевым инвестиционным фондом, уплате сумм скидок с расчетной стоимости инвестиционного пая (надбавок к расчетной стоимости инвестиционного пая) управляющей компании паевого инвестиционного фонда и (или) агентам по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев.

- обязательствами управляющей компании ПИФ по выдаче инвестиционных паев, выплате денежной компенсации при погашении инвестиционных паев, передаче денежных средств и (или) иного имущества в другой паевой инвестиционный фонд, на инвестиционные паи которого обмениваются инвестиционные паи данного ПИФ;

— обязательствами по возмещению собственных денежных средств управляющей компании этого фонда, использованных ею для выплаты денежной компенсации в связи с погашением инвестиционных паев, по погашению займов и (или) кредитов, полученных управляющей компанией этого фонда для погашения инвестиционных паев;

— обязательствами по выплате владельцам инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда дохода от доверительного управления имуществом, составляющим такой фонд.

Обеспечивающие субъекты паевого инвестиционного фонда осуществляют свою деятельность на возмездных условиях. Вознаграждение управляющей компании, специализированного депозитария, лица, ведущего реестр владельцев инвестиционных паев, аудитора, оценщика фонда выплачивается за счет имущества, составляющего ПИФ. Общий размер вознаграждения обеспечивающим субъектам предусмотрен в правилах доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Максимальный размер указанных выплат, установленный Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» (ст. 41), не может превышать 10% среднегодовой стоимости чистых активов ПИФ.

В этих условиях при отсутствии равномерного резервирования средств в счет предстоящих расходов на выплату вознаграждения обеспечивающим субъектам и единовременном начислении указанных расходов за счет имущества ПИФ стоимость пая будет распределяться во времени скачкообразно. Следовательно, пайщик, решивший погасить пай в «неблагоприятный» момент единовременного начисления этих расходов, ставится в неравное положение по отношению к другим пайщикам.

Для исключения указанных негативных последствий регулятором предусмотрено формирование резерва предстоящих расходов на выплату вознаграждения управляющей компании, специализированному депозитарию, аудитору, оценщику ПИФ, лицу, осуществляющему ведение реестра владельцев инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда, нарастающим итогом в течение календарного года.

Расчетная величина вознаграждения управляющей компании, специализированного депозитария, аудитора, оценщика ПИФ, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев

паевого инвестиционного фонда, считается равной общему размеру вознаграждения указанным лицам, предусмотренному в правилах доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

Размер сформированного резерва предстоящих расходов на выплату вознаграждения обеспечивающим субъектам ПИФ уменьшается на суммы выплачиваемого указанным лицам вознаграждения за услуги, оказанные в течение календарного года.

Положением [43] предусмотрена также возможность формирования за счет имущества, составляющего открытый паевой инвестиционный фонд, резерва для возмещения предстоящих расходов, связанных с доверительным управлением таким фондом. Формирование указанного резерва осуществляется нарастающим итогом в течение календарного года путем его ежедневного увеличения на сумму, равную одной триста шестьдесят пятой (одной триста шестьдесят шестой) расчетной величины расходов, связанных с доверительным управлением открытым ПИФ.

Расчетная величина расходов, связанных с доверительным управлением открытым паевым инвестиционным фондом, подлежащих возмещению за счет имущества, составляющего такой фонд, считается равной максимальному размеру указанных расходов, предусмотренному в правилах доверительного управления открытым паевым инвестиционным фондом.

Размер сформированного резерва для возмещения предстоящих расходов, связанных с доверительным управлением открытым ПИФ, уменьшается на суммы возмещенных в течение календарного года расходов.

Методическими указаниями по ведению бухгалтерского учета и отчетности в паевом инвестиционном фонде [35] предусмотрено, что в случае превышения фактических расходов над суммой отчислений в резерв они в полном объеме относятся на затраты управляющей компании.

Не допускается формирование резерва для возмещения предстоящих расходов, связанных с доверительным управлением интервальными и закрытыми паевыми инвестиционными фондами, за счет имущества, составляющего такие фонды.

Перечень расходов, связанных с доверительным управлением имуществом ПИФ и оплачиваемых за счет этого имущества, оп-

ределяется управляющей компанией фонда самостоятельно. В письме ФСФР России от 23. 12. 2004 г. № 04-ОВ-01/12334 «О расходах, связанных с доверительным управлением паевым инвестиционным фондом и возмещаемых за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд» [39] содержится указание на то, что расходы управляющей компании по доверительному управлению имуществом паевых инвестиционных фондов могут возмещаться за счет имущества фонда только при условии, что это определено правилами доверительного управления фондом. К таким расходам относятся, в частности, суммы судебных издержек и государственной пошлины, уплачиваемые управляющей компанией в связи с осуществлением доверительного управления фондом, расходы, связанные с осуществлением управляющей компанией прав по ценным бумагам, составляющим фонд, созывом и проведением общих собраний владельцев инвестиционных паев закрытого фонда, предоставлением и опубликованием информации о своей деятельности по доверительному управлению фондом, представлением отчетности в ФСФР России, осуществлением государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним, суммы оплаты юридических услуг, услуг по предоставлению информации, необходимой для осуществления доверительного управления фондом, услуг по проведению экспертизы качества строительных работ, выполненных за счет фонда, и другие аналогичные расходы.

Расходы управляющей компании, не связанные с осуществлением доверительного управления ПИФ, не могут возмещаться за счет имущества, составляющего фонд. Так, за счет указанного имущества не могут возмещаться расходы на рекламу управляющей компании и (или) фонда, производство печатной продукции и проведение иных мероприятий по стимулированию спроса на инвестиционные паи ПИФ, расходы на разработку или приобретение программного обеспечения, материально-техническое оснащение управляющей компании и агентов по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев, проведение аналитических исследований, в том числе исследований конъюнктуры рынка объектов, которые могут составлять активы фонда, и другие аналогичные расходы.

В письме ФСФР от 15. 06. 2005 № 05-сх-01/9800 «О расходах, возмещаемых за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд» [38] указывается, что исполнение обязательств по сделкам с имуществом, составляющим ПИФ, выплата вознаграждений брокерам и возмещение расходов брокеров по оплате услуг организаторов торговли на рынке ценных бумаг и клиринговых организаций (если возмещение таких расходов предусмотрено договором с брокером) осуществляется за счет имущества, составляющего ПИФ. Таким образом, указанные расходы не относятся к расходам управляющей компании, связанным с доверительным управлением и возмещаемым за счет имущества, составляющего ПИФ, и для них правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом не устанавливается максимальный размер.

Согласно Федеральному закону «Об инвестиционных фондах» (ст. 26) для возмещения расходов, связанных с выдачей и погашением инвестиционных паев, правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом могут быть предусмотрены надбавки к расчетной стоимости инвестиционных паев при их выдаче и скидки с расчетной стоимости инвестиционных паев при их погашении. При этом максимальный размер надбавки составляет 1,5% расчетной стоимости инвестиционного пая, а максимальный размер скидки — 3% расчетной стоимости инвестиционного пая.

Величина обязательств управляющей компании ПИФ по выдаче инвестиционных паев определяется суммой денежных средств и (или) оценочной стоимостью иного имущества, поступивших в оплату инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда. В свою очередь сумма денежных средств, поступивших в оплату инвестиционных паев, определяется расчетной стоимостью инвестиционного пая с учетом надбавки, которую может устанавливать управляющая компания. Иным имуществом (недвижимостью, ценными бумагами и т.п.) могут оплачиваться инвестиционные паи закрытых ПИФ, если это предусмотрено правилами доверительного управления этим фондом. Оценочная стоимость такого имущества определяется оценщиком.

Величина обязательств управляющей компании ПИФ по выплате денежной компенсации при погашении инвестиционных паев считается равной сумме денежной компенсации, подлежащей вып-

лате. Сумма денежной компенсации определяется расчетной стоимостью инвестиционного пая с учетом скидки, которая может быть установлена управляющей компанией.

Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» (ст. 22) предусмотрена возможность обмена инвестиционных паев ПИФ (открытого и интервального) по требованию их владельцев на инвестиционные паи другого открытого или интервального паевого инвестиционного фонда соответственно, находящегося в доверительном управлении той же управляющей компании. Величина обязательств управляющей компании паевого инвестиционного фонда, инвестиционные паи которого обмениваются на инвестиционные паи другого ПИФ, по передаче денежных средств и (или) иного имущества в паевой инвестиционный фонд, на инвестиционные паи которого осуществляется обмен, считается равной сумме передаваемых денежных средств и (или) оценочной стоимости иного передаваемого имущества на дату их передачи. Сумма передаваемых денежных средств и (или) оценочной стоимости иного передаваемого имущества соответствует расчетной стоимости инвестиционных паев фонда, заявка на обмен которых подана.

Ст. 25 и 40 Федерального закона «Об инвестиционных фондах» разрешают управляющей компании в случае недостаточности денежных средств, составляющих паевой инвестиционный фонд, использовать для выплаты денежной компенсации собственные денежные средства или средства, полученные на условиях договоров займа или кредитных договоров и подлежащие возврату за счет имущества, составляющего фонд. При этом управляющая компания не вправе взимать проценты за пользование ее денежными средствами.

Совокупный объем задолженности, подлежащей погашению за счет имущества, составляющего ПИФ, по всем договорам займа и кредитным договорам, не должен превышать 10% стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда. Срок привлечения заемных средств по каждому договору займа и кредитному договору (включая срок продления) не может быть больше трех месяцев.

Величина обязательств по погашению за счет имущества, составляющего ПИФ, займов и (или) кредитов, полученных управляющей компанией этого фонда для погашения инвестиционных паев, определяется исходя из суммы займов (кредитов) и размера процентов по ним.

Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» (ст. 14) предусмотрено, что инвестиционный пай закрытого ПИФ предоставляет его владельцу право на получение дохода от доверительного управления имуществом, составляющим фонд, если правилами доверительного управления этим паевым инвестиционным фондом предусмотрена выплата такого дохода. При этом согласно Положению о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания владельцев инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда (утв. постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 11 сентября 2002 г. № 36/пс) [42] решения по вопросам установления или исключения права владельцев инвестиционных паев на получение дохода от доверительного управления фондом, изменения порядка определения размера дохода от доверительного управления фондом, распределяемого между владельцами инвестиционных паев, принимает общее собрание пайщиков.

Величина обязательств по выплате владельцам инвестиционных паев закрытого ПИФ дохода от доверительного управления имуществом, составляющим такой фонд, считается равной сумме подлежащего выплате дохода.

Таким образом, на величину обязательств ПИФ регулятором наложены ограничения сверху путем установления их максимального удельного веса в среднегодовой стоимости чистых активов фонда, максимальной величины и максимального срока, а также предусмотрен запрет на определенные их виды, погашаемые за счет имущества, составляющего ПИФ.

Рассмотрение перечня обязательств и порядка расчета их величины позволяет идентифицировать риски высокой величины обязательств, подлежащих исполнению за счет активов паевого инвестиционного фонда. К ним можно отнести:

- риск высоких расходов на выплату вознаграждения обеспечивающим субъектам ПИФ;
- риск высоких расходов, связанных с доверительным управлением ПИФ;
- риск высоких расходов, связанных с исполнением обязательств по сделкам с имуществом, составляющим ПИФ (операционных расходов);

— риск ошибок при формировании резерва предстоящих расходов на выплату вознаграждения обеспечивающим субъектам, резерва для возмещения предстоящих расходов, связанных с доверительным управлением открытым ПИФ, при определении расходов, связанных с доверительным управлением интервальным и закрытым ПИФ, операционных расходов;

— риск покрытия за счет имущества ПИФ расходов, не связанных с доверительным управлением фондом, возмещением вознаграждения обеспечивающим субъектам, операционными расходами;

— риск ведения реестра владельцев инвестиционных паев, который представлен неопределенной возможностью несвоевременного внесения записей в реестр в случае приобретения инвестиционных паев, их погашения и обмена, случайных и преднамеренных ошибок при внесении записей в реестр;

— риск нарушения сроков выдачи инвестиционных паев, выплаты (передачи) денежных средств (и (или) иного имущества) при погашении (обмене) инвестиционных паев;

— валютный риск. Согласно Положению [43], выраженные в иностранной валюте обязательства, подлежащие исполнению за счет указанных активов, принимаются в расчет стоимости чистых активов в рублях по курсу Центрального банка РФ на момент определения стоимости чистых активов. Неопределенная возможность неблагоприятного изменения курсов иностранных валют может привести к росту величины обязательств, выраженных в иностранной валюте;

— риск неверной оценки расчетной стоимости инвестиционного пая, которая принимается во внимание при выдаче, обмене и погашении инвестиционных паев. Завышение расчетной стоимости инвестиционного пая при погашении приведет к росту величины обязательств фонда, а значит к снижению его стоимости чистых активов. Занижение расчетной стоимости инвестиционного пая при погашении негативным образом отразится на доходе инвестора со всеми вытекающими отсюда последствиями вплоть до потери доверия к отрасли. Ошибки при оценке расчетной стоимости инвестиционного пая при обмене повлияют на стоимость активов сразу двух фондов: фонда, инвес-

тиционные паи которого обмениваются, и фонда, на инвестиционные паи которого производится обмен.

В этих условиях «Типовыми» правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом (открытым, интервальным и закрытым) [59; 60; 61] предусмотрена ответственность управляющей компании перед владельцами инвестиционных паев в размере реального ущерба в случае причинения им убытков в результате нарушения Федерального закона «Об инвестиционных фондах», иных федеральных законов и правил фонда, в том числе за неправильное определение суммы, на которую выдается инвестиционный пай, и суммы денежной компенсации, подлежащей выплате в связи с погашением инвестиционного пая.

Так, если в результате ошибочного расчета стоимости чистых активов отклонение от расчетной стоимости составляет не менее 0,5% расчетной стоимости инвестиционного пая, и владельцу инвестиционных паев причитается определенная сумма, то управляющая компания выплачивает ее за счет имущества, составляющего фонд.

Если в результате ошибочного расчета стоимости чистых активов отклонение от расчетной стоимости составляет не менее 0,5% расчетной стоимости инвестиционного пая, и в счет имущества, составляющего фонд, причитается определенная сумма, управляющая компания выплачивает ее за свой счет;

— риск смены собственника управляющей компании, который в современных условиях является крайне болезненным для России. Смена собственника управляющей компании неизбежно связана с дополнительными издержками, покрываемыми за счет имущества ПИФ. Кроме того, потенциально смена собственника несет риск смены управляющих, которые чаще всего являются важнейшим ценным активом компании, что в свою очередь может быть связано с низкой квалификацией нового менеджмента, со снижением качества инвестиционных услуг.

Риски высокой величины обязательств, подлежащих исполнению за счет активов ПИФ, в обобщенном виде представлены в таблице 2. 7.

Риски высокой величины обязательств, подлежащих исполнению за счет активов паевого инвестиционного фонда, в процессе его функционирования в стандартном режиме

Риски высокой величины обязательств, подлежащих исполнению за счет активов паевого инвестиционного фонда					
Уровень управления риском	Вид риска (риск-негатив, риск-позитив)	Источник риска (чья деятельность генерирует риск)	Риски игрового уровня	Риски первого уровня	
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Управляющая компания, специализированный дилетант	Риск высоких расходов на выплату вознаграждения обеспечивающим субектам ПИФ	Риск высоких расходов, связанных с доверительным управлением ПИФ	
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Управляющая компания, специализированный дилетант	Риск негатив	Риск высоких расходов, связанных с исполнением обязательств по сделкам с имуществом, составляющим ПИФ	
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Управляющая компания, специализированный дилетант	Риск негатив	Риск ошибок при формировании резервов, при определении расходов, связанных с доверительным управлением интервалами и закрытием ПИФ, операционных расходов	
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Управляющая компания, специализированный дилетант	Риск негатив	Риск покрытия за счет имущества ПИФ расходов, не связанных с доверительным управлением фондом, возмещением вознаграждения обеспечивающим субектам, операционными расходами	
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Лидо, осуществляющее ведение реестра владельцев инвестиционных паев	Риск негатив	Риск ведения реестра для владельцев инвестиционных паев	
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Управляющая компания, специализированный дилетант	Риск негатив	Риск нарушения сроков выдачи инвестиционных паев, выплаты (передачи) денежных средств (и (или) иного имущества) при погашении (обмене) инвестиционных паев	
Государственный и институциональный	Риск-негатив и риск-позитив	Объем и направление внешней торговли и потоков капитала, политические события и др.	Риск негатив и риск-позитив	валютный риск	
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Управляющая компания, специализированный дилетант	Риск негатив	Риск непервой оплаты расчетной стоимости паев, выплаты которых производится по номиналу при выдаче, обмене и погашении инвестиционных паев	
Государственный и институциональный	Риск-негатив	Управляющая компания	Риск негатив	Риск смены собственника управляющей компании	

Анализ рисков высокой величины обязательств, подлежащих исполнению за счет активов ПИФ, позволяет сделать следующие выводы:

Во-первых, данные риски являются рисками-опасностями, т. е. их реализация приводит к росту обязательств фонда и, следовательно, при прочих равных условиях, к снижению стоимости чистых активов ПИФ;

Во-вторых, источником этих рисков выступает, прежде всего, деятельность обеспечивающих субъектов ПИФ: управляющей компании, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщика;

В-третьих, практически отсутствует возможность у управляющей компании ПИФ влиять на величину обязательств в сторону их увеличения по причине высокой урегулированности этих возможностей Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» и другими нормативными правовыми актами;

В-четвертых, важнейшим условием успешного управления этими рисками (прежде всего, превентивного) является надлежащее исполнение обязанностей специализированного депозитария по контролю за распоряжением имуществом, составляющим ПИФ, определением СЧА и расчетной стоимости инвестиционного пая ПИФ.

Снижение рисков высокой величины обязательств может быть обеспечено, в первую очередь, за счет развития и поддержания здоровой конкуренции на рынке коллективных инвестиций и в целом между институтами финансового рынка за сбережения населения.

Таким образом, определяющим фактором роста СЧА паевого инвестиционного фонда является рост рыночной стоимости активов ПИФ.

Перейдем к выявлению другой группы рисков снижения стоимости чистых активов ПИФ — рискам низкой рыночной стоимости активов фонда. Состав активов ПИФ различных типов и категорий установлен Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» и Положением 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) [45].

Рисками низкой рыночной стоимости активов паевого инвестиционного фонда (рисками второго уровня по отношению к системообразующей цели коллективного инвестиционного фонда) могут быть (см. табл. 2. 8):

- риск отсутствия (недостаточного притока) новых инвестиций в паевую инвестиционный фонд;

- риск, связанный с неисполнением или ненадлежащим исполнением обязанностей обеспечивающих субъектов паевого инвестиционного фонда: управляющей компании, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев

инвестиционных паев, коммерческого банка, обслуживающего управляющую компанию ПИФ и др.;

— риск неадекватного оценивания рыночной стоимости активов фонда;

— инвестиционные риски, обусловленные непосредственно инвестиционной деятельностью управляющей компании.

Таблица 2. 8

Риски низкой рыночной стоимости активов паевого инвестиционного фонда

Уровень рисков	Перечень рисков			
Риски первого уровня	Риски низкой рыночной стоимости активов паевого инвестиционного фонда			
Риски второго уровня	Риск отсутствия (недостаточного притока) новых инвестиций в фонд	Риск, связанный с деятельностью обеспечивающих субъектов ПИФ	Риск неадекватного оценивания рыночной стоимости активов фонда	Инвестиционные риски

Рассмотрим содержание этих рисков последовательно.

Одним из источников финансирования инвестиционной деятельности управляющей компании паевого инвестиционного фонда выступают денежные средства пайщиков (и иное имущество для закрытых ПИФ), поступающие в обмен на инвестиционные паи фонда.

В условиях регулярного погашения инвестиционных паев неопределенная возможность отсутствия (недостаточного притока) новых инвестиций в фонд за счет дополнительной покупки паев «старыми» пайщиками, поступления инвестиционных сбережений «новых» пайщиков является существенным риском снижения рыночной стоимости активов ПИФ (прежде всего, открытых и интервальных) и может привести к недостижению инвестиционной цели владельцев инвестиционных паев и возникновению основания прекращения ПИФ.

Учредители доверительного управления — физические и юридические лица, инвестируя свои сбережения в инвестиционные паи ПИФ, преследуют общие цели инвестиционной деятельности —

получение прибыли. Прибыль владельца инвестиционного пая формируется как разность между ценой погашения пая и ценой его выдачи за вычетом налога. Следовательно, реализация инвестиционной цели пайщиков — получение инвестиционного дохода возможна лишь в случае роста цены пая. Несоблюдение этого условия чревато для управляющей компании потерей клиентов, а в конечном итоге, и бизнеса. Более того, пренебрежение этим условием может поставить под угрозу само существование и развитие отрасли ПИФ, поскольку всегда существует для среднего инвестора возможность размещения своего капитала во вклад с гарантированной доходностью и поэтому с меньшим риском, чем приобретение инвестиционного пая ПИФ.

В основе цены инвестиционного пая лежит его стоимость, которая корректируется на величину скидки или надбавки в зависимости от того, определяется ли цена погашения или цена выдачи инвестиционного пая. Стоимость же пая (кроме случаев формирования ПИФ и его прекращения) определяется путем деления стоимости чистых активов фонда на количество инвестиционных паев фонда, указанных в реестре владельцев инвестиционных паев фонда на дату определения стоимости чистых активов ПИФ. Нетрудно показать, что для реализации инвестиционной цели пайщиков ПИФ темп роста стоимости чистых активов фонда за период при прочих равных условиях должен быть определенным образом увязан с темпом роста количества инвестиционных паев, зарегистрированных в реестре владельцев паев за этот же временной период. Введем следующие обозначения:

V_0, V_1 — стоимость пая на начало и конец периода (в качестве периода может быть принят год) соответственно;

P_0, P_1 — цена пая на начало и конец временного периода;

Q_0, Q_1 — количество паев, зарегистрированных в реестре владельцев инвестиционных паев на начало и конец соответствующего периода времени;

t — ставка НДФЛ для физических лиц (налога на прибыль для юридических лиц);

VNA_0, VNA_1 — стоимость чистых активов фонда на начало и конец соответствующего временного периода.

В этих обозначениях цена пая на начало и конец периода с учетом надбавки и скидки определится следующим образом:

$$P_0 \leq V_0 + 0.015 \cdot V_0 = 1.015 V_0, \quad P_1 \geq V_1 - 0.03 \cdot V_1 = 0.97 \cdot V_1. \quad (1)$$

Доходность пая за период с учетом налогообложения составит:

$$R = \frac{(P_1 - P_0) \cdot (1 - t)}{P_0} = (1 - t) \cdot \left(\frac{P_1}{P_0} - 1 \right).$$

Управляющая компания должна управлять имуществом ПИФ в интересах владельцев инвестиционных паев, следовательно, доходность пая должна быть положительной величиной, т. е.

$$\frac{P_1}{P_0} > 1.$$

Выразим цены инвестиционного пая на начало и конец периода через стоимость чистых активов и выясним условие достижения положительной доходности инвестиций владельца инвестиционных паев:

$$\frac{0.97 \cdot V_1}{1.015 \cdot V_0} = \frac{0.97 \frac{VNA_1}{Q_1}}{1.015 \frac{VNA_0}{Q_0}} = \frac{0.97 \cdot VNA_1}{1.015 \cdot VNA_0} \cdot \frac{Q_0}{Q_1} > 1. \quad (2)$$

Решим это неравенство:

$$\frac{0.97 \cdot VNA_1}{1.015 \cdot VNA_0} > \frac{Q_1}{Q_0}, \quad \frac{VNA_1}{VNA_0} > \frac{1.015 \cdot Q_1}{0.97 \cdot Q_0}.$$

Таким образом,

$$\text{Темп роста } VNA > \text{Темпа роста } Q \cdot k, \text{ где } k = \frac{1.015}{0.97} \cong 1.046.$$

Из формул (1), (2) следует, что данное значение коэффициента k является максимальным. Этот результат определяет условие реализации пайщиками ПИФ своей инвестиционной цели — получение прибыли от инвестиций: темп роста СЧА фонда за анализируемый период должен быть больше темпа роста числа инвестиционных паев, зарегистрированных в реестре, с учетом корректирующего коэффициента за этот же период.

Отсутствие (недостаточный приток) новых инвестиций в фонд может быть, в первую очередь, следствием отсутствия (или недостаточного) спроса на инвестиционные пай со стороны владельцев

инвестиционных паев ПИФ и потенциальных инвесторов. Риски низкого спроса на инвестиционные паи ПИФ подробно рассмотрены в § 2. 1 настоящей главы.

Другая группа рисков низкой рыночной стоимости активов ПИФ связана с деятельностью обеспечивающих субъектов коллективного инвестиционного фонда: управляющей компанией, коммерческим банком, обслуживающим управляющую компанию ПИФ, специализированным депозитарием, лицом, осуществляющим ведение реестра владельцев инвестиционных паев. Содержательное описание этой группы рисков также проведено в § 2. 1 настоящей главы.

Третья группа рисков низкой рыночной стоимости активов ПИФ представлена рисками неадекватного оценивания рыночной стоимости активов фонда.

Стоимость активов ПИФ, учитываемых при определении СЧА, определяется как сумма:

- денежных средств на счетах (расчетный счет, валютный счет, касса) и во вкладах;
- оценочной стоимости ценных бумаг и имущества, составляющих данные активы;
- дебиторской задолженности, возникшей в результате совершения сделок с указанными активами.

Согласно методу накопления активов рыночная стоимость финансовых активов, если актив является ликвидным или хотя бы регулярно котируемым, берется с фондового рынка. В противном случае рыночная стоимость актива специально оценивается исходя из ожидаемых по активу доходов. Общий подход к оценке дебиторской задолженности состоит в том, что в расчет необходимо брать ее текущую стоимость.

Если рыночная стоимость активов берется с рынка, то причинами ее неадекватного оценивания являются ошибки рынка, возникающие вследствие того, что рынок не удовлетворяет требованиям, позволяющим формировать рыночную стоимость активов, обращающихся на нем. Рынок, правильно оценивающий рыночную стоимость активов, называется эффективным. Условия эффективности рынка капитала раскрыты, например, в [19; 20]. Совершенно эффективный рынок является теоретической абстракцией. Исследования, проведенные за рубежом, показывают, что важнейшие рынки ценных бумаг являются эффективными, но не идеально эффективными [20, с. 18].

Ошибки рынка при оценке рыночной стоимости активов могут привести как к ее завышению, так и к занижению. С точки зрения стратегической цели управления коллективным инвестиционным фондом в долгосрочной перспективе любое отклонение от рыночной стоимости актива следует рассматривать как риск-опасность, поскольку появление на рынке новой информации о данном активе приведет к переоценке его рыночной стоимости и, следовательно, отразится при прочих равных условиях на рыночной стоимости активов фонда с вытекающими отсюда последствиями для его пайщиков.

В этих условиях принципиальное значение имеет утвержденная методика оценки рыночной стоимости активов паевого инвестиционного фонда.

Положением о порядке и сроках определения стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов, стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов расчетной стоимости инвестиционных паев инвестиционных фондов, а также стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов в расчете на одну акцию [43] установлен порядок определения:

- оценочной стоимости ценных бумаг, допущенных к торгам российским организатором торговли на рынке ценных бумаг, с учетом требований к деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, установленных нормативными правовыми актами ФСФР;

- оценочной стоимости внешних облигационных займов РФ, ценных бумаг иностранных государств, ценных бумаг международных финансовых организаций, еврооблигаций иностранных коммерческих организаций;

- оценочной стоимости акций иностранных акционерных обществ и облигаций иностранных коммерческих организаций;

- оценочной стоимости других ценных бумаг.

Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов (утв. приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 30 марта 2005 г. № 05-8/пз-н) (с изменениями от 15 декабря 2005 г., 22 июня 2006 г.) (ст. 12) [45] разрешает включать в состав активов ПИФ акции иностранных акционерных обществ и облигации иностранных коммерческих организаций при условии, что они прошли процедуру листинга на фондовых биржах, находящихся на территории государств, с государственными органами которых, осущес-

ствляющими контроль на рынке ценных бумаг, ФСФР России заключены в установленном порядке соглашения о взаимодействии и обмене информацией. Кроме того, это Положение запрещает включать в состав активов ПИФ ценные бумаги иностранных государств и ценные бумаги международных финансовых организаций, не включенные в перечень, утвержденный федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Управляющая компания определяет наименования российских организаторов торговли и иностранных фондовых бирж, по результатам торгов на которых определяется оценочная стоимость ценных бумаг, или правила их выбора. Эта информация в обязательном порядке включается в Правила определения стоимости активов паевого инвестиционного фонда и величины обязательств, подлежащих исполнению за счет указанных активов. Правила и изменения в них представляются управляющей компанией ПИФ в уведомительном порядке в ФСФР.

В случае оценки рыночной стоимости активов независимым оценщиком, причинами ее неверной оценки являются ошибки оценщика, которые были рассмотрены в § 2. 1.

Наконец, неадекватное оценивание рыночной стоимости активов ПИФ может быть обусловлено неправильной оценкой рыночной стоимости активов в случае, когда актив не может быть оценен рынком (отсутствует признаваемая котировка ценной бумаги) и (или) не подлежит оценке независимым оценщиком фонда. Такие активы оцениваются согласно порядку, предусмотренному Положением [43]. В частности, факторами этого риска могут быть неверная оценка расчетной стоимости инвестиционного пая, ипотечного сертификата участия, оценочной стоимости облигаций, акций, манипулирование ценами на ценные бумаги, составляющие активы паевого инвестиционного фонда, кредитный риск эмитента ценных бумаг, коммерческого банка, с которым управляющая компания заключила договор банковского вклада и (или) договор банковского счета, и др. риски.

Одним из слагаемых рыночной стоимости активов ПИФ является дебиторская задолженность, с которой связан риск несвоевременного погашения дебиторской задолженности. Появление дебиторской задолженности вызвано отсрочкой поступления денег за активы фонда, проданные управляющей компанией, процентного (купонного) дохода по составляющим активы ПИФ денеж-

ным средствам на счетах и во вкладах и ценным бумагам. Особую опасность представляет просроченная и безнадежная дебиторская задолженность, обусловленная материализацией кредитного риска коммерческого банка, с которым заключен договор банковского вклада и (или) договор банковского счета, покупателя и эмитента ценных бумаг, рисков участников биржевой торговли. Поэтому рост дебиторской задолженности может приводить к значительному увеличению рыночной стоимости активов ПИФ в краткосрочной перспективе и ее резкому снижению в долгосрочный период.

Регулятором введены ограничения на величину дебиторской задолженности в целом, ее срок и на величину просроченной дебиторской задолженности, в частности. Согласно Положению [43] (ст. 24) просроченная в течение 6 месяцев дебиторская задолженность, возникшая в результате совершения сделок с активами паевого инвестиционного фонда, уменьшается для целей определения стоимости чистых активов на 30% на дату истечения указанного 6-месячного срока, а в дальнейшем ежедневно уменьшается на величину, определяемую исходя из 30% годовых.

Одним из существенных факторов неадекватного оценивания активов ПИФ является неисполнение или ненадлежащее исполнение специализированным депозитарием ПИФ обязанностей по учету и хранению имущества, составляющего ПИФ, контролю за распоряжением этим имуществом, определением стоимости чистых активов фонда и расчетной стоимости инвестиционного пая.

Фактором риска неадекватного оценивания активов может быть метод определения СЧА и расчетной стоимости инвестиционного пая. Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» (ст. 26) предусмотрен форвардный метод оценки расчетной стоимости инвестиционного пая ПИФ, согласно которому расчетная стоимость инвестиционного пая определяется путем деления СЧА ПИФ, рассчитанной на день не ранее дня принятия заявок на приобретение, погашение или обмен инвестиционных паев, на количество инвестиционных паев, указанное в реестре владельцев инвестиционных паев этого ПИФ.

В таблице 2. 9 представлена обобщающая информация о рисках неадекватного оценивания рыночной стоимости активов ПИФ в процессе его функционирования в стандартном режиме.

**Риски неадекватного оценивания рыночной стоимости активов
паевого инвестиционного фонда в процессе
его функционирования в стандартном режиме**

Риски второго уровня	Риски неадекватного оценивания рыночной стоимости активов паевого инвестиционного фонда					
Риски третьего уровня	Ошибки рынка	Ошибки оценки рыночной стоимости активов независимым оценщиком ПИФ	Неправильная оценка рыночной стоимости активов в случае, когда актив не может быть оценен рынком и (или) не подлежит оценке независимым оценщиком фонда			
Риски четвертого уровня	Факторы низкой эффективности рынка капитала	Ошибки оценщика при оценке соответствующих объектов, неверный выбор подхода и метода оценки, ошибки в применении выбранного метода (методов) оценки и др.	Неверная оценка расчетной стоимости инвестиционного пая, инвентарного	Неверная оценка справедливой стоимости	Кредитный риск эмитента ценных бумаг, коммерческого банка	Манипулирование ценами на ценные бумаги, составляющие активы ПИФ и др. риски
Источник риска (чья деятельность генерирует риск)	Макроэкономические факторы, в том числе регулирование	Оценщик, рейтинговые агентства	Управляющая компания и специализированный депозитарий	Управляющая компания и специализированный депозитарий	Управляющая компания и специализированный депозитарий	Управляющая компания и специализированный депозитарий
Вид риска (риск-негатив, риск-позитив)	Риск-негатив	Риск-негатив	Риск-негатив	Риск-негатив	Риск-негатив	Риск-негатив
Уровень управления риском	Государственный и институциональный	Государственный и институциональный	Государственный и институциональный	Государственный и институциональный	Государственный и институциональный	Государственный и институциональный

Риски неадекватного оценивания рыночной стоимости активов ПИФ являются рисками-опасностями, следовательно, их реализация приводит к снижению СЧА паевого инвестиционного фонда. В то же время, по нашему мнению, степень влияния этих рисков на стоимость чистых активов ПИФ в долгосрочной перспективе не является угрожающей. Данные риски более статичны, оценка рыночной стоимости активов

зависит от степени эффективности рынка капитала, может носить субъективный характер в случае ее оценки независимым оценщиком и в значительной степени определяется принятой методикой оценки, фактор времени не играет в этом вопросе решающей роли. Наконец, в условиях функционирования ПИФ в стандартном режиме управляющая компания может передать права и обязанности оценщика другому лицу.

Серьезным препятствием материализации этих рисков является, по нашему мнению, ответственность управляющей компании, в том числе за неправильное определение суммы, на которую выдается инвестиционный пай, и суммы денежной компенсации, подлежащей выплате в связи с погашением инвестиционного пая, предусмотренная Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» (ст. 16) и Типовыми правилами доверительного управления ПИФ [59; 60; 61], а также ответственность специализированного депозитария (солидарная с управляющей компанией) перед владельцами инвестиционных паев в случае неисполнения или ненадлежащего исполнения обязанностей по контролю за распоряжением имуществом, составляющим фонд, и ответственность лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, (субсидиарная с управляющей компанией) перед приобретателями и владельцами инвестиционных паев за неисполнение или ненадлежащее исполнение обязанностей по ведению реестра владельцев инвестиционных паев, предусмотренных Федеральным законом «Об инвестиционных фондах», правилами фонда и договором с управляющей компанией.

Опыт зарубежных инвестиционных фондов показывает, что в долгосрочной перспективе «добившиеся успеха управляющие всегда отличались ясным стилем инвестиционной деятельности, который они оттачивали и совершенствовали в течение многих лет» [62, с. 118]. Поэтому в стратегическом плане определяющее значение для достижения системообразующей цели коллективного инвестиционного фонда имеет управление инвестициями как центральный аспект деятельности управляющей компании инвестиционного фонда в процессе его функционирования в стандартном режиме. Поэтому решающую роль в снижении рыночной стоимости активов ПИФ играют инвестиционные риски.

Инвестиционные риски ПИФ — есть неопределенная возможность недополучения инвестиционного дохода, обусловленная возможностью потери активов или недополучения доходов по ним, которая может привести к снижению рыночной стоимости активов

фонда. Это риски низкой доходности активов и высокой их рискованности из-за проблем в области инвестиционной деятельности.

К инвестиционным рискам, связанным непосредственно с инвестиционной деятельностью управляющей компании паевого инвестиционного фонда, можно отнести следующие:

— валютный риск, который представляет собой неопределенную возможность возникновения денежных потерь в результате колебаний валютных курсов. В состав активов ПИФ могут входить иностранная валюта, ценные бумаги иностранных государств, международных финансовых организаций, акции иностранных акционерных обществ, облигации иностранных коммерческих организаций. Согласно Положению [43], выраженные в иностранной валюте активы ПИФ принимаются в расчет стоимости чистых активов в рублях по курсу Центрального банка РФ на момент определения стоимости чистых активов. Неопределенная возможность неблагоприятного изменения курса национальной валюты, например, к доллару США и ЕВРО может привести к снижению стоимости активов, выраженных в иностранной валюте. Но возможна и обратная ситуация, когда валютный риск оборачивается для паевого инвестиционного фонда приростом его имущества;

— риск инфляции — риск того, что полученные доходы в результате высокой инфляции обесцениваются быстрее, чем растут (с точки зрения покупательной способности). Инвестора ПИФ, как и любого инвестора, интересует реальный рост стоимости инвестиционного пая (реальный рост его доходов). Вместе с тем риск снижения покупательной способности денег вследствие инфляционного воздействия для всех видов инвестиций весьма высок;

— риск ликвидности активов паевого инвестиционного фонда — связан с возможностью продажи имущества, составляющего ПИФ, управляющей компанией по невыгодной цене (с существенными потерями) в короткие сроки в случае недостаточности денежных средств фонда для выполнения обязательств, подлежащих исполнению за счет активов фонда. Значение риска ликвидности для ПИФ в процессе его функционирования в стандартном режиме зависит от операционной структуры фонда. Открытые ПИФ должны иметь часть активов с мгновенной ликвидностью, т. к. обязательства по погашению инвестиционных паев и выплате соответствующей денежной компенсации у них могут возникать каждый рабочий день;

— процентный риск — связан с расхождением между реальной рыночной нормой доходности и той, которая обеспечивается сформированным инвестиционным портфелем фонда. Это может быть, например, в случае, когда в инвестиционном портфеле большой удельный вес имеют долговые ценные бумаги с фиксированной нормой доходности, существенно меньшей по сравнению с рыночной. Изменение рыночной нормы доходности неизбежно повлечет за собой изменение рыночной стоимости долговых ценных бумаг, что в свою очередь отразится на рыночной стоимости активов коллективного инвестиционного фонда при прочих равных условиях;

— риск участия — обусловлен тем, что в состав имущества фонда могут входить акции акционерных обществ и поэтому рыночная стоимость активов фонда будет зависеть от трудностей той компании, чьи акции входят в состав имущества ПИФ. Это специфический риск, обусловленный производственной эффективностью отдельной компании, а также риском корпоративного управления (риск взаимоотношений собственников и менеджмента), риском корпоративных событий;

— риск использования производных финансовых инструментов (фьючерсов, опционов и т.п.). Использование производных финансовых инструментов связано с потенциальным риском неправильной оценки кредитных, рыночных рисков и рисков ликвидности. Финансовые инновации переносят ценовой или рыночный риск от одного участника к другому, но не устраняют риск как таковой. Кроме этого, неумение, недостаточный опыт работы управляющей компании с производными финансовыми инструментами также могут усилить возможное отрицательное влияние фактора использования деривативов. Отметим, что Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» (ст. 40) установлены ограничения на совершение сделок с опционами, форвардными и фьючерсными контрактами за счет имущества, составляющего ПИФ. Они могут совершаться только в целях уменьшения риска снижения стоимости активов ПИФ, при этом общий размер обязательств по опционам, форвардным и фьючерсным контрактам, не может составлять более 10% стоимости активов фонда. В то же время использование деривативов управляющей компанией ПИФ до сих пор остается в значительной степени неурегулированным;

— риск законодательных изменений, влияющих на результаты инвестиционной деятельности управляющей компании ПИФ, обусловлен возможностью принятия нормативных актов на уровне государства, непосредственно или опосредованно либо противоречащих целям инвестиционной деятельности коллективного инвестора, либо ограничивающих возможности инвестиционной деятельности институтов коллективного инвестирования. Это вероятность принятия законодателями и введения в действие новых налогов и сборов, ухудшающих налоговое бремя хозяйствующих субъектов и инвесторов на рынке ценных бумаг;

— риск выбора типа и категории ПИФ — связан с выбором управляющей компанией типа (открытый, интервальный и закрытый) и категории ПИФ. Выбор типа ПИФ уже накладывает ограничения на уровень инвестиционного риска фонда и, следовательно, на его доходность. Выбор категории фонда конкретного типа увеличивает количество значений этих показателей в пределах уровня инвестиционного риска и доходности, определяемых типом фонда;

— риск потери ключевого менеджера — вероятность того, что ключевой менеджер, в течение ряда лет успешно управлявший паевым инвестиционным фондом, оставит этот фонд. Если его трудно заменить, то инвесторы могут потерять доверие к фонду и потребовать в массовом порядке погашения инвестиционных паев. Это заставит управляющую компанию распродавать активы фонда по заниженным ценам, что в свою очередь приведет к снижению стоимости пая ПИФ. Этот риск свойственен управляющим компаниям с одним фондом или одним менеджером;

— риск изменчивости фондового рынка (курсовой риск или фондовый риск) — неопределенная возможность изменения курсов ценных бумаг под влиянием политических и экономических событий в мировом масштабе;

— кредитный риск эмитента долговых ценных бумаг, составляющих активы ПИФ, — неопределенная возможность просрочки исполнения эмитентом обязательств по выплате процентного (купонного) дохода и основной суммы долга по ценным бумагам;

— риск соотношения активов, или селективный риск, обусловлен выбором управляющей компанией ПИФ (в зависимости от его типа и категории) направлений и долей инвестиций в активы в пре-

делах ограничений, установленных нормативными правовыми актами. Это отражается в инвестиционной декларации правил доверительного управления ПИФ. Известно, что у каждого типа размещения капитала есть базовые характеристики риска. Однако в каждом конкретном случае риск определяется конкретными особенностями данного инструмента;

— риск выбора инвестиционной стратегии. Выбор инвестиционной стратегии — прерогатива портфельных менеджеров управляющей компании ПИФ и зависит от их трейдерских способностей. Независимо от типа фонда и его категории управляющая компания может выбрать активную, пассивную или смешанную стратегию управления инвестиционным портфелем, каждая из которых приводит к различным значениям риска и доходности в условиях растущего, нейтрального или падающего рынков;

— риск упущенной выгоды заключается в том, что возникает финансовый ущерб в результате неосуществления другого инвестиционного решения;

— биржевые риски представляют собой опасность потерь от биржевых сделок. Практически вся биржевая активность подвержена не одному, а совокупности рисков, в зависимости от обстоятельств, складывающихся на рынках, а также от деятельности и профессионализма участников биржевой торговли;

— риск бизнеса связан с общим состоянием экономики, в том числе с состоянием финансового рынка в целом. Рынок акций слабо диверсифицирован, большую его часть занимают бумаги нефтегазового сектора. Даже акций с достаточной ликвидностью, чтобы включать их в состав портфеля, в России пока довольно мало. В настоящее время наиболее ликвидными являются акции ОАО «Газпром» и акции РАО ЕЭС;

— др. риски.

Здесь перечислены типовые инвестиционные риски. Количество видов инвестиционных рисков значительно расширяется в зависимости от типа и категории фонда, что связано не только с появлением новых видов активов, но и появлением новых контрагентов.

Все множество инвестиционных рисков можно разделить на две группы: риски финансового рынка и риски реализации инвестицион-

ных услуг. К рискам финансового рынка следует отнести: валютный риск, риск инфляции, риск использования производных финансовых инструментов, риск процентной ставки, риск участия, риск изменчивости фондового рынка (курсовой риск), биржевые риски, риск бизнеса, риск законодательных изменений. Риски финансового рынка предопределены внешними по отношению к коллективному инвестору макроэкономическими и нормативными правовыми условиями деятельности. Эти условия определяются текущей емкостью и доходностью отечественного и международного финансовых рынков, на которых коллективный инвестор проводит операции и сделки; негативными общими и структурными (отраслевыми и региональными) тенденциями экономического развития; неблагоприятными изменениями государственной экономической политики; неблагоприятными изменениями отечественных и зарубежных нормативных правовых условий деятельности коллективных инвесторов. Типичные риски финансового рынка (риск процентной ставки, валютный риск, риск изменчивости фондового рынка и т. д.) носят спекулятивный характер, т. е. исходы этих рисков могут быть связаны как с отрицательными, так и с положительными последствиями для коллективного инвестиционного фонда.

Другая группа инвестиционных рисков представлена рисками реализации инвестиционных услуг. К ним следует отнести риск ликвидности активов, риск выбора типа и категории ПИФ, риск потери ключевого менеджера, селективный риск, риск выбора инвестиционной стратегии, риск упущенной выгоды и др. Именно в процессе реализации инвестиционных услуг осуществляется управление рисками финансового рынка. Риски реализации инвестиционных услуг являются рисками-опасностями и представляют собой внутренние риски коллективного инвестиционного фонда. Качество инвестиционных услуг в значительной степени связано с человеческим фактором, его знаниями, опытом, способностями к данному виду бизнеса.

Обобщенная характеристика инвестиционных рисков ПИФ представлена в таблице 2. 10.

Инвестиционные риски паевого инвестиционного фонда

Вид риска (риск-негатив, риск-позитив)	Источник риска (чья деятельность генерирует риск)	Риски четвертого уровня	Риски третьего уровня	Риски второго уровня
				Инвестиционные риски
Риск-негатив и риск-позитив	Объем и направление внешней торговли и потоков капитала, политические события и др.	Валютный риск	Риски финансового рынка	Риски реализации инвестиционных услуг
Риск-негатив и риск-позитив	Денежно-кредитная политика	Риск инфляции		
Риск-негатив и риск-позитив	Акционерное общество, акции которого входят в состав активов ПИФ	Риски участия		
Риск-негатив и риск-позитив	Макроэкономические и отраслевые условия деятельности	Курсовой риск (риск изменчивости фондового рынка)		
Риск-негатив и риск-позитив	Регулятор, управляющая компания, состояние финансового рынка	Риск использования деривативов		
Риск-негатив и риск-позитив	Экономическая и денежно-кредитная политика	Процентный риск		
Риск-негатив	Управляющая компания, рейтинговые агентства	Кредитный риск эмитента долговых ценных бумаг		
Риск-негатив и риск-позитив	Общее состояние экономики и финансового рынка	Риск бизнеса и др. риски	Риски реализации инвестиционных услуг	Риски реализации инвестиционных услуг
Риск-негатив	Управляющая компания	Селективный риск		
Риск-негатив	Управляющая компания	Риск ликвидности активов		
Риск-негатив	Управляющая компания	Риск выбора инвестиционной стратегии		
Риск-негатив	Управляющая компания, коммерческий банк, рейтинговые агентства	Риск выбора КС для заключения договора, банковского счета и банковского вклада		
Риск-негатив	Управляющая компания, специализированный депозитарий	Риск нарушения требований регулятора к составу и структуре активов		
Риск-негатив	Управляющая компания	Риск выбора типа и категории ПИФ		
Риск-негатив	Управляющая компания	Риск упущенной выгоды		
Риск-негатив	Управляющая компания, аналитики	Риск неверного прогноза конъюнктуры рынка, допущенных процентных ставок		
Риск-негатив	Управляющая компания	Риск смены собственника УК		
Риск-негатив	Управляющая компания	Риск потери ключевого менеджера		
		Др. риски		

Среди инвестиционных рисков имеются как риски-негативы, так и риски-позитивы. Двойственную природу имеют риски финансового рынка. Эти риски могут представлять не только опасность для коллективного инвестора, но и являться источником его развития. Риски финансового рынка имеют объективную основу для своего существования и могут носить катастрофический характер для ин-

вестора. В условиях российского финансового рынка главный вид риска — это не риск упущенной выгоды, а риск потери всего капитала. Инвесторы коллективного инвестиционного фонда самостоятельно несут инвестиционные риски. В то же время именно риски финансового рынка являются потенциальным источником развития институтов коллективного инвестирования. Поэтому задачей органов государственного регулирования является определение границ приемлемого инвестиционного риска, что и реализовано в схемах коллективного инвестирования. Уровень приемлемого инвестиционного риска коллективного инвестиционного фонда, установленный регулятором, анализируется в § 2. 3 настоящей главы.

§ 2. 3. Анализ приемлемого уровня инвестиционного риска коллективного инвестиционного фонда

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 [62]. 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 другой — защитить инвесторов от тех инвестиционных рисков, которые они принимать на себя не желают. Другими словами, речь идет о необходимости установления приемлемого уровня инвестиционного риска для институтов коллективного инвестирования.

Проанализируем приемлемый уровень инвестиционного риска коллективных инвестиционных фондов, установленный регулятором.

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.

Рассмотрим влияние источников финансирования инвестиций на риск и доходность акционерных и паевых инвестиционных фондов. Источником финансовых ресурсов для инвестиционной дея-

тельности 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 организации. 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 конфисковывать активы и /или потребовать ликвидации компании.

Паевые инвестиционные фонды не несут дополнительного риска заемного 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 обществах» и «Об инвестиционных фондах» не предусмотрено ограничений на привлечение заемного капитала акционерным инвестиционным фондом. Федеральный закон «Об акционерных обществах» 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 влияет 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 2. 11.

Таблица 2. 11

**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 от 30 марта 2005 г. № 05-8/пз-н) (45) 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 (см. табл. 2. 12).

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. 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 высоко рискованными, но и высоко доходными.

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 при соблюдении ограничений на размер этих обязательств. 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 низко ликвидные активы, тем самым, закрепив за АИФ и закрытым ПИФ соответствующее значение риска, доходности и ликвидности (см. табл. 2. 12). В целом, можно заключить, что операционная структура фонда (открытый, интервальный и закрытый) является одним из факторов, определяющих риск и доходность коллективного инвестора.

Таблица 2. 12

**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

Следовательно, с точки зрения операционной структуры наименее рискованным, но и менее доходным является открытый ПИФ. Потенциальные риск и доходность АИФ сопоставимы 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 о составе и структуре активов АИФ и активов ПИФ [45].

Этим 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 особо рискованных (венчурных) инвестиций; фонд фондов; фонд недвижимости; фонд ипотеки; фонд индексов (индексный фонд) (см. табл. 2. 13).

Таблица 2. 13

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

Виды и типы инвестиционных фондов \ 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	+	+	+	+	+	-	+	+	-	+

В зависимости от состава и структуры активов в настоящее время выделено 10 категорий АИФ и ПИФ. Как видно из таблицы 2. 13, акционерным инвестиционным фондам запрещены категории фондов венчурных инвестиций и ипотечных фондов. ЗПИФ может быть фондом любой из 10 категорий. Открытым и интервальным ПИФ запрещены категории фондов прямых инвестиций, фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций, фондов недвижимости и ипотечных фондов.

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 2. 14.

Таблица 2. 14

**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							+	+	+	+	+	+						

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
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 2. 14 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.

Как видно из таблицы 2. 14, 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, ин-

вестиции в акции, при прочих равных условиях, связаны с высоким риском, но и являются потенциально высоко доходными. 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 которым 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 [45]. 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.

Требования к структуре активов коллективных инвестиционных фондов рассматриваемых категорий представлены в таблице 2. 15. Как видно из табл. 2. 15, 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.

Анализ состава и структуры активов акционерных и паевых инвестиционных фондов указанных категорий позволяет сделать вывод о том, 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 данной категории и типа, и особые требования по структуре.

Требования к структуре активов пассивных 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 межмуниципальных финансовых организаций и ценных бумаг иностранных государств	≤10	≤10	≤10															
Оценочная стоимость государственных ценных бумаг РФ и государственных ценных бумаг субъектов РФ							≤40	≤40	≤40									
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 включенных в перечень ценных бумаг, 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	≤30			
Оценочная стоимость акций российских ОАО и акций иностранных АО				≤40	≤40	≤40												

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
Активы	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	≤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	≤15	≤15	≤35
	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	≤10	≤10	≤10	≤10				
	Доля обыкновенных акций ЗАО в объеме количестве размещенных обыкновенных акций этого АО																	
							≤25	≤25		≤25	≤25		≤25	≤25				
Оценочная стоимость облигационных 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	
Оценочная стоимость инвестиционных паев ПИФ и акций АИФ, которые (инвестиционные резервы которых) находятся в доверительном управлении (управлении) одной управляющей компанией																		
																≤50	≤80	
Оценочная стоимость ценных бумаг одного эмитента																		
																≤30	≤30	≤30

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

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 2. 14 и 2. 15, 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 табл. 2. 14 и 2. 15, 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 учебно-методическом пособии М. В. Волковой [23].

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 риэлтерские 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 означает, что управляющая компания ПИФ категории, например, фондов прямых инвестиций может приобретать 100% акций одного эмитента за счет имущества АИФ и ПИФ. Отсюда следует, что управляющая компания должна принимать активное участие в управлении данным бизнесом, в частности, в управлении корпоративными отношениями, что может потребовать дополнительных вливаний в этот бизнес. Таким образом, категории фондов прямых инвестиций, фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций, ипотечных фондов и фондов недвижимости представляют собой объединение единомышленников с целью развития конкретного предприятия и ориентированы на крупных квалифицированных инвесторов

В целом, отрасль АИФ и ПИФ представлена коллективными портфельными инвестициями, являющимися потенциально менее рискованными и менее доходными, и инвестициями, ориентированными на квалифицированных инвесторов, которые потенциально связаны с высоким риском и получением более высоких доходов. В качестве пайщиков закрытых ПИФ и акционеров АИФ фондов прямых и венчурных инвестиций, фондов недвижимости, ипотечных фондов выступают крупные инвесторы, умеющие адекватно оценивать риски, связанные с инвестициями в те или иные фондовые инструменты, и самостоятельно осуществлять операции с ценными бумагами на основе таких оценок.

Акционерами и пайщиками фондов коллективного портфельного инвестирования (категорий фондов денежного рынка, фондов облигаций, фондов акций, фондов смешанных инвестиций, фондов фондов и индексных фондов) являются мелкие неискушенные инвесторы. Именно для этой группы инвесторов принципиальное значение имеет адекватная оценка риска и доходности коллективного инвестиционного фонда. Поэтому продолжим анализ риска и доходности инвестиционной деятельности коллективных инвестиционных фондов категорий портфельных инвестиций.

Кроме требований к составу и структуре активов коллективных инвестиционных фондов, представленных в таблицах 2. 14 и 2. 15, Положение [45] вводит требование на минимальную долю соответствующих активов и минимальную продолжительность их нахождения в портфеле фонда, что отражено в таблице 2. 16.

Таблица 2. 16

**Требования к минимальной доле активов
и продолжительности их нахождения
в портфеле коллективного инвестора**

№ п/п	Ключевые активы	Продолжительность нахождения в портфеле фонда	Категория инвестиционного фонда														
			ФО			ФА			ФСИ			ФФ			ИФ		
			о	и	з	о	и	з	о	и	з	о	и	з	о	и	з
1.	Оценочная стоимость государственных ценных бумаг РФ, государственных ценных бумаг субъектов РФ, муниципальных ценных бумаг, облигаций российских хозяйственных обществ, облигаций иностранных коммерческих организаций, ценных бумаг международных финансовых организаций и ценных бумаг иностранных государств	Не менее двух третей рабочих дней в течение одного календарного	Мес- ца	50 %		Квар- тала	50 %			Мес- ца	70 %		Квар- тала	70 %			
2.	Оценочная стоимость акций российских ОАО, акций иностранных АО	Не менее двух третей рабочих дней в течение одного календарного															

№ п/п	Ключевые активы	Продолжительность нахождения в портфеле фонда	Категория инвестиционного фонда														
			ФО			ФА			ФСИ			ФФ			ИФ		
			о	и	з	о	и	з	о	и	з	о	и	з	о	и	з
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				Мес- ца 50 %	Квар- тала 50 %	Го- да 50 %									
4.	Оценочная стоимость акций российских АИФ и инвестиционных паев ПИФ	Не менее двух третей рабочих дней в течение одного календарного										Мес- ца 50 %	Квар- тала 50 %	Го- да 50 %			
5.	Оценочная стоимость ценных бумаг, по которым рассчитывается индекс	Не менее двух третей рабочих дней в течение одного календарного													Мес- ца 85 %	Квар- тала 85 %	Го- да 95 %

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

По нашему мнению, именно это требование является основным в определении категории коллективного инвестиционного фонда, а значит риска и доходности конкретной категории. Это позволяет идентифицировать соответствующие активы в качестве ключевого вида актива (долговые ценные бумаги, акции, инвестиционные паи ПИФ) в портфеле коллективного инвестора.

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 доходнос-

ти. В таблице 2. 17 представлен примерный уровень рискованности российских ПИФ [36, с. 44]. Накопление и анализ опыта функционирования коллективных инвестиционных фондов позволит уточнить и расширить представление об уровне их рискованности.

Таблица 2. 17

Характеристика рисков различных паевых инвестиционных фондов.

ПИФ	Денежного рынка	Государств. облигаций	Корпоративн. облигаций	«Мусорных» облигаций	Индексных акций	Отраслев. акций	Зарубеж. 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 уровень приемлемого инвестиционного риска коллективного инвестора формируется под влиянием следующих факторов:

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 (см. табл. 2. 12), операционной структуры коллективного инвестиционного фонда (см. табл. 2. 13) и категории фонда (см. табл. 2. 14; 2. 15; 2. 16; и 2. 17) на потенциальные риск и доходность портфельного коллективного инвестиционного фонда (уровень приемлемого риска) представлен в таблице 2. 18.

Анализ таблицы 2. 18 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 инвесто-

ров. Коллективные инвестиционные фонды первой группы являются потенциально более надежными, но и менее доходными и ориентированы на мелкого неискушенного инвестора. Фонды второй группы как потенциально высоко рискованные, а значит и высоко доходные, предназначены для крупных квалифицированных инвесторов.

Таблица 2. 18

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

Вид и тип коллективного инвестицион- ного фонда	Риск и доходность коллективного инвестицион- ного фонда в зависимости от источников финансирования инвестиционной деятельности	Риск и доходность коллективного инвестицион- ного 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 приемлемого уровня инвестиционного риска и, соответственно, доходности коллективного инвестиционного фонда данного вида, типа и категории.

ГЛАВА 3. ОСОБЕННОСТИ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО ФОНДА

§ 3. 1. Особенности портфеля рисков института коллективного инвестирования

Интегрированная модель управления рисками функционирования организации предполагает проведение единой политики управления риском в отношении всей их совокупности, т. е. портфелем рисков. Изучение портфеля рисков в целом позволяет установить общее влияние рисков на рассматриваемую организацию. Это обеспечивает единую точку зрения на риски соответствующей организации, а значит и определение особенностей ее политики по управлению рисками [69, с. 56].

В основе стоимостного подхода к идентификации и анализу рисков коллективного инвестиционного фонда лежит, прежде всего, процесс мысленного расчленения стоимости коллективного инвестора на факторы через установление причинно-следственных связей между ними. Изменение факторов приводит к трансформации стоимости. Данный этап процесса идентификации и анализа рисков представляет собой подробное изучение отдельных рисков. Это создает условия для понимания менеджментом особенностей той или иной рискованной ситуации либо специфики неблагоприятных последствий ее реализации. Наконец, подобный анализ дает возможность выбрать наиболее подходящие инструменты управления для каждого конкретного риска.

Во второй главе монографии выявлены риски паевого инвестиционного фонда и проведен анализ причин возникновения неблагоприятных событий и их отрицательных последствий с точки зрения системообразующей цели коллективного инвестиционного фонда.

В общем виде укрупненные группы рисков ПИФ представлены в таблице 3. 1.

Укрупненная структура портфеля рисков паевого инвестиционного фонда

Риски снижения СЧА ПИФ									
Риски первого уровня									
Риски неформирования ПИФ	Риски прекращения ПИФ	Риски снижения СЧА в процессе функционирования ПИФ в стандартном режиме							
Риски второго уровня									
Риск того, что ФСФР не зарегистрирует правила доверительного управления ПИФ	Риск того, что по окончании срока формирования ПИФ стоимость имущества, составившего ПИФ, оказалась меньше стоимости имущества, определенной правилами доверительного управления ПИФ, по достижении которой ПИФ является сформированным	Подана заявка (заявки) на погашение всех инвестиционных паев (для открытых и интервальных ПИФ)	Истек срок действия договора доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом	Др. риски	Риски высокой величины обязательств	Риски низкой рыночной стоимости активов ПИФ			
						Риски третьего уровня			
						Риски отсутствия (недостаточного) притока инвестиций	Риски, обусловленные деятельностью обеспечивающих субъектов ПИФ	Риски неадекватного оценивания рыночной стоимости активов	
						Инвестиционные риски			
						Риски четвертого уровня			
						Риски финансового рынка	Риски реализации инвестиционных услуг		

Процедурой, обратной анализу, выступает синтез, в процессе которого все множество рисков института коллективного инвестирования может быть объединено на основании иных группировочных признаков в крупные группы, характеризующиеся общими свойствами и общими подходами к воздействию на риск. Синтез непосредственно связан с другим этапом идентификации и анализа рисков, в рамках которого осуществляется комплексный анализ рисков. Его содержание раскрыто в книге [69]. Данный этап предполагает изучение всей совокупности рисков как единого целого, с учетом всех взаимосвязей и возможных последствий, что дает цельную, комплексную картину рисков, с которыми сталкивается организация.

Изучение портфеля рисков в целом означает, что в исследование рисков ситуации наряду с источниками неопределенности, связанными с поведением отдельных рисков, включается еще один аспект — степень взаимосвязи между рисками. В большинстве

случаев полная информация о такой взаимосвязи отсутствует (например, известно, что риски в портфеле коррелированы, но не ясно, каким образом или какова природа взаимосвязи). Поэтому данный аспект также может быть существенным источником неопределенности, с которой имеет дело система управления риском.

Кроме получения общей картины, это позволяет учесть не только воздействие инструментов управления риском на тот риск, для борьбы с которым они предназначены, но и их влияние (положительное или отрицательное) на другие риски в зависимости от их места и связей внутри системы, а также появление новых рисков. В ряде случаев взаимосвязь рисков является ключевым аспектом, так как риски могут усиливать или ослаблять друг друга.

Реализация указанного этапа процесса идентификации и анализа рисков паевого инвестиционного фонда позволяет выделить особенности портфеля рисков коллективного инвестора.

Первая особенность состоит в том, что портфель рисков коллективного инвестиционного фонда представляет собой сложную, большую систему. Количество рисков института коллективного инвестирования велико. Между ними существуют сложные разнонаправленные взаимосвязи, через которые риски могут усиливать или ослаблять друг друга.

Следует отметить тесную связь и взаимодействие инвестиционных рисков паевого инвестиционного фонда. Инвестиционные риски связаны с внешней средой бизнеса коллективного инвестирования, в том числе с макроэкономическими и политическими факторами, правовыми условиями и условиями регулирования, а также с общей инфраструктурой финансового сектора и системой платежей.

Действительно, материализация рисков финансового рынка как рисков-негативов или как рисков-позитивов зависит от качества принимаемых инвестиционных решений портфельного менеджера (его аналитических способностей, умения прогнозировать последствия политических решений, в том числе в области международной политики, выбора стратегии управления инвестиционным портфелем и т. д.) и операционных рисков управляющего. Другими словами, риски принятия неверных инвестиционных решений, операционные риски управляющего активами фонда непосредственно влияют на последствия реализации рисков финансового рынка. Их реализация может привести либо к росту рыноч-

ной стоимости активов, а значит, и к росту стоимости коллективного инвестиционного фонда, либо к ее снижению при прочих равных условиях. Рыночный риск (риск возможных потерь в результате неблагоприятной динамики рыночных цен) необходимо оценивать на консолидированной основе, с учетом взаимосвязей между рынками, и того факта, что динамика одного из них может влиять на другие. Например, колебания курса той или иной валюты может оказывать влияние на цены облигаций, выпущенных в этой валюте. Валютный риск может быть связан с риском ликвидности активов фонда.

Эффективность инвестиционной деятельности управляющего фондом, являясь важнейшим фактором роста рыночной стоимости активов, составляющих имущество коллективного инвестора, способствует также и притоку в фонд новых инвестиций. В свою очередь, рост рыночной стоимости активов приводит к материализации «эффекта масштаба» и как следствие к росту стоимости чистых активов фонда за счет снижения величины его обязательств.

Снижение стоимости активов в процессе функционирования ПИФ в стандартном режиме ниже установленной регулятором величины, по достижении которой фонд считается сформированным, является основанием прекращения фонда.

Операционные риски специализированного депозитария паевого инвестиционного фонда при осуществлении им своих обязанностей, в частности связанных с учетом и хранением активов фонда, контролем за действиями управляющей компании, операционные риски лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев ПИФ, управляющей компании паевого инвестиционного фонда могут быть причиной материализации рисков высоких издержек фонда, снижения рыночной стоимости активов, нарушения требований к составу и структуре активов ПИФ, и в конечном счете явится основанием прекращения фонда, приостановления действия лицензии и (или) аннулирования лицензии у управляющей компании и специализированного депозитария паевого инвестиционного фонда.

Реализация рисков финансового рынка может привести к реализации рисков неверного оценивания активов фонда. Действительно, риски бизнеса, обусловленные состоянием экономики, уровнем развития фондового рынка, влияют на степень эффективности рынка

капитала, а значит, могут лежать в основе неверной оценки рынком рыночной стоимости активов фонда. Риски неэффективного раскрытия информации участниками финансового рынка также могут привести к неверной оценке рынком рыночной стоимости актива и к тому же повлиять на результаты оценки актива независимым оценщиком фонда.

Вторая особенность портфеля рисков коллективного инвестора состоит в том, что в нем присутствуют как риски-опасности (чистые риски, при которых все исходы, кроме сохранения текущей ситуации, связаны с негативными последствиями), так и риски, имеющие двойственную природу, т. е. спекулятивные риски, исходы которых связаны как с отрицательными, так и с положительными последствиями.

Анализ рисков, проведенный во второй главе книги, показал, что в подавляющем большинстве риски функционирования паевого инвестиционного фонда являются рисками-опасностями, т. е. при ненадлежащем управлении могут привести к снижению стоимости коллективного инвестора. Только часть рисков финансового рынка, основанных на финансовом арбитраже (основными их видами являются процентный, валютный и курсовой), имеют двойственную природу, т. е. могут приводить к росту стоимости чистых активов коллективного инвестиционного фонда (получению прибыли), если арбитраж осуществляется правильно, или иметь своим результатом снижение стоимости чистых активов (убыток) в противном случае.

Третья особенность заключается в том, что портфель рисков коллективного инвестора представляет собой открытую систему, т.к. в портфеле рисков института коллективного инвестирования присутствуют не только внутренние риски, которые связаны с функционированием коллективного инвестиционного фонда и его обеспечивающих субъектов и на которые может повлиять его менеджмент, но и внешние риски, которые определяются внешними обстоятельствами. Открытость этой системы обусловлена присутствием, прежде всего, рисков финансового рынка, являющихся внешними по отношению к институту коллективного инвестирования и возникающих на макроуровне.

Четвертая особенность состоит в том, что портфель рисков института коллективного инвестирования является динамической системой. Это означает, что риски коллективного инвестора могут изменяться во времени по частоте возникновения, по размеру ущерба, а также по характеристике взаимодействия с другими рисками.

Динамический, изменчивый характер портфелю рисков коллективного инвестиционного фонда придают в первую очередь опять же риски финансового рынка, являющиеся причиной быстро меняющихся условий функционирования коллективного инвестора, финансовые инновации и действия персонала. Изменение подобных факторов приводит к трансформации риска. Так, финансовые инновации, особенно в области производных финансовых инструментов, могут иметь последствия в виде концентрации риска и повышения неустойчивости института коллективного инвестирования.

Пятая особенность связана с иерархической структурой системы рисков коллективного инвестиционного фонда. В основе выделения иерархических уровней лежат причинно-следственные связи между рисками института коллективного инвестирования, обусловленные, прежде всего, требованиями оценочного подхода (метода накопления активов) к измерению стоимости чистых активов как меры стоимости коллективного инвестиционного фонда. Применение метода накопления активов для оценки стоимости института коллективного инвестирования означает, что коллективный инвестор является действующим предприятием, т. е. он должен быть создан и не должен быть ликвидирован (прекращен).

Наряду с иерархической структурой система рисков коллективного инвестиционного фонда имеет сложные горизонтальные связи как между элементами одного уровня иерархии, так и между элементами разных уровней. Эти связи также носят причинно-следственный характер.

Шестая особенность состоит в том, что портфель рисков коллективного инвестора в обязательном порядке включает риски, связанные с человеческим фактором. Это риски, связанные собственно с персоналом (риск потери ключевого портфельного менеджера), и риски, связанные с действиями персонала. Человек выступает активным элементом института коллективного инвестирования и его обеспечивающих субъектов. Это означает, что, во-первых, совокупность рисков коллективного инвестиционного фонда представляет собой социально-экономическую систему, и, во-вторых, в портфеле рисков института коллективного инвестирования в обязательном порядке присутствуют операционные риски, обусловленные деятельностью человека в каждом из обеспечивающих субъектов отношений коллективного инвестирования.

Операционные риски зависят от функционирования внутренних систем обеспечивающих субъектов коллективного инвестиционного фонда, прежде всего, управляющей компании, специализированного депозитария и лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, включая компьютерные и прочие технологии, от мер, направленных на предотвращение ошибок в управлении и против мошенничества.

Седьмая особенность связана с возможностью разделения всей совокупности рисков коллективного инвестиционного фонда на группы в зависимости от источника возникновения риска:

- риски, связанные с деятельностью обеспечивающих субъектов коллективного инвестора;
- риски, обусловленные спецификой всей отрасли коллективного инвестирования (факторы реализации «эффекта цепной реакции»);
- общеэкономические риски, т. е. риски всего народного хозяйства (инфляция, кризис финансовых рынков, банковской системы, биржевой кризис и т. д.);
- глобальные риски — риски мировой экономики в целом;
- риски, источником которых выступает общественность/потребители услуги коллективного доверительного управления в лице потенциальных инвесторов, владельцев инвестиционных паев (акций) коллективного инвестиционного фонда, рейтинговых агентств, средств массовой информации, аналитиков.

Таким образом, совокупность рисков функционирования коллективного инвестиционного фонда представляет собой сложную, большую, открытую, динамическую социально-экономическую систему.

Корреляция между различными видами рисков, как в рамках отдельного института коллективного инвестирования, так и в масштабах всего бизнеса, увеличивается и является сложной. Поведение обоих элементов может носить зачастую непредсказуемый характер. Уход от одного риска может изменить подверженность другому риску, а принятие риска-позитива может подвести под риск-негатив. Практически все риски функционирования коллективного инвестора связаны между собой.

В общем виде риски коллективного инвестора распадаются на четыре категории:

- риски финансового рынка;
- операционные риски, связанные с функционированием внутренних систем участников схемы коллективного инвестирования

(включая компьютерные системы и технологию), соблюдением методов и процедур, возможными управленческими ошибками и мошенничеством;

— деловые риски (риски бизнеса), связанные с внешней средой коллективного инвестора, в том числе с факторами макроэкономики, экономической политики, регулирования, юридическими факторами; с инфраструктурой финансового сектора и платежной системой; с общим системным риском;

— чрезвычайные риски, включающие те виды экзогенных рисков, которые ставят под угрозу операции участников схем коллективного инвестирования или могут подорвать их финансовое состояние. Среди таких рисков — политические события (например, падение правительства), распространение цепной реакции кризиса в результате биржевого краха, кризис банковской системы, реализация эффекта «цепной реакции», гражданские войны, природные катастрофы.

В большинстве случаев чрезвычайные риски непредсказуемы до самого последнего момента. Граница между чрезвычайным и системным риском часто весьма расплывчата.

Анализ функций риска в § 1. 1 первой главы книги показал необходимость управления рисками не только на уровне государства, но и на уровне организации (институциональном уровне). Управление рисками-негативами осуществляется в обязательном порядке на уровне государственного регулирования с применением адекватных этому уровню методов. Эти методы изложены в Федеральном законе «Об инвестиционных фондах» и других нормативных правовых актах, регулирующих деятельность коллективных инвесторов. Следует отметить высокую урегулированность познанных рисков-негативов, связанных с функционированием паевого инвестиционного фонда. Поэтому на институциональном уровне управление этими рисками заключается в соблюдении требований законодательства и нормативных правовых актов. Организация эффективного контроля со стороны регулятора и других обеспечивающих субъектов, в том числе организация внутреннего контроля за соблюдением этих требований, является необходимым условием предупреждения реализации данных рисков.

Особую сложность в управлении познанными рисками-негативами представляет операционный риск, т. е. риск снижения стоимости института коллективного инвестирования, вызванный неправильной организацией работы обеспечивающих субъектов схемы

коллективного инвестирования, неадекватным менеджментом, ошибочной политикой и риском, связанным с человеческим фактором. По мнению П. Эткинса, уполномоченного представителя Комиссии по ценным бумагам и биржам США, «система внутреннего контроля и корпоративная культура являются главными структурными аспектами, укрепляющими в большинстве людей врожденное желание поступать честно» [34, с. 164].

Двойственный характер присущ, прежде всего, большинству рисков финансового рынка по причине их спекулятивной природы. При управлении этими рисками на уровне государства приоритетное значение имеет соблюдение принципа установления приемлемого уровня инвестиционного риска, что осуществляется через установление требований к диверсификации, запрета на инвестиции в определенные активы и ограничений на привлечение заемных средств. Реализация этого принципа в коллективных инвестиционных фондах раскрыта в § 2. 3 второй главы монографии.

Поскольку риски, имеющие двойственный характер (риски финансового рынка), содержат в себе и потенциал развития, постольку в пределах приемлемого уровня инвестиционного риска они передаются для управления на уровень организации. Согласно Федеральному закону «Об инвестиционных фондах» именно инвестиционные риски несет владелец инвестиционных паев (акций) коллективных схем инвестирования. Поэтому эффективная система раскрытия информации о коллективном инвесторе, его инвестиционных рисках, уровень профессионализма управляющего инвестиционным портфелем имеют принципиальное значение для управления этой группой рисков.

Наконец, немаловажное значение в управлении как рисками опасностями, так и рисками, имеющими двойственную природу, играет и организация риск-менеджмента в управляющей компании и контроль за его осуществлением.

Распределение управления рисками функционирования коллективного инвестиционного фонда по уровням управления представлено в таблице 3. 2.

**Распределение управления рисками функционирования
коллективного инвестиционного фонда
по уровням управления**

Группа рисков	Вид рисков	Задачи управления рисками на разных уровнях	
		Государственное регулирование	Институциональный уровень
Риски финансового рынка	Риски-позитивы и риски-негативы	Стимулирование процесса управления риском на уровне организации; ограничение инвестиций сферой национальной экономики; установление уровня приемлемого риска	Создание условий для развития организации; организация аналитической работы
Операционные риски	Риски-негативы	Обеспечение обязательного лицензирования деятельности организации и сертификации ее сотрудников; установление этических норм и стандартов профессиональной деятельности; мониторинг рисков	Организация внутреннего контроля и обеспечение его действенности; формирование корпоративной культуры; мониторинг рисков и эффективности управления рисками
Деловые риски	Риски-негативы	Следование принципам свободного рынка; поддержание общественного доверия к отрасли коллективного инвестирования и создание условий для развития здоровой конкуренции на финансовом рынке	Задачи в пределах компетенции
Чрезвычайные риски	Риски-негативы	Оценка воздействия данных рисков на состояние институтов коллективного инвестирования и финансовых рынков; минимизация масштабов и последствий катастроф; организация устранения последствий тех или иных событий	Задачи в пределах компетенции

Итак, в процессе функционирования коллективный инвестиционный фонд подвергается широкому спектру рисков. Риски, неизбежные в бизнесе коллективного инвестирования, должны быть выявлены, отслежены и проконтролированы. Различие в управле-

нии выделенными четырьмя группами рисков функционирования коллективных инвестиционных фондов заключается не только в том, что они по-разному распределяются между уровнями управления (государственный и институциональный). Принципы и методы управления этими группами рисков также будут различны по причине их разной природы (разного происхождения, различных источников этих рисков).

Управление рисками коллективных инвестиционных фондов на государственном и институциональном уровнях предполагает не только реализацию перечисленных в табл. 3. 2 задач, но и организацию деятельности по осуществлению строгого и независимого контроля за их исполнением и разработке мер ответственности в случае выявленных нарушений.

В своей основе стоимостной подход к интегрированному управлению рисками коллективных инвесторов призван помочь институтам коллективного инвестирования найти защиту от риска и оптимизировать благоприятные возможности создания стоимости. Этот подход учитывает особенности портфеля рисков организации (взаимодействие между всеми основными рисками).

Данный подход может быть уподоблен портфельному менеджменту. Если представить каждую уязвимую область стоимости коллективного инвестора в виде своеобразной ценной бумаги, то представляется возможным применить теорию портфеля к «портфелю рисков». Как и ценные бумаги, риски тоже имеют свои корреляции. Например, коллективный инвестиционный фонд может столкнуться с риском его неформирования или риском снижения стоимости коллективного инвестора в процессе его функционирования в стандартном режиме. Эти два риска будут иметь отрицательную корреляцию, так как если возникает один (риск неформирования инвестиционного фонда), то исключен другой. Используя принципы портфельного подхода, можно оптимизировать риски коллективного инвестора. Слишком большой акцент на снижении риска, а не на его оптимизации может привести к большим затратам и меньшим доходам института коллективного инвестирования.

Таким образом, стоимостной подход к интегрированному управлению рисками позволяет вывести риск-менеджмент далеко за пределы традиционных узких задач снижения риска и контроля уязвимых мест с целью минимизации осложнений и вместо

этого движется в сторону оптимизации портфеля. Этот подход стремится использовать скрывающиеся в риске возможности и извлечь выгоду из достигаемых положительных результатов.

§ 3. 2. Ключевые участники управления рисками коллективного инвестора

Управление рисками организации предполагает формулировку не только самой концепции управления риском, но и знание свойств системы управления риском, уточнение роли и места управления риском в общем менеджменте организации, конкретизацию уровней и задач управления рисками на разных уровнях и т. д. [69, с. 4]. Решение этих важнейших вопросов в значительной степени определяется особенностями портфеля рисков организации и институциональными особенностями ее функционирования.

Управление любым объектом предполагает наличие возможности определенным образом воздействовать на объект, осуществляя при этом целенаправленный выбор управляющих воздействий.

В приложении к коллективному инвестированию управление рисками функционирования коллективного инвестиционного фонда представляет собой процесс принятия и выполнения управленческих решений, которые минимизируют неблагоприятное влияние на стоимость коллективного инвестора случайных событий, другими словами, обеспечивают достижение системообразующей цели института коллективного инвестирования.

Как было показано в § 1. 1 первой главы книги, исследователи единодушны в том, что система управления риском является частью процедур общего менеджмента организации и ни в коем случае не противопоставляется им, что означает ее соответствие стратегии развития организации и институциональным особенностям ее функционирования.

По нашему мнению, и это положение было обосновано в § 1. 2 первой главы монографии, управление бизнесом коллективного инвестирования по своей сути есть не что иное, как управление рисками функционирования коллективного инвестиционного фонда, но сформулированное в терминах риск-менеджмента. В мире, где большинство важнейших решений имеет непредсказуемые последствия, не существует разницы между управлением организацией и ее риск-менеджментом.

Тождественность системы управления рисками коллективного инвестора системе управления институтом коллективного инвестирования позволяет распространить системные свойства последней на систему управления рисками института коллективного инвестирования. Анализ портфеля рисков коллективного инвестиционного фонда с системных позиций (большая, сложная, открытая, динамическая система), проведенный в § 3. 1 настоящей главы, подтверждает правомерность данного подхода. Следовательно, системные свойства институтов коллективного инвестирования, сформулированные в § 1. 2 первой главы монографии, являются одновременно и свойствами системы управления рисками функционирования коллективного инвестиционного фонда.

Однако система управления риском имеет определенную специфику, связанную с особенностями объекта, целей и методов управления.

В целом, система управления рисками коллективного инвестиционного фонда характеризуется следующими основными свойствами:

- это открытая, замкнутая, большая, сложная, динамическая социально-экономическая система управления;

- важнейшим эмерджентным свойством данной системы является достижение системообразующей цели института коллективного инвестирования, которая одновременно является стратегической целью управления коллективным инвестором и заключается в максимизации стоимости института коллективного инвестирования;

- окружающая среда создает рискованную атмосферу бизнеса коллективного инвестирования. Увеличение степени открытости национальной экономики, неустойчивость финансового рынка, неразвитость финансовых инструментов и услуг, возросшая конкуренция, технологии и Интернет подвергают институты коллективного инвестирования новым рискам, требуют постоянно обновлять способы управления бизнесом и связанными с ним рисками, чтобы сохранить конкурентоспособность;

- процесс управления риском носит динамический характер, что связано с непрерывным характером принятия решений, касающихся управления риском, и изменчивостью портфеля рисков коллективного инвестиционного фонда;

- управление социально-экономической системой независимо от ее природы возможно благодаря принципу обратной связи. В процессе управления рисками все время должна осуществляться

ся обратная связь. Обратная связь представляет собой мониторинг состояния портфеля рисков коллективного инвестора в целях контроля за происходящими изменениями. Контроль органически неотделим от ответственности. Действенность контроля реализуется путем применения различных санкций, неотвратимость и жесткость которых зависит от тяжести допущенных нарушений;

— портфель рисков коллективного инвестиционного фонда как объект управления, являясь большой, сложной, открытой, динамической системой, характеризуется разнообразием, т. е. имеет множество различных состояний системы, значений ее характеристик т. д.;

— в соответствии с законом необходимого разнообразия для управления большой, сложной системой — портфелем рисков коллективного инвестора — управляющая система (субъект управления) должна иметь значительное собственное разнообразие, что достигается структуризацией управляющей системы (иерархическая структура субъекта управления) через формирование взаимодействующих подсистем управления, каждая из которых решает некоторую частную задачу в условиях относительной самостоятельности. При этом в управляющей системе необходим центральный орган управления, функцией которого является координация действий подсистем, т. е. стимулирование и регламентация их деятельности, обеспечивающие согласование собственных интересов подсистем с целью (интересами) всей системы.

Таким образом, система управления рисками коллективного инвестиционного фонда представляет собой большую, сложную, открытую, замкнутую, динамическую, целеориентированную социально-экономическую систему, связанную специфическими отношениями с ее внешней средой, и построенную в соответствии с классической схемой системы управления.

Основная проблема в системе с иерархической структурой состоит в распределении функций и полномочий по звеньям системы управления (между уровнями иерархии), обосновании количества этих уровней, связей иерархических уровней субъекта управления. Управляющей системе должна быть присуща иерархическая рациональность, т. е. минимально возможного, в рамках необходимого качества управления, количества ступеней [32, с. 264].

Анализ природы риска и его функций, проведенный в § 1. 1 первой главы книги, позволил обосновать обязательное наличие двух уровней управления риском: государственного и институ-

ционального. В § 3. 1 настоящей главы выделенные четыре категории рисков коллективного инвестиционного фонда распределены по уровням управления.

Одна из особенностей портфеля рисков коллективного инвестиционного фонда, раскрытых в § 3. 1 настоящей главы, состоит в возможности разделения всей совокупности рисков коллективного инвестиционного фонда на группы в зависимости от источника возникновения риска:

- риски, связанные с деятельностью обеспечивающих субъектов коллективного инвестора;
- риски, обусловленные спецификой всей отрасли коллективного инвестирования (факторы реализации «эффекта цепной реакции»);
- общеэкономические риски, т. е. риски всего народного хозяйства (инфляция, кризис финансовых рынков, банковской системы, биржевой кризис и т. д.);
- глобальные риски — риски мировой экономики в целом;
- риски, источником которых выступает общественность/потребители услуги коллективного доверительного управления.

Данная классификация рисков коллективного инвестиционного фонда позволяет выделить не только уровни, но и взаимодействующие подсистемы в рамках институционального уровня управления рисками коллективного инвестиционного фонда.

Это позволяет заключить, что в условиях рискованной атмосферы бизнеса повышение надежности отрасли коллективного инвестирования является совместной задачей ряда ключевых партнеров, ответственных за управление различными аспектами рисков функционирования институтов коллективного инвестирования.

Среди участников партнерства по управлению риском можно выделить:

- системных, представленных органами регулирования и надзора и саморегулируемыми организациями;
- институциональных, к которым отнесем АИФ, обеспечивающих субъектов отношений коллективного инвестирования в лице управляющей компании, специализированного депозитария, специализированного регистратора, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев ПИФ, независимого оценщика, внешнего аудитора;

— общественность/потребителей услуги коллективного доверительного управления в лице потенциальных инвесторов, владельцев инвестиционных паев (акций) коллективного инвестиционного фонда, рейтинговых агентств и средств массовой информации, аналитиков.

Такой подход предполагает, прежде всего, определение функций различных участников в управлении рисками коллективного инвестиционного фонда. Опишем в общих чертах функции ключевых участников процесса управления рисками института коллективного инвестирования.

Различают два основных подхода в деятельности органов регулирования: предписывающий и рыночно ориентированный [25, с. 30-31]. Предписывающий заключается в наложении ограничений на деятельность финансовых учреждений и часто выражается в попытках охватить регулированием все известные, познанные риски. При рыночно ориентированном подходе органы регулирования исходят из предположения о том, что рынки по определению функционируют эффективно, способны справляться с возникающими рисками и должны поэтому действовать в как можно более свободном режиме. При рыночно ориентированном подходе внимание органа регулирования сосредотачивается на стимулировании совершенствования управления риском.

Всю совокупность рисков функционирования коллективного инвестиционного фонда можно разделить на две группы. К первой относятся предвидимые (познанные) риски, возможность появления которых известна из экономической теории или практики функционирования организации. Для этой группы рисков нельзя точно указать, какой из них и в какой момент реализуется. Кроме того, могут проявиться риски второй группы, являющиеся результатом неполноты наших знаний и непредсказуемой изменчивости реальной действительности. В этих условиях представляется необоснованной попытка охватить регулированием все имеющиеся риски. Нормы регулирования быстро устаревают и оказываются неспособными воздействовать на риски, источником которых являются, в частности, финансовые инновации.

В то же время упование на эффективность финансовых рынков, способных справляться с возникающими рисками, также не имеет под собой серьезных оснований, тем более в условиях развивающегося рынка, каким является российский финансовый рынок. Поэтому оправданным представляется сочетание обоих подходов в регулировании рисков коллективного инвестора.

При разработке норм регулирования необходимо учитывать мнения участников рынка, чтобы не принимать неэффективных и практически нереализуемых норм. Поэтому органы регулирования должны, прежде всего, создавать условия, которые позволяют повысить качество и эффективность управления риском, стимулировать совершенствование управления риском и наблюдать за осуществлением процесса управления риском в институтах коллективного инвестирования.

Усилия органов регулирования должны сосредоточиться на поддержании общественного доверия к отрасли коллективного инвестирования и создании условий для развития и поддержания здоровой конкуренции на финансовом рынке, а также на достижении общественного понимания задач управляющей компании и других обеспечивающих субъектов в процессе управления риском коллективного инвестиционного фонда.

С точки зрения управления риском в обязанности органов регулирования также входит обеспечение качественного вхождения в отрасль с помощью строгого лицензирования, установления обязательных требований к капиталу и нормативов достаточности капитала; ужесточение фидуциарной ответственности и стандартов для учредителей АИФ, обеспечивающих субъектов коллективного инвестора и руководителей управленческого персонала; разработка законодательных положений относительно позиций, связанных с риском; оценка соответствия коллективного инвестора нормам регулирования и общая оценка их работы по управлению риском; организация проведения исследовательской работы в области новейших направлений управления риском.

Органы регулирования и надзора — это лишь одно из многих звеньев, вносящих вклад в стабильность отрасли коллективного инвестирования. Кроме того, на уровне государственного регулирования создать правила для всех ситуаций невозможно. Это связано, прежде всего, с особенностями операционной деятельности участников системы коллективного инвестирования. Знание этих особенностей — удел профессионалов. Кроме того, создание правил для всех ситуаций и нецелесообразно, поскольку нарушает инновационность рынка. Поэтому в системе регулирования коллективных инвестиционных фондов используются механизмы саморегулирования, создаваемые при помощи и под контролем государства. Го-

сударство делегирует часть своих нормотворческих и контрольных функций профессиональным операторам рынка ценных бумаг, организованным в саморегулируемые организации (далее — СРО).

Саморегулирование не подменяет собой государственное регулирование, а является его дополнением. Роль СРО в управлении рисками заключается в том, чтобы на основании опыта, накопленного непосредственно участниками рынка, разрабатывать рекомендации и методики по управлению риском; вырабатывать более детальные, чем федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг, нормы и требования, контролировать их соблюдение и тем самым приближать регулятора рынка к его участнику.

В то же время и сами участники заинтересованы в определенных общих нормах: стандартах деятельности, документов и форм, в ряде случаев — в контроле деятельности партнеров. Эти функции лучше выполняет орган, расположенный ближе к непосредственным участникам рынка, чем государственный регулирующий орган. Правила и стандарты, разрабатываемые и вводимые СРО, должны соответствовать требованиям регулирующего органа, т. е. фактически они могут только уточнять и усиливать их.

Важную роль в управлении рисками коллективного инвестора выполняют институциональные участники.

При этом следует подчеркнуть решающую роль менеджмента и Совета директоров (наблюдательного совета) АИФ и обеспечивающих субъектов института коллективного инвестирования, прежде всего управляющей компании, являющейся инициатором создания фонда и главным исполнителем этой инициативы, специализированного депозитария, специализированного регистратора АИФ и лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев ПИФ.

Тщательному контролю должны подвергаться также акционеры-учредители и контролирующие акционеры АИФ и обеспечивающих субъектов института коллективного инвестирования, поскольку они назначают людей, ответственных за осуществление корпоративного управления, и поэтому могут влиять на формирование эффективных органов корпоративного управления, определяющих деятельность коллективного инвестора.

Советы директоров должны привлекать пристальный интерес органов регулирования по вопросам выборов, численности, квалификации, обязательств и освобождения членов Совета и должност-

ных лиц, а также требованиям к предоставлению информации для внешних заинтересованных лиц.

Совет директоров любого финансового учреждения несет основную ответственность за защиту инвесторов и управление рисками этого учреждения [25; 34]. Члены Совета обычно делегируют обязанности текущего управления бизнесом руководящим должностным лицам и служащим, но не могут снять с себя ответственность за последствия необоснованной и неосмотрительной политики и действий в области инвестирования, защиты от внутреннего мошенничества или в др. областях.

Члены Совета и управленческая команда должны обладать знаниями, навыками и опытом, достаточными для эффективного выполнения своих обязанностей, хорошо понимать характер деловых операций организации и связанных с ними рисков, соблюдать высокие этические стандарты.

Совет, сохраняя за собой общий контроль, оставляет оперативную деятельность менеджменту. Главный исполнительный руководитель и управленческая команда ведут повседневные операции, руководствуясь политикой Совета, соблюдая законы и нормы регулирования и опираясь на эффективную систему внутреннего контроля. Ключевой обязанностью менеджмента является создание адекватных систем эффективного мониторинга и управления риском; разработка стратегического плана и методов управления риском, их реализация, обеспечение адекватного внутреннего контроля.

Важным инструментом, помогающим менеджменту в деле выявления и управления различными областями риска в сложных организациях, служит внутренний аудит (организация внутреннего контроля). Сфера внутреннего аудита охватывает не только вопросы, непосредственно связанные с административным контролем и бухгалтерским учетом, но также все методы и показатели, используемые в бизнесе для защиты активов и управления рисками, для проверки точности и надежности бухгалтерской и управленческой информации, для повышения операционной эффективности и реализации методов управления.

В общем виде задачи управления риском на уровне внутреннего контроля включают мониторинг портфеля рисков организации и анализ процедур управления. «Даже незначительные изменения в системах внутреннего контроля могут оказать существенное воздействие на операционный риск» [34, с. 113]. В целом внутрен-

ний аудит постепенно может занять место корпоративного риск-менеджмента и взять на себя активную ведущую роль в оценке и управлении риском.

Переход к управлению организацией на основе риска предполагает пересмотр привычного подхода к внешнему аудиту. Внешние аудиторы как партнеры по управлению риском призваны играть ключевую роль в повышении способности рынка к отбору организаций для ведения операций. Работа внешнего аудитора является дополнительной защитой инвестора — потребителя услуги коллективного доверительного управления. Поэтому важен переход профессионалов в этой области от простого анализа баланса к исследованию рисков, свойственных бизнесу коллективного инвестирования. Управленческие заключения и широкоформатные отчеты, представляемые аудиторами, могут дать органам регулирования и надзора ценную информацию о различных аспектах рисков института коллективного инвестирования.

Никакая защита со стороны менеджмента или органов регулирования не может снять с инвесторов ответственности за собственные инвестиционные решения. Инвесторы сохраняют ответственность за разумность своих принципов диверсификации риска и оценки финансовых учреждений.

Для этого им необходимы прозрачная, полная и нетенденциозная финансовая информация, т. е. доступная и понятная информация о коллективном инвестиционном фонде, и квалифицированный финансовый анализ. Инвесторам в их роли управляющих риском может быть оказана помощь финансовыми средствами массовой информации, аналитиками и рейтинговыми агентствами.

Для принятия обоснованных инвестиционных решений необходимо представление достаточной финансовой отчетности институтами коллективного инвестирования, проведение информированного и компетентного анализа в средствах массовой информации. Ужесточение требований к публичному раскрытию информации направлено на делегирование функций мониторинга широкой общественности.

Считается, что наилучшим решением проблемы адекватного информационного обеспечения является устанавливаемое законодательным путем публичное раскрытие информации. Чтобы быть эффективной, информация должна быть представлена общественности. Одно из наиболее важных преимуществ обязательного

публичного представления информации состоит в том, что осознание этой обязательности влияет на поведение финансовых учреждений [25, с. 53]. Советы директоров и менеджеры знают, что информация, даже носящая в высшей степени технический характер, после ее усвоения финансовой прессой и конкурентами дойдет до общественности. Раскрытию, прежде всего, должны подлежать основные области бизнес-рисков.

Другой формой публичного раскрытия информации служат рейтинги компаний, публикуемые частными рейтинговыми агентствами. В идеале эти частные рейтинговые агентства, получая массу информации и публикуя лишь часть ее в виде рейтингов, уравнивают потребности в публичном представлении и конфиденциальности информации. Если рейтинговые агентства завоевывают высокую репутацию надежности среди финансовых аналитиков, руководства финансовых учреждений и широкой общественности, они становятся для институтов коллективного инвестирования дополнительным средством управления риском.

Рыночная дисциплина, стимулируемая подобным образом, могла бы стать эффективным средством для снижения нагрузки на органы регулирования и надзора в отношении квалифицированных инвесторов. В то же время мелкий или неискушенный инвестор нуждается, как правило, в более существенной защите, чем просто предоставление информации.

Нельзя недооценивать роль финансовых аналитиков как помощников общественности в деле управления риском. Финансовые аналитики консультируют клиентов и, следовательно, имеют опыт представления финансовой информации под углом зрения инвестиционного риска.

Таким образом, органы регулирования и надзора сами по себе не могут нести всю ответственность за предотвращение ликвидаций (прекращений) институтов коллективного инвестирования. Управление рисками функционирования коллективных инвесторов требует объединения усилий всех участников схемы обеспечения функционирования коллективного инвестора.

**Ключевые участники управления рисками
коллективного инвестиционного фонда и их функции**

Ключевые участники управления рисками	Функции по управлению риском	Значение	
		Стратегический уровень	Оперативный уровень
<i>Системные участники:</i> - органы государственного регулирования и надзора;	Оптимизация и мониторинг	Решающее	Косвенное
- саморегулируемые организации	Назначение СРО; разработка рекомендаций и методик по управлению риском и контроль за их соблюдением	Решающее	Косвенное
<i>Институциональные участники:</i> - АИФ и обеспечивающие субъекты коллективных инвестиционных фондов (в лице акционеров - учредителей, Совета директоров, исполнительного менеджмента, внутреннего аудита);	Назначение ключевых участников; выработка, реализация и проверка соблюдения политики управления рисками	Решающее	Решающее
- внешние аудиторы	Оценка и выводы		Косвенное
<i>Общественность/потребители услуги коллективного доверительного управления:</i> - потенциальные инвесторы; - владельцы инвестиционных паев (акций) коллективного инвестиционного фонда; - рейтинговые агентства и средства массовой информации; - аналитики	Ответственные действия	-	Косвенное

В целом, наряду с государственным управлением (регулированием) рисками коллективного инвестора существует и негосударственное управление рисками, которое представлено внутрифирменным управлением АИФ и обеспечивающих субъектов отношений коллективного инвестирования, управлением со стороны СРО, независимым аудиторским управлением рисками коллективного инвестора, управлением со стороны общественности/потребителей услуги коллективного доверительного управления. Конечные цели

управления рисками института коллективного инвестирования едины и заключаются в максимизации стоимости коллективного инвестора. В то же время задачи и соответственно функции и методы государственного и негосударственного управления рисками коллективного инвестиционного фонда различны. При этом в них четко отражается специфика управления риском на каждом уровне.

Государственное регулирование рисков коллективного инвестора на российском рынке осуществляется федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг — Федеральной службой по финансовым рынкам России. Саморегулирование организации представлено в первую очередь саморегулируемой организацией управляющих компаний. В настоящее время ее функции выполняет Национальная лига управляющих.

Управление АИФ, как и любым другим акционерным обществом, осуществляется в соответствии с требованиями Федерального закона «Об акционерных обществах» и предусматривает возможность использования различных моделей управления акционерным обществом. Внутренний контроль занимает достаточно важное место в системе управления любым акционерным обществом. В АИФ функции контроля в той или иной степени осуществляют все его органы управления. Контроль за финансово-хозяйственной деятельностью фонда осуществляет ревизионная комиссия.

Требования к внутреннему контролю профессиональных участников рынка ценных бумаг установлены Положением о внутреннем контроле профессионального участника рынка ценных бумаг (утв. приказом Федеральной службы по финансовым рынкам России от 21 марта 2006 г. № 06-29/пз-н) [40], управляющей компании АИФ и ПИФ — Положением о деятельности управляющих компаний акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов (утв. постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 18 февраля 2004 г. № 04-5/пс) [41].

Требования к внешнему аудиту АИФ и управляющей компании ПИФ, его полномочия определены Федеральным законом «Об акционерных обществах», Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» и другими нормативными правовыми актами.

Таким образом, процесс управления рисками коллективного инвестиционного фонда имеет функциональную структуру, которая не менее важна, чем организационная. Управленческая дея-

тельность, оснащенная определенными целями и задачами, складывается, в конечном счете, из осуществления на различных уровнях управления разных функций.

Контроль — одна из основных функций управления. Результативность контроля зависит как от его организации, так и от санкций, применяемых в отношении нарушений. Важное значение имеет соразмерность санкций, в том числе финансовых, с причиненным ущербом в связи с нарушением или неисполнением действующего законодательства.

Заметим, что подход к регулированию и надзору над небанковскими финансовыми посредниками, прописанный в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на 2006-2008 гг. [58], в своих основных положениях соответствует подходу, ориентированному на управление риском.

В частности, в Стратегии ставится задача реформирования системы регулирования на финансовом рынке на основе разработки нормативной правовой базы для создания и функционирования коллегиального органа по регулированию на финансовом рынке; вовлечения в процесс принятия решений по регулированию финансового рынка профессиональных участников рынка ценных бумаг, инвесторов и эмитентов, развития саморегулирования.

Другим важным направлением государственной политики по развитию финансового рынка является введение принципов пруденциального надзора за рисками профессиональных участников финансового рынка и управляющих компаний и установление эффективных мер воздействия (как предупредительных, так и принудительных) надзорного органа на нарушителей пруденциальных норм и стандартов. Несмотря на то, что нормативными правовыми актами Российской Федерации предусмотрены отдельные пруденциальные нормы в отношении участников финансового рынка, целостная система пруденциального надзора на финансовом рынке сегодня отсутствует.

Базой для построения системы нормативных требований эффективного регулирования рисков в рамках системы пруденциального надзора, по мнению ФСФР России, являются потенциальные риски, которые могут иметь влияние на профессиональную деятельность и на деятельность управляющих компаний на финансовом рынке.

Укрепление законодательной базы в сфере защиты прав инвесторов и снижение нерыночного инвестиционного риска на финан-

совом рынке связывается с совершенствованием корпоративного законодательства и развитием принципов корпоративного управления.

Итак, стоимостной подход к интегрированному, комплексному управлению рисками предполагает, прежде всего, рассмотрение рисков функционирования организации с системных позиций. Идентификация и анализ рисков коллективного инвестиционного фонда позволили выявить системные свойства портфеля рисков коллективного инвестора, которые в свою очередь, наряду с институциональными особенностями коллективного инвестиционного фонда, определили особенности системы управления рисками коллективного инвестора и, в частности, особенности состава участников управления рисками организации.

Управление риском коллективного инвестиционного фонда является задачей нескольких ключевых участников. Каждый ключевой участник отвечает за определенную область управления риском функционирования института коллективного инвестирования. Ключевыми участниками являются органы регулирования и надзора, саморегулируемые организации, АИФ и обеспечивающие субъекты коллективного инвестиционного фонда, прежде всего управляющая компания, специализированный депозитарий, специализированный регистратор АИФ, лицо, осуществляющее ведение реестра владельцев инвестиционных паев ПИФ, независимый оценщик, внешние аудиторы и общественность. При управлении риском все они стремятся к достижению системообразующей цели коллективного инвестора. Но каждый участник реализует свои функции и задачи и использует свои методы управления риском. Если кто-либо из ключевых участников не может выполнять свою функцию по управлению риском по той или иной причине, ключевые участники должны компенсировать этот пробел за счет расширения собственных функций. Обычно заполнение вакуума ложится на органы регулирования и надзора.

Стоимостной подход к управлению рисками коллективного инвестиционного фонда имеет следующие главные преимущества:

- ориентирован на интегрированное, комплексное управление рисками коллективного инвестиционного фонда;
- учитывает все риски бизнеса коллективного инвестирования;
- позволяет оценить их совокупное влияние на стоимость коллективного инвестиционного фонда;

— акцентирует внимание на оптимизации рисков коллективного инвестиционного фонда;

— предоставляет исследователю четкий критерий идентификации и анализа рисков функционирования коллективных инвестиционных фондов;

— позволяет построить развернутую классификацию рисков коллективного инвестора;

— может быть использован для выявления ключевых рисков, влияние которых на стоимость бизнеса коллективного инвестирования является наиболее существенным;

— позволяет подойти к управлению институтом коллективного инвестирования на основе управления рисками его функционирования;

— ориентирован на объединение усилий ключевых участников управления рисками коллективного инвестиционного фонда.

В целом, системообразующая цель коллективного инвестора как максимизация его стоимости становится главным ориентиром, стержнем при разработке управленческих решений и интегральным критерием эффективности управления рисками функционирования института коллективного инвестирования.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Цель исследования состоит в получении ответов на такие принципиальные вопросы управления рисками коллективных инвестиционных фондов как:

- какова цель и критерий эффективности управления рисками коллективного инвестиционного фонда и можно ли ее (его) измерить;
- каковы особенности портфеля рисков коллективного инвестора;
- какими свойствами должна обладать система управления рисками института коллективного инвестирования;
- каков состав участников управления рисками коллективного инвестиционного фонда и др.

Сформулируем основные выводы по ключевым вопросам управления рисками коллективного инвестиционного фонда, которые освещены в монографии.

Отправным пунктом исследования, проведенного в монографии, является анализ основных положений теории управления рисками организации. Проведенный анализ показал, что современный подход к управлению рисками отражает комплексную, интегрированную модель риск-менеджмента в организации, определяющая особенность которой заключается в ориентации на общую оценку и управление совокупностью рисков организации с учетом взаимосвязи между рисками.

Управление риском является важной составной частью общего менеджмента организации, что означает его соответствие стратегии развития организации и институциональным особенностям ее функционирования. Единство системы управления риском и общего менеджмента организации проявляется, прежде всего, на уровне согласования целей. Цели управления риском должны быть согласованы с целями и миссией организации.

Поэтому одним из основных вопросов теории управления рисками является вопрос об основной, стратегической цели функционирования организации.

Концептуальные положения теории управления рисками носят общий, универсальный характер и должны приниматься во внимание при разработке системы управления рисками организации любого масштаба и сферы деятельности, но с учетом ее специфики.

В монографии выявлены особенности института коллективного инвестирования как носителя рисков, существенные с точки зрения управления рисками (потенциально высокая уязвимость, чувствительность к риску коллективного инвестора, его системные свойства, тождественность управления коллективным инвестиционным фондом управлению рисками этой организации).

Коллективный инвестиционный фонд представляет собой большую, сложную, открытую, замкнутую, динамическую, целеориентированную социально-экономическую систему, связанную специфическими отношениями с ее внешней средой, и построен в соответствии с классической схемой системы управления.

Важнейшей особенностью институтов коллективного инвестирования является потенциально высокая уязвимость, чувствительность к риску коллективных инвесторов, что обусловлено рядом причин: концентрация деятельности коллективного инвестора на высоко рискованном финансовом рынке; разнообразный состав субъектов отношений коллективного инвестирования, каждый из которых может иметь свои цели, отличные от целей института коллективного инвестирования, и является носителем своих, свойственных его деятельности, рисков; высокая подверженность рискам коллективных инвесторов; наличие эффекта «цепной реакции» на рынке коллективных инвестиций.

В книге обосновывается положение о том, что управление институтом коллективного инвестирования по сути своей должно быть управлением рисками этой организации, и делается вывод о том, что системные свойства института коллективного инвестирования одновременно являются свойствами системы управления рисками функционирования коллективного инвестиционного фонда. В частности, главной целью системы управления рисками, критерием эффективности управления рисками, как и общего менеджмента, является достижение коллективным инвестором своей стратегической цели, которая одновременно выступает системообразующей целью организации.

В монографии сформулированы требования к системообразующей цели коллективного инвестора: соответствие миссии организации; измеримость; ориентация во времени; обеспечение целостности социально-экономической системы; обеспечение приоритета

интересов (целей) собственников организации; обобщающий характер; возможность использования в качестве интегральной оценки портфеля рисков организации.

В книге доказывается целесообразность и раскрываются преимущества использования стоимости института коллективного инвестирования в качестве его системообразующей цели. Применение оценочного подхода позволило обосновать возможность и правомерность применения показателя стоимости чистых активов в качестве меры стоимости коллективного инвестиционного фонда.

Особое внимание уделено в монографии обоснованию положения о том, что стоимость коллективного инвестора учитывает влияние всей совокупности рисков функционирования организации и поэтому может рассматриваться в качестве критерия эффективности интегрированного управления рисками института коллективного инвестирования.

Таким образом, анализ основных положений теории управления риском организации и особенностей института коллективного инвестирования как носителя рисков позволил предложить методологический подход к управлению рисками коллективного инвестиционного фонда, в основе которого лежит взгляд на институт коллективного инвестирования как на социально-экономическую систему, т. е. организацию. Важнейшим свойством социально-экономической системы является наличие системообразующей цели, которая одновременно является стратегической целью коллективного инвестора и обеспечивает целостность организации и реализацию ею своего предназначения. Стратегическая, системообразующая цель рассматривается не только как цель и критерий эффективности управления организацией, но и как цель и критерий эффективности управления всеми рисками функционирования организации в совокупности.

Эти результаты легли в основу идентификации и анализа рисков коллективного инвестиционного фонда. Идентификация и анализ рисков являются ключевым этапом процесса управления рисками и заключаются в выявлении рисков, проведении подробной классификации выявленных рисков, определении влияния каждого риска на достижение цели функционирования организации и решении др. вопросов.

Стоимостной подход к выявлению рисков коллективного инвестиционного фонда и построению их иерархии предполагает рассмотрение в качестве главного риска функционирования института

коллективного инвестирования риск снижения стоимости организации и через установление причинно-следственных связей (выявление факторов главного риска первого уровня, второго уровня и т. д.).

В книге выявлены риски паевого инвестиционного фонда и проведен анализ причин возникновения неблагоприятных событий и их отрицательных последствий с точки зрения системообразующей цели коллективного инвестиционного фонда.

Идентификация и анализ рисков организации предполагает также изучение всей совокупности рисков как единого целого, т. е. портфеля рисков организации с учетом всех взаимосвязей и возможных последствий, что дает цельную, комплексную картину рисков, с которыми сталкивается организация.

Изучение портфеля рисков в целом означает, что в исследование рисков ситуации наряду с источниками неопределенности, связанными с поведением отдельных рисков, включается еще один аспект — степень взаимосвязи между рисками.

Проведенное исследование позволило выделить особенности портфеля рисков коллективного инвестора:

- портфель рисков коллективного инвестиционного фонда представляет собой сложную, большую систему. Между элементами этой системы существуют сложные разнонаправленные взаимосвязи, через которые риски могут усиливать или ослаблять друг друга;

- в нем присутствуют как риски-опасности (чистые риски, при которых все исходы, кроме сохранения текущей ситуации, связаны с негативными последствиями), так и спекулятивные риски, исходы которых связаны как с отрицательными, так и с положительными последствиями;

- портфель рисков коллективного инвестора представляет собой открытую систему, т.к. в портфеле рисков института коллективного инвестирования присутствуют не только внутренние риски, которые связаны с функционированием коллективного инвестиционного фонда и его обеспечивающих субъектов и на которые может повлиять его менеджмент, но и внешние риски, которые определяются внешними обстоятельствами. Открытость этой системы обусловлена присутствием, прежде всего, рисков финансового рынка, являющихся внешними по отношению к институту коллективного инвестирования и возникающих на макроуровне;

— портфель рисков института коллективного инвестирования является динамической системой. Это означает, что риски коллективного инвестора могут изменяться во времени по частоте возникновения, по размеру ущерба, а также по характеристике взаимодействия с другими рисками;

— система рисков коллективного инвестиционного фонда имеет иерархическую структуру. В основе выделения иерархических уровней лежат причинно-следственные связи между рисками института коллективного инвестирования, обусловленные, прежде всего, требованиями оценочного подхода (метода накопления активов) к измерению стоимости чистых активов как меры стоимости коллективного инвестиционного фонда.

Наряду с иерархической структурой система рисков коллективного инвестиционного фонда имеет сложные горизонтальные связи как между элементами одного уровня иерархии, так и между элементами разных уровней. Эти связи также носят причинно-следственный характер;

— портфель рисков коллективного инвестора в обязательном порядке включает риски, связанные с человеческим фактором. Это риски, связанные собственно с персоналом (риск потери ключевого портфельного менеджера), и риски, связанные с действиями персонала. Человек выступает активным элементом института коллективного инвестирования, его обеспечивающих субъектов. Это означает, что, во-первых, совокупность рисков коллективного инвестиционного фонда представляет собой социально-экономическую систему и, во-вторых, в портфеле рисков института коллективного инвестирования в обязательном порядке присутствуют операционные риски, обусловленные деятельностью человека в каждом из обеспечивающих субъектов отношений коллективного инвестирования;

— вся совокупность рисков коллективного инвестиционного фонда может быть разделена на группы в зависимости от источника возникновения риска:

- риски, связанные с деятельностью обеспечивающих субъектов коллективного инвестора;
- риски, обусловленные спецификой всей отрасли коллективного инвестирования (факторы реализации «эффекта цепной реакции»);
- общеэкономические риски, т. е. риски всего народного хозяйства (инфляция, кризис финансовых рынков, банковской системы, биржевой кризис и т. д.);

- глобальные риски — риски мировой экономики в целом;
- риски, источником которых выступает общественность/потребители услуги коллективного доверительного управления.

Таким образом, совокупность рисков функционирования коллективного инвестиционного фонда представляет собой сложную, большую, открытую, динамическую социально-экономическую систему.

Анализ функций риска в процессе функционирования организации позволил раскрыть его двойственную природу и обосновать выделение двух уровней управления риском: государственное регулирование и управление риском на уровне организации (институциональный уровень управления риском). Уровень государственного регулирования, как правило, занимается риском как опасностью. Следует отметить высокую урегулированность познанных рисков-негативов, связанных с функционированием паевого инвестиционного фонда.

Уровень организации должен заниматься всеми концептуальными компонентами риска, т. е. риском как опасностью, неопределенностью будущего, и риском как источником развития. На институциональном уровне управление этими рисками заключается в соблюдении требований законодательства и нормативных правовых актов. Организация эффективного контроля со стороны регулятора и других обеспечивающих субъектов, в том числе организация внутреннего контроля, за соблюдением этих требований является необходимым условием предупреждения реализации данных рисков.

Двойственный характер присущ, прежде всего, большинству рисков финансового рынка по причине их спекулятивной природы. При управлении этими рисками на уровне государства приоритетное значение имеет соблюдение принципа установления приемлемого уровня риска.

Поскольку риски, имеющие двойственный характер (риски финансового рынка), содержат в себе и потенциал развития, постольку в пределах приемлемого уровня риска они передаются для управления на уровень организации. Согласно Федеральному закону «Об инвестиционных фондах» именно инвестиционные риски несет владелец инвестиционных паев (акций) коллективных схем инвестирования.

В монографии проанализирован приемлемый уровень инвестиционного риска коллективных инвестиционных фондов, установленный регулятором.

Проведенный анализ показывает, что уровень приемлемого инвестиционного риска коллективного инвестора формируется под влиянием следующих факторов:

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 данных факторов на потенциальные риск и доходность портфельного коллективного инвестиционного фонда (уровень приемлемого риска) 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 неопытного инвестора. Фонды второй группы как потенциально высоко рискованные, а значит, и высоко доходные, предназначены для крупных квалифицированных инвесторов.

Управление рисками организации предполагает формулировку не только самой концепции управления риском, но и знание свойств системы управления риском, уточнение роли и места управления риском в общем менеджменте организации, конкретизацию уровней и задач управления рисками на разных уровнях и т. д. Решение этих важнейших вопросов в значительной степени определяется особенностями портфеля рисков организации и институциональными особенностями ее функционирования.

Тождественность системы управления рисками коллективного инвестора системе управления институтом коллективного инвестирования позволяет распространить системные свойства последнего на систему управления рисками коллективного инвестора. Анализ

портфеля рисков коллективного инвестиционного фонда с системных позиций (большая, сложная, открытая, динамическая система) подтверждает правомерность данного подхода. Следовательно, системные свойства институтов коллективного инвестирования являются одновременно и свойствами системы управления рисками функционирования коллективного инвестиционного фонда.

Однако система управления риском имеет определенную специфику, связанную с особенностями объекта, целей и методов управления.

В целом система управления рисками коллективного инвестиционного фонда характеризуется следующими основными свойствами:

- это открытая, замкнутая, большая, сложная социально-экономическая система управления;

- важнейшим эмерджентным свойством данной системы является достижение системообразующей цели института коллективного инвестирования, которая одновременно является стратегической целью управления коллективным инвестором и заключается в максимизации стоимости института коллективного инвестирования;

- окружающая среда создает рискованную атмосферу бизнеса коллективного инвестирования. Увеличение степени открытости национальной экономики, неустойчивость финансового рынка, неразвитость финансовых инструментов и услуг, возросшая конкуренция, технологии и Интернет подвергают институты коллективного инвестирования новым рискам, требуют постоянно обновлять способы управления бизнесом и связанными с ним рисками, чтобы сохранить конкурентоспособность;

- управление социально-экономической системой независимо от ее природы возможно благодаря принципу обратной связи. В процессе управления рисками все время должна осуществляться обратная связь. Обратная связь представляет собой мониторинг состояния портфеля рисков коллективного инвестора в целях контроля за происходящими изменениями. Контроль органически неотделим от ответственности. Действенность контроля реализуется путем применения различных санкций, неотвратимость и жесткость которых зависит от тяжести допущенных нарушений;

- портфель рисков коллективного инвестиционного фонда как объект управления, являясь большой, сложной, открытой, динамической системой, характеризуется разнообразием, т. е. имеет множество различных состояний системы, значений ее характеристик т. д.;

— в соответствии с законом необходимого разнообразия для управления большой, сложной системой — портфелем рисков коллективного инвестора — управляющая система (субъект управления) должна иметь значительное собственное разнообразие, что достигается структуризацией управляющей системы (иерархическая структура субъекта управления) через формирование взаимодействующих подсистем управления, каждая из которых решает некоторую частную задачу в условиях относительной самостоятельности. При этом в управляющей системе необходим центральный орган управления, функцией которого является координация действий подсистем, т. е. стимулирование и регламентация их деятельности, обеспечивающие согласование собственных интересов подсистем с целью (интересами) всей системы.

Основная проблема в системе с иерархической структурой состоит в распределении функций и полномочий по звеньям системы управления (между уровнями иерархии), обосновании количества этих уровней, связей иерархических уровней субъекта управления. Управляющей системе должна быть присуща иерархическая рациональность, т. е. минимально возможного, в рамках необходимого качества управления, количества ступеней.

Анализ природы риска и его функций позволил обосновать обязательное наличие двух уровней управления риском: государственного и институционального. Анализ особенностей портфеля рисков коллективного инвестиционного фонда показал возможность разделения всей совокупности рисков коллективного инвестиционного фонда на группы в зависимости от источника возникновения риска. Данная классификация рисков института коллективного инвестирования позволяет выделить не только уровни, но и взаимодействующие подсистемы в рамках институционального уровня управления рисками института коллективного инвестирования.

Общий вывод состоит в том, что в условиях рискованной атмосферы бизнеса повышение надежности отрасли коллективного инвестирования является совместной задачей ряда ключевых партнеров, ответственных за управление различными аспектами рисков функционирования институтов коллективного инвестирования.

Среди участников партнерства по управлению риском можно выделить:

— системных, представленных органами регулирования и надзора и саморегулируемыми организациями;

— институциональных, к которым отнесены АИФ, обеспечивающие субъекты отношений коллективного инвестирования в лице управляющей компании, специализированного депозитария, специализированного регистратора, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев ПИФ, независимого оценщика, внешнего аудитора;

— общественность/потребителей услуги коллективного доверительного управления в лице потенциальных инвесторов, владельцев инвестиционных паев (акций) коллективного инвестиционного фонда, рейтинговых агентств и средств массовой информации, аналитиков.

В целом наряду с государственным управлением (регулированием) рисками коллективного инвестора существует и негосударственное управление рисками, которое представлено внутрифирменным управлением АИФ и обеспечивающих субъектов отношений коллективного инвестирования, управлением со стороны саморегулируемых организаций, независимым аудиторским управлением рисками коллективного инвестора, управлением со стороны общественности. Конечные цели управления рисками института коллективного инвестирования едины и заключаются в максимизации стоимости коллективного инвестора. В то же время задачи и соответственно функции и методы государственного и негосударственного управления рисками коллективного инвестиционного фонда различны. При этом в них четко отражается специфика управления риском на каждом уровне. Если кто-либо из ключевых участников не может выполнять свою функцию по управлению риском по той или иной причине, ключевые участники должны компенсировать этот пробел за счет расширения собственных функций. Обычно заполнение вакуума ложится на органы регулирования и надзора.

Итак, стоимостной подход к интегрированному, комплексному управлению рисками предполагает, прежде всего, рассмотрение рисков функционирования организации с системных позиций. Идентификация и анализ рисков коллективного инвестиционного фонда позволили выявить системные свойства портфеля рисков коллективного инвестора, которые в свою очередь, наряду с институциональными особенностями коллективного инвестора, определили особенности системы управления рисками института коллективного инвестирования и, в частности, особенности состава участников управления рисками организации.

Стоимостной подход к управлению рисками коллективного инвестиционного фонда имеет следующие главные преимущества:

- ориентирован на интегрированное, комплексное управление рисками коллективного инвестиционного фонда;
- учитывает все риски бизнеса коллективного инвестирования;
- позволяет оценить их совокупное влияние на стоимость коллективного инвестиционного фонда;
- акцентирует внимание на оптимизации рисков института коллективного инвестирования;
- предоставляет исследователю четкий критерий идентификации и анализа рисков функционирования коллективного инвестиционного фонда;
- позволяет построить развернутую классификацию рисков коллективного инвестора;
- может быть использован для выявления ключевых рисков, влияние которых на стоимость бизнеса коллективного инвестирования является наиболее существенным;
- позволяет подойти к управлению институтом коллективного инвестирования на основе управления рисками его функционирования;
- ориентирован на объединение усилий ключевых участников управления рисками коллективного инвестиционного фонда.

В целом, системообразующая цель коллективного инвестора как максимизация его стоимости становится главным ориентиром, стержнем при разработке управленческих решений и интегральным критерием эффективности управления рисками функционирования института коллективного инвестирования.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. А. Е. Абрамов. Инвестиционные фонды: доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России. М.: Альпина Бизнес Бук, 2005. 416 с.
2. Бартон Т., Шенкир У., Уокер П. Комплексный подход к риск-менеджменту: стоит ли этим заниматься/Пер. с англ. М.: Издательский дом «Вильямс», 2003. 208 с.
3. Н. Б. Болдырева. Стоимостной подход к интегрированному управлению рисками коллективного инвестиционного фонда (концептуальный аспект). Тюмень: Изд-во Тюменского государственного университета, 2006. 196 с.
4. Н. Б. Болдырева. Стратегическая цель управления финансами паевого инвестиционного фонда // Экономические реформы в России: Труды 3 международной научно-практической конференции. СПб., 2000. С. 73-74.
5. Н. Б. Болдырева. Определение стратегической цели управления финансами институтов коллективного инвестирования — обязательное условие выявления потенциальных рисков в их деятельности // Актуальные вопросы региональной экономики: финансы, кредит, инвестиции: Сборник статей. Ч.2. Тюмень: Изд-во Тюменского государственного университета, 2002. С. 94-98.
6. Н. Б. Болдырева. Развитие региональных сегментов фондового рынка — путь преодоления инвестиционного кризиса в российской экономике // Экономика, экология и общество России в 21-м столетии: Труды 5-й Международной научно-практической конференции. Т.2. СПб., 2003. С. 33-34.
7. Н. Б. Болдырева. Стратегическая цель финансового управления институтом коллективного инвестирования // Актуальные проблемы экономической науки и хозяйственной практики: Материалы международной научной конференции 15-17 апреля 2004 г. СПб., 2004. С. 131-132.
8. Н. Б. Болдырева. Кафедра ценных бумаг ТюмГУ и профессиональные участники фондового рынка: грани сотрудничества//Налоги. Инвестиции. Капитал. 2005. №4-6. С. 84-86.
9. Н. Б. Болдырева. Развитие коллективных инвесторов в регионе. Рынок ценных бумаг//Профессиональный журнал издательского дома «РЦБ». 2005. №20. С. 71-74.
10. Н. Б. Болдырева. Состояние и проблемы развития коллективных инвесторов в регионе // Актуальные проблемы социально-экономических трансформаций России: теория и практика: Сборник материалов всероссийской научно-практической конференции. Тюмень, 2005. С. 160-162.

11. Н. Б. Болдырева. Коллективные инвесторы в регионе (о факторах развития и ограничителях роста)//Вестник финансовой академии. 2005. №4. С. 117-126.

12. Н. Б. Болдырева. Влияние инвестиционной деятельности на риск и доходность коллективного инвестиционного фонда//Вестник Тюменского государственного университета. 2006. № 4.

13. Н. Б. Болдырева. К вопросу о стратегической цели управления рисками коллективного инвестиционного фонда//Управление рисками: журнал издательского дома «АНКИЛ». М., 2006.

14. Н. Б. Болдырева, Н. О. Вилков., И. А. Лиман. и др. Экономика региона: взаимодействие реального и финансового секторов: Монография/Под ред. П. М. Килина, И. А. Лиман. Тюмень: Изд-во Тюменского государственного университета, 2005. 324 с.

15. Н. Б. Болдырева, С. Р. Мухамеева. Пути развития паевых инвестиционных фондов в регионе: преимущества и недостатки. Актуальные проблемы социально-экономических трансформаций России: теория и практика: Сборник материалов всероссийской научно-практической конференции. Тюмень, 2005. С. 158-160.

16. Н. Б. Болдырева, Т. Г. Усанова. Организация всеобуча по ценным бумагам — веление времени // Управление качеством образования: Материалы региональной научно-методической конференции. Тюмень, 2003.

17. Н. Б. Болдырева, Т. Г. Усанова. Стратегические направления развития рынка ценных бумаг в Тюменской области//Вестник Тюменского государственного университета. 2003. №5. С. 3-8.

18. Н. Б. Болдырева, Т. Г. Усанова. От новаций на фондовом рынке к инновациям в образовательном процессе // Образовательные инновации переподготовки кадров: Сборник материалов международной конференции. Тюмень, 2004. С. 14-21.

19. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004. 1008 с.

20. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: В 2 т. /Пер. с англ. СПб.: Экономическая школа, 1997. Т. 1. 497 с.

21. В. П. Буянов. Управление рисками (рискология)/В. П. Буянов, К. А. Кирсанов, Л. А. Михайлов. М.: Экзамен, 2002. 384 с.

22. С. В. Валдайцев. Оценка бизнеса: Учеб. 2-е изд., перераб. и доп. М.: ТК Велби; Изд-во «Прспект», 2004. 360 с.

23. В. М. Волкова. Закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости. Теория и практика: Учебно-методическое пособие. М.: Учебный центр МФЦ, 2005. 240 с.

24. В. М. Гальперин., С. М. Игнатьев., В. И. Моргунов. Микроэкономика: В 2 т. СПб.: Экономическая школа, 1994. Т. 1. 349 с.
25. Грюнинг Х. Ван, Брайович Братанович С. Анализ банковских рисков. Система оценки корпоративного управления и управления финансовым риском/ Пер. с англ. М.: Изд-во «Весь мир», 2003. 304 с.
26. И. А. Егоров. Стоимость бизнеса: Искусство управления: Учеб. пособие. М.: Дело, 2003. 480 с.
27. А. П. Иванов. Финансовые инвестиции на рынке ценных бумаг. М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К^о», 2004. 444 с.
28. Р. М. Качалов. Управление хозяйственным риском. М.: Наука, 2002. 192 с.
29. Г. Б. Клейнер и др. Предприятие в нестабильной экономической среде: риски, стратегии, безопасность/ Г.Б. Клейнер, В.Л. Тамбовцев, Р.М. Качалов/Под общ. ред. С.А.Панова. М.: ОАО Изд-во «Экономика», 1997. 288 с.
30. В. В. Ковалев. О некоторых дефинициях в бухгалтерском учете и финансах// Вестник СПбГУ, 2002. Вып. 2. Сер. 5. С. 60-74.
31. В. В. Ковалев. Финансовый учет и анализ: концептуальные основы. М.: Финансы и статистика, 2004. 720 с.
32. Э. М. Коротков. Концепция российского менеджмента. М.: ООО Издательско-консалтинговое предприятие «ДеКА», 2004. 896 с.
33. Коупленд Т., Колер Т., Мурин Д. Стоимость компании: оценка и управление/ Пер. с англ. М.: ЗАО «ОЛИМП-БИЗНЕС», 1999. 576 с.
34. Маккарти Мэри Пэт, Флинн Тимоти П. Риск: управление риском на уровне топ-менеджеров и советов директоров / Пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. 234 с.
35. Методические указания по бухгалтерскому учету и отчетности в паевом инвестиционном фонде (утв. Постановлением Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку от 19 февраля 1996 г. № 4).
36. В. Окулов. Риски паевых инвестиционных фондов//Ваши личные финансы. 2004. Май. С. 40- 44.
37. Письмо Федеральной службы по финансовым рынкам от 29 декабря 2004 г. № 04-ВС-01/12692 «О составе активов акционерных инвестиционных фондов и закрытых паевых инвестиционных фондов, относящихся к категории фондов недвижимости».
38. Письмо ФСФР от 15.06.2005 № 05-сх-01/9800 «О расходах, возмещаемых за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд».
39. Письмо ФСФР России от 23.12.2004 г. № 04-ОВ-01/12334 «О рас-

ходах, связанных с доверительным управлением паевым инвестиционным фондом и возмещаемых за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд».

40. Положение о внутреннем контроле профессионального участника рынка ценных бумаг (утв. приказом Федеральной службы по финансовым рынкам России от 21 марта 2006 г. № 06-29/пз-н).

41. Положение о деятельности управляющих компаний акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов (утв. постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 18 февраля 2004 г. № 04-5/пс).

42. Положение о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания владельцев инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда (утв. постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 11 сентября 2002 г. № 36/пс).

43. Положение о порядке и сроках определения стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов, стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов, расчетной стоимости инвестиционных паев инвестиционных фондов, а также стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов в расчете на одну акцию (утв. приказом ФСФР от 15 июня 2005 г. № 05-21/пз-н) (с изм. и доп. от 15 декабря 2005 г.).

44. Положение о регистрации правил доверительного управления паевыми инвестиционными фондами и изменений и дополнений в них (утв. постановлением ФКЦБ от 11 сентября 2002 г. № 35/пс).

45. Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов (утв. приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 30 марта 2005 г. № 05-8/пз-н) (с изм. и доп. от 15 декабря 2005 г., 22 июня 2006 г.).

46. Положение о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, а также к содержанию раскрываемой информации (утв. приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 22 июня 2005 г. № 05-23/пз-н) (с изм. и доп. от 25 мая 2006 г.).

47. Порядок ведения реестра паевых инвестиционных фондов (утв. постановлением ФКЦБ от 27 апреля 2002 г. № 14/пс).

48. Постановление Правительства РФ от 14 июля 2006 г. № 432 «О лицензировании отдельных видов деятельности на финансовых рынках».

49. Постановление федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 18 февраля 2004 г. № 04-5/пс «О регулировании деятельности уп-

правляющих компаний акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов».

50. Постановление федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 10 февраля 2004 г. № 04-3/пс «О регулировании деятельности специализированных депозитариев акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов».

51. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 22 октября 2003 г. № 03-41/пс «Об отчетности акционерного инвестиционного фонда и отчетности управляющей компании паевого инвестиционного фонда».

52. Постановлению Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 27 апреля 2002 г. № 15/пс «О минимальной стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, по достижении которой паевой инвестиционный фонд является сформированным».

53. Принятие финансовых решений в управлении бизнесом: концепции, задачи, ситуации: Учебник/ В. Н. Вяткин, Д. Д. Хэмптон, А. Ю. Казак. М.; Екатеринбург: ЗАО «Издательский дом «ЯВА», 1998. 256 с.

54. Л. Д. Ревуцкий. Стоимость, оценка, капитализация и вероятная цена предприятия// Вопросы оценки. 2004. №3. С. 26-33.

55. Рынок ценных бумаг: профессиональный журнал издательского дома «РЦБ».

56. К. Л. Савицкий, А. П. Перцев, М. Е. Капитан. Инструментарий инвестора. М.: ИНФРА-М, 2000. 112 с.

57. Скотт М. Факторы стоимости. Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости. М.: ЗАО «ОЛИМП-БИЗНЕС», 2000. 432 с.

58. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006-2008 годы (утв. распоряжением Правительства Российской Федерации от 1 от 1 июня 2006 г. № 793-р).

59. Типовые правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом (утв. постановлением Правительства РФ от 25 июля 2002 г. № 564) (с изм. и доп. от 13 мая 2005 г., 13 ноября 2006 г.).

60. Типовые правила доверительного управления интервальным паевым инвестиционным фондом (утв. постановлением Правительства РФ от 18 сентября 2002 г. № 684) (с изменениями от 24 октября 2002 г., 13 мая 2005 г., 13 ноября 2006 г.).

61. Типовые правила доверительного управления открытым паевым инвестиционным фондом (утв. постановлением Правительства РФ от 27 августа 2002 г. № 633) (с изменениями от 13 мая 2005 г., 13 ноября 2006 г.).

62. Управление коллективными инвестиционными фондами/ Под ред. К. Гилкрита. М.: Raster's, 1999. 144 с.
63. Управление риском в рыночной экономике/ В. Н. Вяткин, В. А. Гамза, Ю. Ю. Екатеринославский, Дж. Дж. Хэмптон. М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2002. 195 с.
64. Федеральный закон от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (с изменениями от 21 декабря 2001 г., 21 марта, 14 ноября 2002 г., 10 января, 27 февраля 2003 г., 22 августа 2004 г., 5 января 2006 г.).
65. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (с изменениями от 13 июня 1996 г., 24 мая 1999 г., 7 августа 2001 г., 21 марта, 31 октября 2002 г., 27 февраля 2003 г., 24 февраля, 6 апреля, 2, 29 декабря 2004 г., 27, 31 декабря 2005 г., 5 января 2006 г.).
66. Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» (с изм. и доп. от 29 июня 2004 г, 15 апреля 2006 г.).
67. Философский энциклопедический словарь / Гл. редакция: Л. Ф. Ильичев, П. Н. Федосеев, С. М. Ковалев, В. Г. Панов. М.: Советская энциклопедия, 1983. 840 с.
68. Н. В. Хохлов. Управление риском: Учеб. пособие для вузов. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 1999. 239 с.
69. Г. В. Чернова, А. А. Кудрявцев. Управление рисками: Учеб. пособие. М.: ТК Велби; Изд-во «Проспект», 2005. 160 с.
70. А. С. Шапкин. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций. 3-е изд. М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К^о», 2005. 544.
71. Arthur Andersen. Operational Risk and Financial Institutions. London: Risk Books, 1998.
72. Cooper & Lybrand (U.K.), GARP, Generally Accepted Risk Principles. London: Cooper & Lybrand International, 1996.
73. DeLoach J.W. Enterprise-wide Risk Management: Strategies for Linking Risk and Opportunity. London: Financial Times, 2000.
74. Financial and Management Accounting Committee of the International Federation of Accountants (IFAC), prepared by Pricewaterhouse-Cooper, Enhancing Shareholder Wealth by Better Managing Business Risk. New York: International Federation of Accountants, 1999.
75. Internal Control Working Party, Internal Control: Guidance for Directors on the combined Code. London: The Institute of Chartered Accountants in England & Wales, 1999.

76. Nottingham L.A. Conceptual Framework for Integrated Risk Management, Membera' Briefing Publication 212-297. Ottawa, Ontario: The Conference Board of Canada, 1997.

77. Pike R., Neale B. Corporate Finance and investment: decisions and strategies. Prentice Hall International (UK) Ltd, 1993. 612 p.

78. Puschaver R.G. L. Eccles In Pursuit of the Upside: The New Opportunity in Risk Management. PwC Review, 1996. December. P. 1-10.

79. www.nlu.ru — официальный сайт саморегулируемой организации «Национальная лига управляющих».

80. www.micex.ru — официальный сайт московской межбанковской валютной биржи.

Наталья Брониславовна Болдырева

ПОРТФЕЛЬ РИСКОВ
КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО ФОНДА.
ОСОБЕННОСТИ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ
КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТОРА

Монография

Редактор *И. Е. Белякова*
Технический редактор *Н. Г. Яковенко*
Компьютерная верстка *А. Е. Котлярова*
Трафаретная печать *А. В. Ольшанский*
Офсетная печать *В. В. Торопов, С. Г. Наумов*

Подписано в печать 29.03.2007. Тираж 500 экз.
Объем 10,5 усл. печ. л. Формат 60х84/16. Заказ 205.

Издательство Тюменского государственного университета
625000, г. Тюмень, ул. Семакова, 10.
Тел./факс (3452) 46-27-32
E-mail: izdatelstvo@utmn.ru