

ФИНАНСОВО-КРЕДИТНАЯ СИСТЕМА. БЮДЖЕТНОЕ, ВАЛЮТНОЕ И КРЕДИТНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ЭКОНОМИКИ, ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕСУРСЫ

Особенности портфеля рисков коллективного инвестиционного фонда

Болдырева Н. Б.

*заведующий кафедрой ценных бумаг Тюменского государственного университета,
соискатель экономического факультета Санкт-Петербургского государственного
университета*

Коллективное инвестирование, заключающееся в аккумулировании средств мелких инвесторов в единый фонд на добровольной основе под управлением профессионального менеджера для их последующего вложения с целью получения прибыли, выступает одним из эффективных механизмов перераспределения ресурсов финансового рынка и превращения накоплений и сбережений в инвестиции. В России коллективные инвесторы представлены, в первую очередь, паевыми и акционерными инвестиционными фондами (далее по тексту – ПИФ и АИФ соответственно).

Одним из важнейших факторов привлекательности коллективных инвесторов, как показывает опыт развитых стран, выступает их надежность. Надежность коллективного инвестиционного фонда рассматривается как антитеза его рискованности. Поэтому обеспечение надежности коллективного инвестора неразрывно связано с созданием целостной системы управления риском коллективного инвестиционного фонда.

Система управления риском организации, являясь частью процедур общего менеджмента организации, наряду с общими свойствами, имеет определенную специфику, обусловленную особенностями объекта управления, в данном случае – особенностями портфеля рисков организации. В свою очередь, специфика портфеля рисков организации обусловлена ее организационно-правовыми, функциональными и финансовыми особенностями.

В статье раскрывается специфика портфеля рисков коллективного инвестиционного фонда.

Исследование особенностей портфеля рисков организации требует, прежде всего, идентификации и анализа рисков. Реализация этой задачи предполагает выбор критерия, который будет положен в основу идентификации и анализа рисков. Выбор критерия, в конечном итоге, определяется сущностью риска.

Современный подход к пониманию риска (1; 4; 5; 6; 7 и др.) отражает комплексную, интегрированную модель риск-менеджмента в организации, которая характеризуется ориентацией на общую оценку совокупности рисков организации с учетом взаимосвязи между ними. В этой модели управление рисками выходит на стратегический уровень и предполагает понимание риска с позиций бизнеса в целом. Интегрированная модель риск-менеджмента основана на единстве системы управления риском и общего менеджмента организации, прежде всего, на уровне согласования целей.

Цели управления риском должны быть согласованы с целями и миссией организации. Главной целью управления рисками, критерием эффективности управления рисками, как и общего менеджмента организации, является обеспечение успешного функционирования организации, что означает достижение ею своей стратегической цели и реализацию миссии.

Вместе с тем, проведенный нами анализ институциональных особенностей коллективного инвестиционного фонда [3] позволяет утверждать, что стратегическая цель института коллективного инвестирования выступает одновременно его системообразующей целью. Это значит, что риски, по своей сути, и являются теми возмущениями, которые приводят в конечном итоге к отклонению от стратегической системообразующей цели института коллективного инвестирования.

Отправным пунктом идентификации и анализа рисков коллективного инвестиционного фонда является положение о том, что стратегическая системообразующая цель коллективного инвестора заключается в максимизация его стоимости. Стоимость чистых активов как мера стоимости коллективного инвестиционного фонда, потенциально учитывая все риски его функционирования, может рассматриваться в качестве критерия эффективности интегрированного управления рисками данной организации. Развернутое обоснование этого положения можно найти в книге [2].

Выявление рисков коллективного инвестора и построение их иерархии целесообразно проводить по принципу «от общего к частному». Для этого определяются причинно-следственные связи между рисками, связанными с функционированием коллективного инвестора и оказывающими влияние на его стоимость. Стратегическая цель управления институтом коллективного инвестирования – создание стоимости для его владельцев, измеренной как стоимость чистых активов, – определяет и главный риск функционирования организации. Степень детализации рисков (количество уровней иерархии) определяется возможностью воздействия на риск [2]. В общем виде укрупненные группы рисков коллективного инвестиционного фонда представлены в таблице 1.

Выделение конкретных рисков коллективного инвестиционного фонда позволяет сформулировать особенности портфеля рисков коллективного инвестора.

Первая особенность состоит в том, что портфель рисков коллективного инвестиционного фонда представляет собой большую сложную систему. Количество рисков института коллективного инвестирования велико. Между ними существуют сложные разнонаправленные взаимосвязи.

Следует отметить тесную связь и взаимодействие инвестиционных рисков коллективного 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.

Финансовый рынок сам по себе является источником разнообразных рисков, которые проявляются в неопределенности доходности финансовых операций, связанных с инвестированием капитала в финансовые активы, по причине движения процентных ставок, колебания валютных курсов, кредитного риска эмитентов и т.д. При этом наблюдается взаимосвязь и взаимовлияние этих рисков. Например, колебания курса той или иной валюты могут оказывать влияние на цены облигаций, выпущенных в этой валюте. Валютный риск может быть связан с риском ликвидности активов фонда.

Таблица

Укрупненная структура портфеля рисков коллективного инвестиционного фонда

1

Риски снижения стоимости чистых активов коллективного инвестиционного фонда									
Риски первого уровня									
Риски неформирования коллективного инвестора	Риски прекращения коллективного инвестора	Риски снижения стоимости чистых активов в процессе функционирования коллективного инвестиционного фонда в стандартном режиме							
Риски второго уровня									
Риск того, что ФСФР не регистрирует правила доверительного управления ПИФ, не регистрирует выпуск акций АИФ и (или) откажет в выдаче лицензии АИФ	Риск того, что по окончании срока формирования ПИФ стоимость имущества, составляющего ПИФ, окажется 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, срок, на который создан АИФ	Другие риски	Риски высокой величины обязательств	Риски низкой рыночной стоимости активов коллективного инвестиционного фонда			
						Риски третьего уровня			
						Риски отсутствия (недостаточности) притока инвестиций	Риски, обусловленные деятельностью обеспечивающих субъектов коллективного инвестиционного фонда	Риски неадекватного оценивания рыночной стоимости активов	Инвестиционные риски
									Риски четвертого уровня
									Риски финансового рынка
						Риски реализации инвестиционных услуг			

Материализация рисков финансового рынка зависит также от качества принимаемых инвестиционных решений портфельного менеджера, которое определяется его аналитическими способностями, умением прогнозировать последствия политических решений, в том числе в области международной политики, выбором стратегии управления инвестиционным портфелем,

информационной обеспеченностью и т.д., и операционных рисков управляющего. 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. Причиной материализации рисков высоких издержек фонда, снижения рыночной стоимости его активов, нарушения требований к составу и структуре активов паевого и акционерного инвестиционных фондов зачастую становятся операционные риски. К числу последних можно отнести риски специализированного депозитария коллективного инвестиционного фонда при осуществлении им своих обязанностей, связанных с учетом и хранением активов фонда и контролем работы управляющей компании. Необходимо учитывать также операционные риски лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев ПИФ, регистратора АИФ, управляющей компании паевого инвестиционного фонда и управляющей компании АИФ. Материализация указанных рисков и сопутствующие ей негативные процессы, в конечном счете, может явиться основанием прекращения фонда, приостановления действия лицензии и (или) аннулирования лицензии управляющей компании и специализированного депозитария коллективного 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 повлиять на результаты оценки активов независимым оценщиком фонда.

Вторая особенность портфеля рисков коллективного инвестора состоит в том, что в нем присутствуют как 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 показывает, что в подавляющем большинстве случаев риски функционирования коллективного инвестиционного фонда являются рисками-опасностями, иначе говоря, при ненадлежащем управлении они могут привести к снижению стоимости коллективного инвестора. Только часть рисков финансового рынка, основанных на финансовом арбитраже (процентный, валютный и курсовой риски), имеют двойственную природу, т.е. могут приводить к росту стоимости чистых активов коллективного инвестиционного фонда. Тем не менее, положительное влияние рисков двойственной природы на стоимость компании может иметь место, только если арбитраж осуществляется правильно, в противном случае также произойдет снижение стоимости чистых активов.

Третья особенность заключается в том, что портфель рисков коллективного инвестора представляет собой открытую систему. В портфеле рисков института коллективного инвестирования присутствуют не только внутренние риски, связанные с функционированием субъектов самого фонда, на которые может повлиять их менеджмент, но и внешние риски, определяемые 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 финансовые инновации и действия персонала, а также, в первую очередь, риски финансового рынка, наличие которых определяет быстрый характер изменений в условиях функционирования коллективного инвестора. 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 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.

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. Это означает, что совокупность рисков коллективного инвестиционного фонда представляет собой социально-экономическую систему, кроме того, 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 ПИФ, регистратора АИФ, включая компьютерные и прочие технологии, а также от мер, направленных на предотвращение ошибок в управлении и против мошенничества. Таким образом, совокупность рисков функционирования коллективного инвестиционного фонда (портфель рисков) представляет собой сложную большую, открытую, динамическую социально-экономическую систему.

Множество рисков института коллективного инвестирования, определенное в процессе анализа, может быть объединено в крупные группы на основании классификационных признаков, существенных с точки зрения управления рисками. Анализ портфеля рисков коллективного инвестиционного фонда позволяет выделить две классификации рисков коллективного инвестора, наиболее существенные с точки зрения реального управления рисками: по природе (причине) риска – и в зависимости от источника (уровня) возникновения риска.

Классификация по причине (природе) риска позволяет разбить риски коллективного инвестора на четыре категории:

- риски финансового рынка;
- операционные риски, связанные с функционированием внутренних систем участников схемы коллективного инвестирования (включая компьютерные системы и прочие технологии), соблюдением методов и процедур, возможными управленческими ошибками и мошенничеством;
- деловые риски (риски бизнеса), связанные с внешней средой коллективного инвестора, в том числе с макроэкономическими и политическими факторами; правовыми условиями и условиями регулирования; с реализацией эффекта «цепной реакции» на рынке коллективных инвестиций; с инфраструктурой финансового сектора и платежной системой; с общим системным риском;
- чрезвычайные риски, включающие такие виды экзогенных рисков, как политические события (например, падение правительства), распространение цепной реакции кризиса в результате биржевого краха, кризис банковской системы, гражданские войны, природные катастрофы.

Данная классификация рисков может быть использована для распределения рисков функционирования коллективного инвестиционного фонда по уровням управления и формулировки задач управления рисками на разных уровнях.

Классификация в зависимости от источника (уровня) возникновения риска определяет разделение всей совокупности рисков коллективного инвестиционного фонда на следующие группы:

- 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 инвестора дает возможность выделить уровни ответственности за риск и определить ключевых участников управления рисками коллективного инвестора.

В целом, повышение надежности бизнеса 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. Одной из особенностей портфеля рисков коллективного инвестора является наличие предсказуемых рисков, которые можно предвидеть исходя из экономической теории или хозяйственной практики, но невозможно предсказать момент их появления, и непредсказуемых рисков, являющихся результатом неполноты наших знаний и непредсказуемой изменчивости реальной действительности, в силу динамического характера портфеля рисков коллективного инвестиционного фонда. В этих условиях одна из важнейших задач состоит в создании регулярной процедуры идентификации и анализа рисков коллективного инвестора. Таким образом, специфика портфеля рисков коллективного инвестиционного фонда выступает одним из факторов, определяющих особенности управления рисками коллективного инвестора, который необходимо принимать во внимание при формулировке принципов управления рисками и определении специфики системы управления рисками института коллективного инвестирования.

Литература

- 1.Бартон Т., Шенкир У., Уокер П. Комплексный подход к риск-менеджменту: стоит ли этим заниматься: Пер. с англ. – М.: Изд. дом «Вильямс», 2003.
- 2.Болдырева Н.Б. Портфель рисков коллективного инвестиционного фонда. Особенности управления рисками коллективного инвестора. – Тюмень: Изд-во Тюменского гос. ун-та, 2007.
- 3.Болдырева Н.Б. Стоимостной подход к интегрированному управлению рисками коллективного инвестиционного фонда (концептуальный аспект). – Тюмень: Изд-во Тюменского гос ун-та, 2006.
- 4.Качалов Р.М. Управление хозяйственным риском. – М.: Наука, 2002.
- 5.Клейнер Г.Б., Тамбовцев В.Л., Качалов Р.М. Предприятие в нестабильной экономической среде: риски, стратегии, безопасность /Под общ. ред. С.А. Панова. – М.: ОАО Изд-во «Экономика», 1997.
- 6.Управление риском в рыночной экономике /В.Н. Вяткин, В.А. Гамза, Ю.Ю. Екатеринославский, Дж. Дж. Хэмптон. – М.: ЗАО Изд-во «Экономика», 2002.
- 7.Чернова Г.В., Кудрявцев А.А. Управление рисками: Учеб. пособие. – М.: ТК Велби, изд-во Проспект, 2005.