

## **Глава 1. Сущность и виды инвестиционных фондов**

### **§1. ПОНЯТИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ**

Инвестиционный фонд представляет собой особый тип инвестиционной компании, объединяющей средства многих владельцев капитала с целью их диверсифицированного вложения на фондовом рынке. Инвесторы, приобретающие доли участия в инвестиционном фонде, являются его владельцами (пайщиками, акционерами и т. д.). Средства многих мелких инвесторов инвестиционный фонд использует для вложения в ценные бумаги, например, в акции или облигации. Доход, который получает инвестиционный фонд от вложения в ценные бумаги, бывает двух видов: выплата дивидендов или осуществление процентной выплаты по ценной бумаге и рост стоимости ценной бумаги, входящей в состав активов фонда. Активы инвестиционного фонда могут как вырасти в цене и, тем самым, принести доход своим вкладчикам, так и упасть в цене.

Во всех странах с развитыми финансовыми рынками инвестиционные фонды занимают весьма заметное место. Их появление и развитие вызваны объективными причинами, связанными с увеличением числа мелких акционеров и с необходимостью специального обслуживания таких акционеров. Инвестиционные фонды становятся логическим дополнением уже сложившейся системы банковских счетов, аккумулирующих традиционные потребительские сбережения, а также трастов, рассчитанных на пассивных собственников, довольствующихся сохранением своего капитала. Инвестиционные фонды проводят гибкую рыночную политику, имеют эффективную управленческую структуру, позволяющую уравнивать интересы мелких инвесторов.

В настоящее время во многих странах мира инвестиционные фонды аккумулируют средства миллионов вкладчиков. Так, например, в США количество домохозяйств, владеющих активами инвестиционных фондов, в мае 2002 года достигло 54,2 млн., что составляет около половины из всех 109,3 млн. домохозяйств США. Количество

индивидуальных инвесторов в этих домохозяйствах примерно составляет 94,9 млн. человек.<sup>3</sup>

Инвестиционные фонды являются наиболее удобной формой инвестирования и приращения капитала. Люди снимают деньги с банковских счетов и вкладывают их в акции (пай) фондов. Их можно затем легко продать, получив взамен доход в размере стоимости чистых активов фонда, приходящихся на 1 акцию (пай). В США инвестиционные фонды называют «альтернативной американской банковской системой»<sup>4</sup>.

Остановимся на основных этапах истории инвестиционных фондов, чтобы проследить эволюцию и некоторые закономерности их развития.

Первый инвестиционный фонд в мире был основан в августе 1822 г. в Бельгии, затем в 1849 г. в Швейцарии и в 1852 г. во Франции. Как массовое явление они стали появляться в Великобритании и в США. В тот период трасты ориентировались на крупных клиентов, а мелким инвесторам приходилось вести сделки с финансовыми активами на свой страх и риск через брокеров. Инвестиционные фонды предлагали мелким инвесторам гарантированное профессиональное управление их капиталами, которое давало бы значительно больший доход от инвестиций, чем депонирование сбережений в коммерческих банках на их счетах. Кроме того, рост мелких акционеров не соответствовал росту образования и квалификации в области инвестиционных операций. Многие эксперты поднимали вопрос о необходимости создания института финансового консультирования мелких инвесторов. В 1899 г. в США образуется первая инвестиционно-консультационная компания; к 1910 г. таких компаний было уже 10<sup>5</sup>.

Появление зарегистрированных финансовых консультантов имело важнейшее значение для развития инвестиционных фондов. Принимая заказы на консультирование, консультационные фирмы начинают постепенно переходить от индивидуальных

---

<sup>3</sup> U.S Household Ownership of Mutual Funds in 2002 // Fundamentals: Investment Company Institute Research in Brief. – Vol. 11/ No. 5. – October 2002. – P.1.

<sup>4</sup> Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова. – М.: Финансы и статистика, 1996. – С.124.

консультаций к коллективным, а затем и к коллективному инвестированию индивидуальных сбережений. Для объединения средств мелких акционеров был выбран путь создания самостоятельных юридических лиц – партнерств, корпораций, частных предприятий, которые выпускали собственные обязательства. Спонсорами таких организаций становились банки, финансовые консультанты, берущие на себя расходы по управлению капиталами. Инвестиционные фонды становились формой траста для множества мелких инвесторов.

Появление первого взаимного фонда (mutual fund) в США относится к 1924 г. Но во всех странах, в том числе и в США, инвестиционные фонды начинают устойчиво развиваться лишь после второй мировой войны, постепенно составляя конкуренцию крупным банкам и иным финансовым институтам.

На протяжении более семидесяти лет инвестиционные фонды успешно функционируют в странах с развитой рыночной экономикой. Наибольшего успеха среди инвестиционных фондов добились взаимные фонды в США. Взаимные фонды обладают огромными инвестиционными ресурсами, которые позволяют реально преобразовывать национальную экономику. Общая рыночная стоимость активов таких фондов во всем мире достигла почти 10,7 триллионов долларов к концу сентября 2002 года. На активы взаимных фондов в США приходилось около 58,6% общей величины активов, и она приближалась к 6 триллионам долларов. Но и в других странах фонды также быстро растут: Франция (787 млрд. долларов), Люксембург (752 млрд. долларов), Япония (308 млрд. долларов), Италия (353 млрд. долларов), Великобритания (294 млрд. долларов) и Германия (195 млрд. долларов)<sup>6</sup>.

Успехи фондов не ограничиваются развитыми странами. В крупнейших по численности народонаселения странах, например в Бразилии, эта отрасль инвестиционного бизнеса достигла в конце сентября 2002 г. 86 млрд. долларов. Даже в

---

<sup>5</sup> Миловидов В.Д. Паевые инвестиционные фонды. – М.: Анкил, ИНФРА-М, 1996. – С.124.

<sup>6</sup> Supplementary Tables: September 2002 // Investment Company Institute. – www.ici.org.

странах-новичках из бывшего коммунистического блока - Польше, Венгрии и Чешской Республике - стоимость активов инвестиционных фондов в настоящее время превышает 1 млрд. долларов в каждой из них (4, 3,4 и 3 млрд. долл. в конце сентября 2002 г. соответственно)<sup>7</sup>.

## **§2. КЛАССИФИКАЦИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ**

Инвестиционные фонды – это инвестиции, продающиеся в стандартизированной форме. Задача управляющего - создать стандартные пакеты, отвечающие потребностям инвесторов. Рассмотрим вопросы, связанные с развитием продуктов инвестиционных фондов, и проанализируем типы продуктов, которые уже имеются на рынках коллективных инвестиционных фондов в странах с развитой инвестиционной индустрией.

За последние сто двадцать пять лет в разных странах мира с различными правовыми и финансовыми системами выкристаллизовались различные структуры коллективного инвестирования. В целом, инвестиционные фонды можно классифицировать по их правовым формам, операционным структурам, а также по целям инвестирования и видам активов, входящих в их портфель.

### **Правовые формы**

Существуют три принципиально разные правовые формы инвестиционных фондов: корпоративные фонды, трастовые фонды и контрактные фонды.

Корпоративные фонды. Корпоративная структура наиболее распространена среди инвестиционных фондов. Корпоративный фонд образуется так же, как и обыкновенное акционерное общество. Проводится подписка на выпущенные обществом акции, или же инвесторы приобретают акции на вторичном рынке. Корпоративные фонды принадлежат своим акционерам, а управляют ими от имени всех акционеров директора. Директора

---

<sup>7</sup> Там же

вправе делегировать некоторые функции, связанные с управлением (как, например, управление инвестиционным портфелем и административное обеспечение), другим организациям. Фонд от имени своих акционеров инвестирует в акции, облигации или иные активы. Доходы, получаемые фондом от дивидендов и процентов по портфельным активам, как правило, распределяются между акционерами.

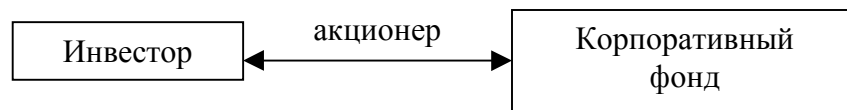


Рис.1. Отношения инвестора и корпоративного фонда

Первые корпоративные инвестиционные фонды, такие как инвестиционные трасты в Великобритании, появились в 1860-х годах и продолжают существовать в наши дни. Наиболее новые формы корпоративных фондов — это взаимные фонды (mutual funds) в США, открытые инвестиционные компании (open-ended investment companies) в Великобритании и инвестиционные общества с переменным капиталом (Societes d'Investissements a Capital Variable) во Франции.

Трастовые фонды созданы в тех странах, где существует юридическая концепция траста, например, в Великобритании и многих странах бывшей Британской империи.

Траст формируется на основе договора траста, который представляет собой юридическое соглашение между трасти и управляющим о создании паевого траста с определенными условиями деятельности. Трасти является юридическим собственником активов фонда и несет ответственность перед инвесторами фонда — бенефициарами. Внесение денег в оплату паев делает инвестора стороной договора траста и бенефициаром.

Управляющий несет ответственность за административное обеспечение и управление инвестициями, в то время как трасти отвечает за хранение активов и реализацию инвестиционных решений, принятых управляющим. Трасти, независимо от всего остального, отвечает перед инвестором в широком смысле за сохранность активов и защиту интересов инвесторов. Как правило, трасти может уволить управляющего, если последний не справляется с обязанностями по договору траста, который является основным учредительным документом фонда.

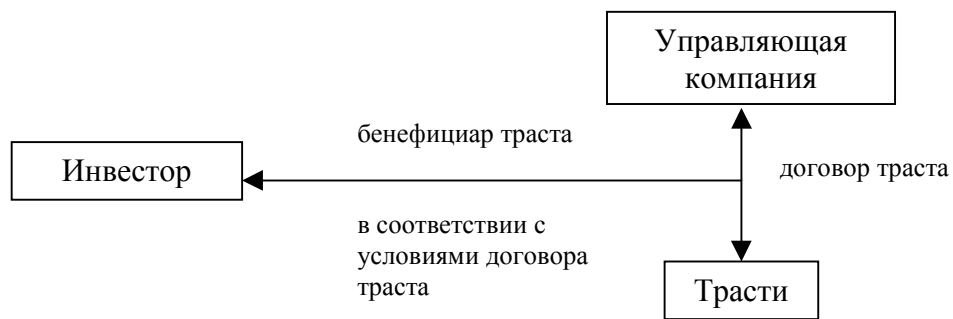


Рис.2. Отношения инвестора и трастового фонда

Контрактные фонды. В странах, где закон не позволяет создавать схемы коллективного инвестирования в форме трастов, появилась контрактная форма фондов. В этом случае владельцем активов фонда может быть управляющий (управляющие таких фондов обязательно лицензируются) или инвесторы фонда в совокупности (коллективно). Номинальным владельцем активов является кастодиан, который осуществляет их хранение.

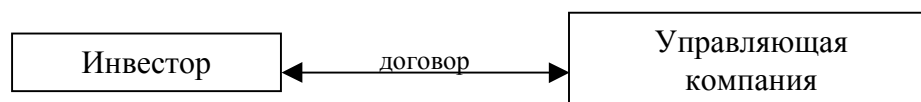


Рис.3. Отношения инвестора и контрактного фонда

Сами инвесторы не являются ни акционерами, ни участниками договора траста, а являются просто участниками фонда. У них есть право на получение доходов от имущества фонда, но, как правило, нет права голоса. Такая стратегия основана на предположении, согласно которому инвесторы могут продать свои права участия, если они не согласны с изменениями в деятельности фонда, поскольку структура таких фондов открытая.

### **Операционные структуры**

Инвестиционные фонды могут быть открытыми и закрытыми.

Ключевая характеристика открытых инвестиционных фондов – это их способность выпускать и выкупать акции или паи по требованию инвестора. Как правило, акции (паи) таких фондов продаются и покупаются по стоимости чистых активов фонда в расчете на акцию (пай).

Существует опасность того, что открытые фонды могут инвестировать в активы с ограниченной ликвидностью, например, недвижимость. Тогда, в случае предъявления требований о выкупе большой группой инвесторов, фонд будет вынужден продать неликвидные активы и, следовательно, получит за них более низкую, по сравнению с рыночной, цену. Таким образом, инвесторы, оставшиеся в фонде, будут нести непропорционально большой ущерб в результате падения стоимости активов фонда. Поэтому регулятор должен ограничивать круг активов, в которые открытый фонд может инвестировать средства.

Закрытые инвестиционные фонды больше похожи на нормальные акционерные общества, чем открытые фонды. Обычно они осуществляют первичное размещение акций или паев путем публичной продажи. После этого они могут осуществлять дополнительные выпуски акций или паев только при согласии всех существующих инвесторов фонда. Закрытые фонды обычно не вправе выкупать свои акции или доли у

инвесторов, кроме случаев официального уменьшения размера капитала, что тоже осуществляется с согласия акционеров.

Цена на акции и паи закрытых фондов формируется на вторичном рынке, поэтому она может существенно отличаться от стоимости чистых активов фонда.

Закрытые фонды — более подходящий инструмент для инвестирования в неликвидные или очень рискованные активы, нежели открытые фонды, потому что над управляющим не довлеет необходимость продавать активы для обеспечения выкупа.

Где-то в промежутке между полностью закрытыми и полностью открытыми фондами лежат интервальные фонды. У них есть многие свойства открытых фондов: они могут продавать и выкупать акции или паи без специального разрешения на то со стороны всех инвесторов. Но, кроме того, в их правилах или уставах может быть установлено положение, ограничивающее число акций или (паев), которые они могут купить или продать, а также периоды времени, когда покупка и продажа возможны.

Различные комбинации организационно-правовых форм и организационных структур представлены в Приложении 1.

### **Классификация по целям инвестирования**

Как показывает международная практика, чем более развитым является рынок и чем лучше подготовлены инвесторы, тем более широким становится диапазон фондов с различными инвестиционными целями. Выбор инвестором того или иного инвестиционного фонда зависит от его целей инвестирования. В свою очередь, инвестиционные цели определяют инструменты инвестирования.

Фонды дохода - ориентированы на получение доходных выплат. Обычно в качестве активов выступают государственные или корпоративные облигации.

Фонды роста - ориентированы на рост капитальной стоимости инвестиций. В качестве активов наиболее часто используются акции.



Смешанные фонды - фонды, преследующие обе цели: как получение доходных выплат, так и рост капитальной стоимости.

В пределах этих широких категорий существует большое разнообразие возможных продуктов. Примеры различной специализации приводятся ниже.

*Географические фонды* - фонды, которые инвестируют в активы всех стран (глобальные фонды) какого-либо региона (например, европейский фонд) или конкретной страны (например, германский фонд), или фонды, которые инвестируют в особые типы рынков (например, фонды развивающихся рынков).

*Отраслевые фонды* - фонды, которые инвестируют в определенную отрасль обычно в разных странах, например, в телекоммуникационные системы, медицинское оборудование и фармацевтику, или фонды с конкретной ориентацией на мелкие или крупные компании, или же на приватизируемые предприятия.

*Индексные фонды* - фонды старающиеся достичь результата, соответствующего определенному индексу. Индекс часто, но не всегда, отражает состояние национального (местного) фондового рынка. Эти фонды становятся все более популярными, поскольку развитие технологий (большой частью компьютерных) позволяет управлять ими легко и без особых затрат, так что взимаемые здесь сборы невелики, а также потому, что многим управляющим не удается «превзойти» индекс, несмотря на активные операции.

*Фонды фондов* - инвестиционные фонды, как открытые, так и закрытые, инвестирующие в другие инвестиционные фонды, которые в свою очередь также могут быть открытыми или закрытыми.

Как только управляющий создал несколько фондов, у него появляется возможность создать «фонд фондов». Идея состоит в том, чтобы дать возможность инвестору исключительно широко диверсифицировать риски. Фонд фондов просто покупает акции или паи других фондов под управлением данного управляющего. Теоретически открытому фонду фондов проще решать проблемы расширения путем привлечения новых

средств или уменьшения путем изъятия средств — вместо того, чтобы покупать конкретные ценные бумаги, он просто покупает блок акций или паев в соответствующих фондах. На практике это просто переносит проблемы управления ликвидностью на фонды, акции или паи которых фонд фондов приобретает или продает. Здесь не исключен и конфликт интересов. Например, инвестиционный управляющий фонда фондов может захотеть продать акции одного из специальных субфондов акций. Управляющая компания фонда акций, которая одновременно является и управляющей компанией фонда фондов, знает, что в этом случае фонду акций придется реализовать инвестиции, возможно, в трудное для него время. Продажа может вылиться в резкое снижение цен на акции, которыми владеет фонд. Соответственно, управляющая компания запретит инвестиционному управляющему фонда фондов такую продажу. Прежде чем создавать фонд фондов, управляющая компания должна продумать, существует ли риск таких конфликтов и как их решать. Также следует решить проблему сборов: регуляторы не будут в восторге, если как фонд фондов, так и его «нижестоящие» фонды будут взимать сбор, а возможно, и надбавку и сборы при выкупе, удваивая тем самым расходы инвесторов.

*Венчурные фонды*, или фонды развивающегося капитала, - фонды этого типа стараются инвестировать в новые предприятия, чьи акции еще не котируются и не обращаются на рынке, но которые стремятся к этому.

### **Классификация по инструментам инвестирования**

В зависимости от инструментов инвестирования можно выделить следующие наиболее распространенные виды фондов.

#### **Фонды акций**

Фонды акций преимущественно осуществляют вложения в акции. Владение акциями компании означает долю собственности в капитале компании. Если компания

успешно осуществляет свою деятельность на рынке, ее акционеры могут получить прибыль в двух формах: акции этой компании могут вырасти в цене, либо компания перечислит часть прибыли своим акционерам в форме дивидендов. Однако, если компания терпит убытки или становится банкротом, ее акционеры также теряют часть или полную стоимость приобретенных ими акций.

Следует отметить, что вложения в акции считаются наиболее доходным, но и наиболее рискованным видом инвестиций. На протяжении небольшого отрезка времени цены на акции могут испытывать значительные колебания, но на протяжении длительного отрезка времени доходность вложения в акции исторически выше, чем при инвестировании в облигации или инструменты денежного рынка. Так, несмотря на значительные колебания в отдельные моменты времени, средняя ставка доходности вложений в акции в США с 1926 по 1999 г. составила 11% годовых<sup>8</sup>.

В настоящее время фонды акций получили очень большую инвестиционную привлекательность для инвесторов. Наиболее значительное преимущество инвестирования в фонд акций, по сравнению с отдельными акциями, — снижение риска. Здесь также сказывается то, что самостоятельное приобретение инвестором широкого спектра акций связано с многочисленными проблемами и затратами, тогда как купить акции или паи фонда, владеющего таким диверсифицированным портфелем, можно без всякого труда.

В условиях сложного развитого рынка, такого, как рынок США, возможность инвестировать в диверсифицированный взаимный фонд, а не в конкретные акции из разряда «голубых фишек» не дает инвестору никаких особых преимуществ. Но даже в США немногие инвесторы с уверенностью купят акции небольшой компании, работающей в области биотехнологий, и поэтому большинство из них предпочитает использовать инвестиционные фонды, инвестирующие в такие сугубо специфические активы.

В условиях менее развитых рынков, где инвесторы обладают меньшими знаниями и менее уверены в инвестициях, ценность инвестиционного фонда, снижающего риск, должна быть по идее выше, однако потенциальное преимущество инвестиционных фондов может быть сведено на нет из-за недоверия к фондам, как таковым.

Видимые причины, по которым инвесторы покупают фонды акций, связаны не со снижением риска, а с возможностью получения более высоких доходов. Вложения в акции часто могут рассматриваться как страховка от инфляции, то есть как путь сохранения капитала, а не приумножения его.

### Фонды облигаций

Фонды облигаций обеспечивают инвестору сохранность основной вложенной суммы плюс доход, который часто по уровню превышает доход по банковским вкладам. С облигациями могут работать либо обыкновенные открытые фонды, инвестирующие в различные облигации, либо фонды, выплачивающие заранее определенный «гарантированный» уровень дохода и обеспечивающие возврат основной суммы при наступлении срока погашения облигаций. Но в открытом фонде нельзя обеспечить инвесторам определенный уровень доходов или сохранность капитала на определенную дату в будущем, поэтому фонды второго типа должны существовать только в закрытой форме. Такие фонды популярны в США, где они существуют как закрытые корпоративные фонды с ограниченным сроком деятельности.

Для того чтобы сравнивать и выбирать различные облигации, инвестору необходимо хорошо разбираться в математических расчетах доходности к погашению и в кривых доходности. Оценка рынка облигаций в сравнении с рынком акций осложняется наличием множества типов облигаций. Поэтому оптимальным для инвесторов в силу затруднительности проведения самостоятельного анализа представляется обращение к услугам инвестиционного фонда.

---

<sup>8</sup> A Guide to Understanding Mutual Funds // Investment Company Institute, 2000. – P.9.

Теоретически облигации могут быть использованы для аккумуляции капитала, равно как и для получения дохода. Для накопления капитала проценты по облигациям не выплачиваются, а реинвестируются. Но на практике фонды облигаций почти всегда ориентируются на немедленную выплату дохода в виде процентов по облигациям, так как никогда не известна величина процентных ставок на момент реинвестирования очередных выплат дохода.

#### Фонды акций и облигаций (смешанные фонды)

Теоретически акции и облигации в каком-либо сочетании представляют собой широко диверсифицированные инвестиции, наиболее подходящие для того, кто инвестирует в первый раз, а также составляют идеальный «костяк» инвестиционного портфеля для любого долгосрочного инвестора. Однако фонды этого типа на деле редки. В теории преимущество фонда, содержащего как облигации, так и акции, состоит в том, что управляющий может переводить деньги из одних активов в другие, реагируя на изменение рыночных условий. В частности, облигации могут быть хорошим защитным активом при отрицательной динамике рынка акций. На практике же принять правильное решение о том, когда надо «переключиться» с одного типа активов на другой, очень трудно. Более того, нередко рынки акций и облигаций одновременно падают, таким образом, снижая предполагаемую ценность подобной диверсификации. Если же у управляющего есть как фонд акций, так и фонд облигаций, то он может предоставить инвестору самому решать, сколько денег вкладывать и куда.

Однако бывает, что фонды, инвестирующие одновременно в акции и облигации, имеют явное преимущество. Это происходит, когда имеется постоянный приток новых денег инвесторов в фонд. В этом случае управляющему не приходится осуществлять крупные «переключения». Все, что ему следует делать, — это инвестировать новые деньги в тот класс активов, который на данный момент наиболее выгоден. Если этот принцип успешно претворяется в жизнь в течение нескольких лет, то средняя доходность

такого фонда будет выше, чем в случае, когда деньги инвестируются «механически» — например, половина в акции, половина в облигации.

### Фонды денежного рынка

Эти фонды инвестируют в основном в ценные бумаги со сроком погашения 90 дней и менее. Как правило, в эту категорию входят казначейские обязательства, депозитные сертификаты, векселя. Самое главное правило работы таких фондов сформулировано американцами: фонд должен быть в состоянии выплатить каждому инвестору, по крайней мере, вложенную им сумму и не меньше (как это делают банки). Таким образом, активы фонда денежного рынка неизменно сохраняют 100% своей капитальной стоимости<sup>9</sup>.

Фонды денежного рынка конкурируют с кредитными организациями за привлечение денег инвесторов. Для победы в такой конкуренции им требуется превзойти существующие доходы по депозитам в банках доходами от процентных выплат.

Бурный рост фондов денежного рынка происходил в США в 1970-х годах и во Франции в 1980-х. В то время мелкие инвесторы с небольшими накоплениями могли инвестировать только лишь в депозиты под небольшой процент, обусловленный тем, что правительства контролировали процентные ставки. Однако при наличии большой суммы на депозите процентная ставка повышалась. Смекалистые управляющие инвестиционных фондов стали создавать фонды нового типа — фонды денежного рынка. Они принимали большое число мелких вложений, инвестировали их в виде пула в банковские депозиты и, тем самым, позволяли частным инвесторам получать доход по более высоким процентным ставкам, а также диверсифицировать риски между рядом финансовых институтов (некоторые фонды денежного рынка имели лучший кредитный рейтинг, нежели финансовые институты, в инструменты которых они инвестировали). Прибыли от

---

<sup>9</sup> Путеводитель по российскому рынку капитала: Паевые инвестиционные фонды. – М.: Коммерсант XXI, Альпина Паблшер, 2001. – С.13.

управления фондами денежного рынка ниже, чем прибыли по фондам акций или облигаций, но, с другой стороны, ими гораздо легче управлять.

Фонды денежного рынка стоит развивать везде, где возможно существование открытых фондов, а процентные ставки по «розничным» депозитам отличаются от «оптовых». Такие фонды не имели успеха в Великобритании, где не существовало и не существует ограничений по процентным ставкам, а конкуренция в борьбе за банковских клиентов весьма велика. Здесь нет разницы между процентными ставками для розничных и оптовых покупателей.

Фонды денежного рынка также приучают инвесторов к самой идее фонда; затем они смогут перейти к инвестициям в другие, более рискованные фонды. Во времена рыночной нестабильности фонды денежного рынка дают возможность инвесторам быстро перевести инвестиции из акций в денежные средства, позволив управляющему сохранить вознаграждение.

В некоторых странах соотношение фондов разных типов — фондов денежного рынка, облигаций, акций — будет различным. Большую роль здесь играют финансовые традиции страны. В Великобритании, например, корпоративных облигаций меньше, чем в остальных европейских странах и США, главным образом, потому, что традиционно инвестиционные средства в этой стране привлекались посредством выпуска акций, а не путем заимствований.

Определенные типы активов в большей степени соответствуют конкретной структуре фонда: например, неликвидные активы больше подходят для закрытых фондов, чем для открытых. На многих развивающихся рынках просто не хватает ликвидных активов для того, чтобы сделать возможным существование открытых фондов. Если это так, то для управляющих имеет смысл лоббировать создание промежуточных форм фондов, таких, как интервальные. Это позволяет лимитировать выкупы по стоимости

чистых активов, что в большей степени соответствует природе неликвидных активов и в то же время более привлекательно, нежели закрытые фонды, инвесторы которых не смогут продать свои вложения по стоимости чистых активов. Возможно, при отсутствии в стране достаточных активов для инвестирования решающим фактором окажется возможность (или отсутствие таковой) инвестировать за границей, а также меры контроля, связанные с инвестициями подобного рода.

Наличие различных структур — ключ к созданию определенных продуктов. Как указывалось выше, если бы в США не существовало открытых фондов, то не существовало бы и фондов денежного рынка. Если бы не было возможности создавать закрытые структуры, то не смогли бы работать фонды облигаций с гарантированным доходом и фиксированной стоимостью к погашению, являющиеся очень популярными.

В рамках различных форм инвестиционных фондов всегда возможны новшества, предлагаемые в ответ на потребности инвесторов. Некоторые идеи будут работать в одних формах, тогда как в других — нет. Как указывалось выше, есть ряд непреодолимых препятствий для существования фондов гарантированного дохода в открытой форме. Ни одно из этих препятствий не мешает созданию фондов акций в открытой форме при условии, что рынок достаточно ликвиден.

В качестве общего вывода можно отметить, что чем более развитым является рынок и чем лучше подготовлены инвесторы, тем более широким становится диапазон фондов с различными инвестиционными целями.



### **§3. ПРЕИМУЩЕСТВА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ В ГЛАЗАХ ИНВЕСТОРОВ**

Причины повсеместного развития инвестиционных фондов носят общий характер для развитых и формирующихся рынков. К причинам привлекательности инвестиционных фондов можно отнести следующие.

#### **1. Снижение инвестиционного риска за счет диверсификации портфеля**

Здесь представляется важным рассмотреть два основных положения современной теории портфельных инвестиций (Modern Portfolio Theory - MPT), касающихся инвестиционных фондов:

- Частью общего риска инвестиций в ценные бумаги наряду с систематическим риском, является риск специфический. Он не связан с общим состоянием рынка. Специфический риск присущ каждой ценной бумаге и зависит от деятельности, положения на рынке, качества менеджмента ее эмитента.
- Инвестиционный риск портфеля уменьшается с ростом количества ценных бумаг в портфеле. При увеличении количества разных видов ценных бумаг в портфеле до двадцати пяти даже самый высокий уровень риска, связанный с владением ценными бумагами одного выпуска, существенно снижается.<sup>10</sup>

Как показывает международная практика, у инвесторов с небольшим портфелем рискованных ценных бумаг риск на единицу дохода выше, чем у инвесторов, чей портфель больше. При помощи диверсификации портфеля ценных бумаг инвестиционные фонды значительно снижают специфические риски инвестиций в ценные бумаги. Второй фактор важен потому, что инвесторы скорее стремятся снизить риск, нежели увеличить доход. В условиях формирующегося рынка данный фактор приобретает еще большее значение. Это связано с тем, что на формирующихся рынках специфические риски обычно выше, чем на развитых, следовательно, диверсификация становится еще более ценной.

---

<sup>10</sup> Управление коллективными инвестиционными фондами / Под ред. Гилкреста при участии М.Сент-Джайлса, С.Бакстон, Е.Алексеевой, - М.: Raster's, 1999. – С.10.

Снижение риска, обеспечиваемое инвестиционными фондами, имеет наибольшее значение в случае вложения средств в облигации не самого высокого уровня надежности. Еще более важным это качество является по отношению к инвестициям в акции.<sup>11</sup>

Преимущества инвестиционных фондов наиболее явны в случае инвестирования средств на зарубежных рынках. К такому инвестированию все чаще прибегают с целью диверсификации риска. При инвестировании на зарубежных рынках от инвесторов в случае самостоятельного инвестирования требуется провести анализ информации о зарубежных компаниях, которая на формирующихся рынках может оказаться недостаточной или ложной. Также придется заниматься прогнозированием курсов обмена валют. Инвестиционные фонды позволяют своим инвесторам избежать подобных сложностей и затрат, о чем идет речь в следующем пункте.

## **2. Сокращение затрат частного инвестора в сравнении с прямым приобретением ценных бумаг**

На большинстве рынков затраты по осуществлению сделок привязаны к размеру сделок. Инвестиционный фонд, совершающий крупные сделки, по оценкам специалистов, имеет на 5-10% меньшие удельные затраты по сравнению с мелким инвестором. Экономия на затратах, предоставляемая инвестиционным фондом в сравнении с прямым приобретением ценных бумаг, будет зависеть от времени, в течение которого объект инвестиций находился у собственника, частоты обновления портфеля ценных бумаг, а также от величины сборов, связанных с участием в инвестиционном фонде. Фактор сокращения затрат тесно связан с фактором снижения риска. Для уменьшения риска следует диверсифицировать инвестиции. Но при увеличении диверсификации возрастает стоимость совершения сделок, а также и относительное преимущество инвестиционных фондов.

---

<sup>11</sup> Там же

Затраты связаны не только с денежными расходами, но и с расходом времени и сил. В настоящее время объем и сложность доступной информации таковы, что мелкий инвестор все в меньшей степени способен ее осмыслить. Большинство инвесторов не имеют профессиональных знаний, времени, желания для того, чтобы самостоятельно заниматься управлением своими инвестициями. Инвестиционные фонды обычно сокращают работу инвестора по ведению его персональной отчетности и предоставлению информации в налоговые органы.

### **3. Надежность**

Во многом успех инвестиционных фондов определяется налаженным регулированием и справедливым и должным образом функционирующим законодательством. Инвесторы должны быть уверены в том, что их средства надежно защищены от мошенничества, воровства и прочих нарушений. Немалое значение имеет и наличие системы компенсаций в случае возникновения таких нарушений. Однако следует провести четкую грань между инвестиционным риском, который свойствен любым инвестициям и рисками плохого управления, злоупотреблений и мошенничества, так как нельзя забывать об опасности предоставления неограниченных компенсаций, что побуждает управляющего и инвестора вести себя все более безответственно, поскольку они знают, что ни в каком случае не понесут убытков. Другая опасность в том, что регулирующий орган упустит из виду факт крайней важности для инвесторов вопроса компенсаций. Причина этого в специфике расстановки приоритетов - регулирующие органы основное внимание уделяют выработке правил, позволяющих избежать ситуаций, при которых происходят нарушения, ведущие к выплатам компенсаций. При возникновении таких ситуаций регулирующие органы могут признать достаточной процедуру по закрытию управляющего или его дисквалификации, но для инвестора намного важнее получить обратно свои деньги, чем наказать управляющего. Здесь также

имеет значение срок выплаты компенсации. Поэтому регулирующим органам в качестве приоритета необходимо выбрать поддержание доверия инвесторов к инвестиционным фондам, составляющей и немаловажной частью которого является своевременная выплата компенсаций. Там, где существуют механизмы, заставляющие управляющих и хранителей активов фонда без задержек выплачивать компенсацию, даже крупные скандалы можно нейтрализовать, не подрывая общественного доверия к отрасли в целом.

Что касается налогового законодательства, то оно должно обеспечивать инвесторам инвестиционных фондов, по крайней мере, такие же условия инвестирования, как и «прямым» инвесторам. Очевидно, что более привлекательные условия инвестирования через инвестиционные фонды вызовут более выраженное позитивное отношение к ним со стороны инвесторов. Так, на развитых рынках инвестиционным фондам предоставляется благоприятный налоговый режим. Хочется особо подчеркнуть тот факт, что в отсутствие надежной системы регулирования инвестор не будет испытывать доверия к инвестиционным фондам, которое является залогом долгосрочного развития этой эффективной и прибыльной отрасли.

На наш взгляд, формирующимся рынкам, в силу неразвитости финансового сектора и законов, с которыми должна согласовываться система регулирования инвестиционных фондов, легче ее создать. Кроме того, существует возможность значительно сократить процесс создания такой системы, используя опыт развитых рынков.

На развитых рынках процесс становления системы регулирования инвестиционных фондов занял многие десятилетия. Система начала приобретать конкретную форму в США и Европе только в 1930-х годах, а на тот момент инвестиционные фонды существовали уже около 70 лет. Особую сложность для развитых рынков представляет скоординированное функционирование системы регулирования инвестиционных фондов с системами регулирования других институтов и секторов экономики.

#### **4. Информационная прозрачность**

В отличие от приобретения страховых полисов или участия в пенсионных схемах при вложении средств в инвестиционный фонд инвесторы имеют возможность следить за изменением стоимости своих инвестиций. Это происходит благодаря механизму подсчета стоимости пая (акции), при котором стоимость пая (акции) ежедневно отражает рыночную стоимость лежащих в основе фонда инвестиций.

#### **5. Низкие издержки по сравнению с другими формами коллективных инвестиций**

По сравнению с другими формами коллективных инвестиций, таких как страхование жизни и пенсионное накопление, надбавки к стоимости пая, скидки со стоимости пая, вознаграждение управляющих оказываются весьма умеренными. Кроме того, они постоянно снижаются в результате конкуренции и в процессе роста активов фондов. Тот факт, что издержки указываются открыто и четко, позволяет легко сравнивать разные фонды.