

Оглавление.

Введение	2
Глава I. Теоретические и законодательные основы доверительного управления	5
1.1. Концепции «траста» и «доверительного управления»: исторические аспекты и теория	5
1.2. Законодательное регулирование доверительного управления в России	16
1.3. Основные положения договора доверительного управления.....	26
Глава II. Управление индивидуальными портфелями ценных бумаг.....	39
2.1. Условия предоставления услуги доверительного управления российскими банками и инвестиционными компаниями	39
2.2. Стратегии управления портфелями ценных бумаг	52
2.3. Система управления портфелями ценных бумаг	63
Глава III. Проблемы развития доверительного управления в России.	69
3.1. Текущее состояние и проблемы развития услуги доверительного управления в России.....	69
3.2. Рекомендации инвестору по выбору способа инвестирования средств и выбору инвестиционной компании.....	75
Заключение.....	85
Список литературы	88
Приложения	91

Введение.

В настоящее время в России активно развивается инвестиционно-банковский бизнес, неотъемлемой частью которого является услуга доверительного управления активами клиента (asset management). Наибольшее применение услуга доверительного управления получила в отношении ценных бумаг и средств инвестирования в ценные бумаги. Доверительное управление является аналогом доверительной собственности (траста), широко распространенной в практике зарубежных стран, преимущественно с англо-американской правовой системой.

Доверительное управление в настоящее время не получило должного распространения. Причинами этому служат проблемы, присущие российскому фондовому рынку и законодательству в области доверительного управления, а также специфика этой услуги. Проблемы, препятствующие развитию доверительного управления, будут подробно рассмотрены в одной из глав.

Индивидуальное доверительное управление, несмотря на недостаточную распространенность, является перспективной услугой. По мере развития фондового рынка и повышения благосостояния населения доверительное управление должно стать доступной и востребованной услугой.

Проблема развития доверительного управления в России особенно актуальна, так как в условиях дефицита внутренних денежных ресурсов для инвестиций возникает необходимость в действенных и эффективных механизмах аккумулирования накоплений населения и свободных денежных

средств предприятий и их инвестирования в ценные бумаги российских компаний. Одним из таких механизмов является доверительное управление ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги.

В данной работе основное внимание уделено индивидуальному доверительному управлению, то есть управлению портфелями ценных бумаг частных лиц и предприятий. Управление негосударственными пенсионными фондами и паевыми инвестиционными фондами не является предметом для рассмотрения в работе.

В первой главе исследования приведены концепции траста и доверительного управления, схожие черты и различия данных конструкций, причина неприменимости в России траста, законодательное регулирование доверительного управления и особенности договора доверительного управления.

Во второй главе рассмотрены условия предоставления услуги доверительного управления, порядок передачи средств в управление, предлагаемые стратегии инвестирования средств учредителя управления, особенности формирования и управления портфелем в условиях российского рынка, а также применение автоматизированной системы управления портфелями ценных бумаг.

Третья глава посвящена основным проблемам, препятствующим развитию доверительного управления в России. Также в третьей главе даны практические рекомендации инвесторам относительно выбора способа инвестирования в

ценные бумаги и критериев выбора инвестиционной компании для передачи денежных средств в доверительное управление.

Основными материалами при написании работы послужили законы и подзаконные нормативные акты в области рынка ценных бумаг и доверительного управления, а также публикации в периодических изданиях и Интернете. Какие-либо монографии и исследования, посвященные непосредственно доверительному управлению ценными бумагами в России, в настоящее время отсутствуют.

Глава I. Теоретические и законодательные основы

доверительного управления.

1.1. Концепции «траста» и «доверительного управления»: исторические аспекты и теория.

Институт траста (доверительной собственности) – довольно сложная юридическая конструкция, обладающая множеством особенностей. В странах с англо-американской правовой системой развитие трастовых отношений имеет многовековую историю, и в настоящее время учреждение траста применяется для самых разнообразных целей. В России же, в силу специфики российской правовой системы, учреждение траста не представляется возможным. Понятие траста было заменено понятием доверительного управления, осуществление которого не противоречит нормам континентального права. Конструкции траста и доверительного управления имеют как различия, так и ряд схожих признаков.

Правовым аспектам отношений, возникающих при учреждении траста и доверительного управления, посвящено множество монографий и публикаций. Такие вопросы, как, например, юридическая природа института доверительного управления, полномочия и ответственность доверительного управляющего в трастовых операциях, нашли отражение в многочисленных научных исследованиях, но при этом все еще имеют множество спорных моментов и требуют дальнейшего глубокого и всестороннего изучения специалистами в области права.

Мы же оставим изучение юридических тонкостей за рамками данного исследования. Прежде всего, нам необходимо понять суть траста и доверительного управления и сравнить данные конструкции.

Конструкция доверительной собственности (траста) возникла в Англии в период раннего средневековья. Хотя прообразы трастовых правоотношений возникли еще задолго до нашей эры. Так, например, в Древнем Египте собственностью фараонов и их детей управляли жрецы храмов. Примерно в 600 г. до н.э. в законах Солона встречается правило, согласно которому человек имел право на выбор наследника и лица, имеющего право получать в собственность имущество независимо от родственных связей¹.

Среди историков существует мнение, что возникновение траста было обусловлено следующей причиной. Участие Англии в крестовых походах не позволяло рыцарям-собственникам эффективно осуществлять полномочия собственника, поэтому они были вынуждены передавать свои правомочия управляющим, которые действовали в их интересах или интересах третьих лиц².

В некоторых публикациях, посвященных истории возникновения института траста, основной причиной появления доверительной собственности рассматривается стремление церковей и монастырей обойти запрет на приобретение земель, скрывая реального собственника номинальным³.

¹ Исеев Р.М., Ткач А.Н. Английский траст: история и современность // Юрист. 2002. №2.

² Там же.

³ К вопросу о доверительном управлении ценными бумагами. <http://bpi.ru/articles/3325.html>

Одним из первых успешных примеров использования договора траста считается случай приобретения участка земли в Англии монахами из ордена Святого Франциска, прибывшими туда в первой половине XIII столетия. В соответствии с правилами своего духовного ордена, францисканцам запрещалось иметь какую-либо собственность. Однако монахи нашли способ обойти данное предписание. Земля, о приобретении которой шла речь, перешла к попечителю, выступавшему от имени монахов. Если бы после этого возникли имущественные споры, то суды системы Общего права (которая наряду с так называемым правом справедливости уже в то время существовала в Англии) отнесли бы к попечителям как к собственникам. Суды Общего права не признавали за монахами каких-либо прав на данную землю.

Также существует мнение, что траст возник прежде всего как альтернатива завещанию. Так заботливый отец, обеспокоенный вероятным разбазариванием своего наследства, мог, не передавая свое состояние наследникам, оставить его в доверительную собственность, например, семейному адвокату, назначив наследников бенефициарами. (Еще более распространенный случай, когда траст учреждается завещанием в пользу несовершеннолетних наследников)¹.

Кроме того, одной из причин возникновения и развития института доверительной собственности считается то, что применение траста позволяло избегать уплаты феодальных повинностей.

¹ Траст и его использование – международная практика. <http://www.roche-duffay.ru/articles/trust.htm>

Таким образом, изначально создание траста было вызвано в основном неналоговыми соображениями. В настоящее же время траст зачастую используется в международной практике в налоговых целях. Учредив траст в одной из безналоговых юрисдикций, во многих случаях удастся вывести средства из-под налогов страны пребывания учредителя и бенефициара (это касается как физических лиц, так и крупных компаний). Прежде всего, это относится к налогу на имущество, поскольку имущество, переданное в траст, уже не принадлежит ни учредителю, ни бенефициару. Также это относится к налогу на прирост капитала и в некоторых случаях к налогу на наследство. Сразу же нужно отметить, что в настоящее время в некоторых странах, в частности США, введены законы, не позволяющие избегать уплаты налогов при создании зарубежного траста. К примеру, взимается налог на передачу активов в зарубежный траст¹.

Итак, в чем же суть траста?

Как отмечается в одной из статей, посвященных трасту, легального определения понятия траста, или доверительной собственности, в английском законодательстве не содержится, не выработала его и многовековая судебная практика. Классическим считается доктринальное определение сэра Артура Андерхилла: траст – это обязательство, согласно которому одно лицо (доверительный собственник) должно управлять имуществом, переданным ему

¹ Траст и его использование – международная практика. <http://www.roche-duffay.ru/articles/trust.htm>

для этих целей другим лицом (учредителем), в интересах третьих лиц (бенефициаров)¹.

Другое определение: Под трастом понимается такое правоотношение, в силу которого одно лицо (учредитель) передает в собственность другому лицу (доверительному собственнику) какое-либо имущество или право с возложением на него обязанностей по управлению такой собственностью от своего собственного имени в качестве независимого собственника для извлечения выгоды в пользу третьих лиц (выгодоприобретателей, бенефициаров)².

Это определение, на мой взгляд, наиболее полно отражает суть института доверительной собственности. Во-первых, траст в данном случае рассматривается, не как некая совокупность имущества и имущественных прав, передаваемых в управление, а как правоотношение, характеризующееся целым рядом признаков. Во-вторых, имущество при учреждении траста переходит в собственность доверительного собственника. В-третьих, на доверительного собственника возлагается обязанность по управлению имуществом в интересах третьих лиц (или самого учредителя управления).

Согласно английской доктрине бенефициар (коим может быть и сам учредитель) так же, как и доверительный собственник, признается собственником имущества, переданного в траст, что позволяет говорить о так называемом «расщеплении права собственности». Право собственности

¹ Фунтикова Н.В. О регулировании доверительной собственности и договора доверительного управления имуществом // Журнал российского права. 2002. №12

² Исеев Р.М., Ткач А.Н. Английский траст: история и современность // Юрист. 2002. №2.

каждого из этих лиц ограничено: ни первый, ни второй не являются единственными, абсолютными собственниками. Право собственности расщепляется между ними, часть правомочий принадлежит доверительному собственнику, а часть – бенефициару¹.

В Российском законодательстве было несколько попыток ввести институт доверительной собственности (траста).

Понятие «траст» впервые появилось еще в Законе РСФСР №395-1 «О банках и банковской деятельности в РСФСР» от 2 декабря 1990 г.. Но, как отмечается, в то время никакой правовой базы для данного института не существовало, и данная норма носила скорее декларативный характер.

Нормативным актом, в котором раскрывались основные вопросы, касающиеся траста, стал Указ Президента РФ №2296 от 24.12.1993 «О доверительной собственности (трасте)».

В ст.1 Указа сказано: «Ввести в гражданское законодательство Российской Федерации институт доверительной собственности (траст)». И далее раскрывается суть правоотношений, возникающих при учреждении траста, в частности, в ст.3 Указа говорится: «При учреждении траста учредитель передает имущество и имущественные права, принадлежащие ему в силу права собственности, на определенный срок доверительному собственнику, а доверительный собственник обязан осуществлять право собственности на доверенное ему имущество исключительно в интересах бенефициария...».

¹ Фунтикова Н.В. О регулировании доверительной собственности и договора доверительного управления имуществом // Журнал российского права. 2002. №12

Отмечается, что нормы, содержащиеся в данном Указе, послужили предметом критики со стороны многих ученых. В литературе указывалось, что доверительная собственность – институт чуждый континентальной, в частности, российской системе права, в которой собственником имущества может быть только одно лицо¹.

В 1996 г. вступила в действие вторая часть Гражданского кодекса (в связи с чем указ прекратил действие), в которой отсутствует понятие траста, но при этом введено понятие доверительного управления. Ему посвящена отдельная глава.

В статье 1012 ГК РФ содержится определение доверительного управления имуществом: «... одна сторона (учредитель управления) передает другой стороне (доверительному управляющему) на определенный срок имущество в доверительное управление, а другая сторона обязуется осуществлять управление этим имуществом в интересах учредителя управления или указанного им лица (выгодоприобретателя)».

Как упоминалось выше, в континентальной системе права наличие нескольких собственников на один объект невозможно. Поэтому в отличие от доверительной собственности доверительное управление предусматривает не «расщепление» имущественных прав, а передачу полномочий по владению, пользованию и распоряжению имуществом доверительному управляющему. Само же право собственности на имущество остается у учредителя управления.

¹ Бабаев А.Б. Правовая природа доверительного управления имуществом // Юридический мир. 2002. №5.

Таким образом, введением в действие ГК было утверждено, что российская правовая система, допуская доверительное управление как один из видов обязательств, не включает в себя такой противоречащий действующим нормам о праве собственности институт, как доверительная собственность (траст).

Обратимся к характеристике правоотношений, возникающих при учреждении траста и доверительного управления.

В классических отношениях доверительной собственности, как и в договоре доверительного управления имуществом, участвуют три фигуры: учредитель доверительной собственности (учредитель доверительного управления), доверительный собственник (доверительный управляющий) и бенефициары, или, иными словами, выгодоприобретатели.

Права и обязанности доверительного собственника определяются в законодательстве и в практике судов, что вполне справедливо. Так как именно доверительный собственник находится в центре правоотношений, учредитель самоустраняется, а бенефициар пассивно ожидает получения доходов.

Доверительный собственник наделяется всеми правами собственника с учетом определенных ограничений, выработанных законодательством и судебной практикой. К таким ограничениям можно отнести необходимость выполнения доверительным собственником всех требований учредителя, содержащихся в документе об учреждении траста, если таковые выполнимы и не противоречат законодательству. Кроме того, доверительный собственник должен сохранять и приумножать переданное ему имущество, исполнять свои обязанности лично, а также предоставлять полный отчет о своем управлении,

если этого требует бенефициар. Пределы ответственности доверительного собственника перед бенефициаром практически не ограничены.

Доверительный управляющий, равно как и доверительный собственник, центральная фигура в отношениях по доверительному управлению имуществом. Доверительный управляющий наделяется значительными полномочиями, в частности, он осуществляет полномочия собственника (в пределах, установленных договором и законодательством), имеет право на вознаграждение, а также на возмещение расходов. Доверительный управляющий осуществляет обязанности лично, но при этом может поручить другому лицу выполнять необходимые действия от своего имени (если уполномочен на это договором или получил на согласие учредителя в письменной форме). Ответственность доверительного управляющего установлена в ст. 1022 ГК РФ.

Рассмотрим вопрос о соотношении институтов доверительной собственности и доверительного управления. Высказывается мнение, что институт траста не имеет ничего общего с российским доверительным управлением имуществом, несмотря на то, что на первый взгляд доверительное управление является неким аналогом траста.

Безусловно, между доверительным управлением и трастом существует разница, но при этом их нельзя считать совершенно несовместимыми, противоположными друг другу институтами. В обоснование такой позиции можно привести ряд аргументов.

Во-первых, определения указанных конструкций практически полностью совпадают.

Во-вторых, права и обязанности доверительного собственника и доверительного управляющего практически идентичны. И тот, и другой должен следовать указаниям учредителя, содержащимся в учредительном акте, либо договоре доверительного управления, исполнять свои обязанности лично, предоставлять учредителю либо бенефициарам отчеты о своей деятельности. Оба имеют право на вознаграждение и несут повышенную имущественную ответственность по своим обязательствам, связанным с управлением имуществом.

В-третьих, экономические интересы учредителя траста и учредителя доверительного управления, доверительного собственника и доверительного управляющего, а также бенефициаров и выгодоприобретателей совпадают. Эти интересы направлены, в первую очередь, на наиболее эффективное управление имуществом и получение максимальных доходов от такого управления.

И, наконец, при создании траста и доверительного управления имущество выбывает из сферы господства учредителя навсегда или на некоторое время. Поэтому в законах и судебной практике разных стран, независимо от действующей правовой системы, установлена повышенная имущественная ответственность доверительного собственника (управляющего). Кроме того, отмечается, так как кредитор учредителя не могут обратить взыскание на имущество, переданное в траст или доверительное управление, в

законодательстве (России, или любой другой страны) должны присутствовать положения, направленные на защиту интересов кредиторов учредителя.

Некоторые исследователи полагают, что траст – атрибут лишь высокоразвитого общества, где уровень благосостояния обуславливает наличие значительной собственности. Другие же считают, что наличие в одних странах траста, а в других только доверительного управления (в определенном смысле, части траста) связано не только с уровнем благосостояния, но и правовыми традициями, особенностями налоговых систем, эффективностью управления и существующим уровнем доверия в деловой среде¹.

Итак, резюмируя сказанное выше, выделим основные моменты.

Суть траста состоит в том, что собственник имущества (учредитель траста) передает свое имущество другому лицу (доверительному собственнику) для управления в интересах третьего лица (бенефициаром). При этом бенефициаром может быть и сам учредитель траста.

Для чего создается траст?

Во-первых, для более эффективного управления имуществом собственника.

Во-вторых, для обеспечения защиты активов учредителя траста от притязаний кредиторов или государственных органов.

В-третьих, траст может рассматриваться как альтернатива завещанию. Собственно, изначально это и было одним из основных назначений траста.

¹ Траст (доверительное управление). <http://www.iet.ru/usaid/corporate/corporate.html>

В-четвертых, учреждение траста (особенно в последнее время обусловлено) налоговыми соображениями. Создание траста в безналоговой юрисдикции позволяет уйти от уплаты налога на имущество, на прирост капитала и в некоторых случаях налога на наследство.

Кроме всего перечисленного, доверительный собственник, как правило, обеспечивает более эффективное использование имущества, нежели собственник.

Конструкция траста предусматривает расщепление права собственности. По-сути, возникают два собственника на имущество, находящееся в доверительной собственности, – реальный (учредитель траста) и номинальный (доверительный собственник). Наличие нескольких собственников возможно только в англо-американской правовой системе. Континентальное же (гражданское) право, принятое в том числе и в России, не предусматривает расщепление вещных прав и установление нескольких собственников. Поэтому при доверительном управлении в отличие от доверительной собственности возможна только передача полномочий по владению, пользованию и распоряжению имуществом. Таким образом, при ДУ право собственности ни полностью, ни частично не переходит к доверительному управляющему.

1.2. Законодательное регулирование доверительного управления в России.

В этой главе рассматривается законодательство в области доверительного управления: Гражданский кодекс, законы, подзаконные нормативные акты, в

той или иной степени регулирующие доверительное управление имуществом в целом и ценными бумагами в частности. Сразу же нужно отметить, что, во-первых, российское законодательство в этой области еще окончательно не сформировалось и, во-вторых, оно имеет серьезные противоречия и недостатки. Некоторые из проблем, присущие законодательству, будут рассмотрены в этой главе.

Законодательного регулирования деятельности по доверительному управлению ценными бумагами и средствами для инвестирования в ценные бумаги как такового не существует.

Как известно, гражданское законодательство состоит из гражданского кодекса и принятых в соответствии с ним иных федеральных законов¹. Законов, регулирующих доверительное управление, на данный момент нет. В федеральном законе «О рынке ценных бумаг» доверительному управлению посвящена только одна статья. В ней приводится определение деятельности по управлению ценными бумагами, объекты доверительно управления, а также необходимость получения профессиональным участником фондового рынка лицензии на осуществления данного вида деятельности. Порядок осуществления доверительного управления ценными бумагами, а также права и обязанности управляющего, согласно этой статье, определяются законодательством РФ и договорами. Таким образом, в законе «О рынке ценных бумаг» делается ссылка на ГК, который, как было сказано выше,

¹ п.2 ст.3 Гражданского кодекса Российской Федерации

является основой законодательства и, что самое главное, на несуществующий закон.

Обратимся к Гражданскому кодексу РФ. В ГК доверительному управлению имуществом посвящена одноименная глава. Необходимо обратить внимание на принципиально важные моменты относительно доверительного управления в целом.

Во-первых, согласно п.1 ст.1012, передача имущества в доверительное управление не влечет перехода права собственности на него к доверительному управляющему. Как уже говорилось в предыдущей главе, это является основным отличием доверительного управления от доверительной собственности (траста).

Во-вторых, в п. 1 ст. 1013 приводится перечень объектов доверительного управления, в числе которых и ценные бумаги. В п.2 той же статьи говорится о том, что самостоятельным объектом доверительного управления не могут быть деньги, за исключением случаев, предусмотренных законом. Таким исключением, судя по всему, является упоминания денежных средств в качестве объекта доверительного управления в ст. 5 упомянутого выше закона «О рынке ценных бумаг».

В юридической литературе высказывается мнение том, что деньги не могут быть самостоятельным объектом доверительного управления, так как они не относятся к индивидуально-определенным вещам, и при их обороте неизбежно утрачивается право собственности на соответствующие купюры. Такое мнение верно в отношении наличных денег, однако при инвестировании

денежных средств в ценные бумаги используются безналичные деньги, которые находятся на отдельном банковском счете и тем самым юридически обособлены. Безналичные денежные средства на счете представляют собой обязательственное право требования клиента к банку¹.

В-третьих, ст. 1018 делает акцент на необходимость обособления имущества, переданного в доверительное управление. Оно обособляется от другого имущества учредителя управления, а также от имущества доверительного управляющего. Это имущество отражается на отдельном балансе и по нему ведется самостоятельный учет. Такое обособление имущества необходимо, прежде всего, для избежания конфликта интересов учредителя управления, выгодоприобретателя и доверительного управляющего. Другими словами, обособление имущества учредителя управления препятствует его использованию доверительным управляющим в своих интересах.

В п.2 этой же статье говорится о том, что не допускается обращение взыскания по долгам учредителя на имущество, переданное им в доверительное управление, за исключением несостоятельности (банкротства) этого лица. Это указывает на определенную степень защиты активов, находящихся в управлении, что является немаловажной особенностью доверительного управления имуществом.

¹ Шевченко Г.Н. Правовое регулирование ценных бумаг: Учебное пособие. – М.: «Статут», 2003. – С. 162

В Гражданском кодексе также уделено внимание регламентированию прав, обязанностей и ответственности доверительного управляющего, существенным условиям договора доверительного управления, форме договора и некоторым другим аспектам доверительного управления имуществом в целом, однако при этом практически ничего не сказано об управлении ценными бумагами. В ст. 1025 ГК «Передача в доверительное управление ценных бумаг» говорится о том, что особенности доверительного управления ценными бумагами определяются законом. Это значит, что опять, как и в случае с ФЗ «О рынке ценных бумаг, делается ссылка на несуществующий закон.

Таким образом, законодательства, определяющего особенности правового регулирования доверительного управления ценными бумагами на настоящий момент в России не существует. Однако это вовсе не означает, что доверительное управление ценными бумагами в России находится в правовом вакууме. Существуют указы Президента, постановления Правительства, нормативные акты Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг и Центрального банка, регулирующие в той или иной степени порядок управления ценными бумагами. Однако, по мнению некоторых юристов, юридическая сила этих нормативных актов не может не вызывать сомнений.

В частности, одним из основных подзаконных нормативных актов в этой сфере является Положение о доверительном управлении ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги, утвержденное постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 17 октября 1997 г. № 37, которое претендует на полное и всеохватывающее регулирование

правоотношений, связанных с доверительным управлением ценными бумагами, а в определенной степени – и денежными средствами. По мнению В.В. Витрянского, налицо попытка подменить законодательное регулирование, как этого требует Гражданский кодекс Российской Федерации, чисто ведомственным нормотворчеством, не подвластным общественному контролю¹.

Данное обстоятельство до настоящего времени не получило должной оценки со стороны уполномоченных государственных органов, хотя на него обращалось внимание в юридической литературе. Так, В.В. Витрянский, оценивая подзаконные акты в сфере регулирования особенностей доверительного управления ценными бумагами, приводит слова другого специалиста в области гражданского права: «Весьма сомнительной кажется возможность включения в них [подзаконные акты] таких положений, как «заключение договора доверительного управления», «условия договора доверительного управления» и т.п. В частности, очевидно, что ограничения, касающиеся видов ценных бумаг, способных находиться в доверительном управлении, должны быть установлены именно на уровне закона, а не постановления Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг»².

Но, несмотря на это, Положение ФКЦБ de facto стало основным источником правового регулирования отношений в области доверительного управления ценными бумагами. Поэтому вопрос о неприменении данного положения не ставится. В настоящее время необходимо ускорить процесс

¹ Витрянский В. Система правового регулирования доверительного управления ценными бумагами. <http://www.icm.ru/>

² Витрянский В. Система правового регулирования доверительного управления ценными бумагами. <http://www.icm.ru/>

подготовки закона, который бы в полном объеме регулировал порядок и особенности доверительного управления ценными бумагами и средствами инвестирования с ценные бумаги.

Проект такого закона уже существует несколько лет. Еще в августе 1999 г. на заседании Правительства РФ обсуждался проект федерального закона «Об особенностях доверительного управления ценными бумагами» подготовленный ФКЦБ. Однако тогда проект закона подвергся сильной критике. По мнению специалистов, проект имел явно выраженную политическую направленность и должен был содействовать достижению следующих целей: ограничение прав Банка России на финансовом рынке путем введения запрета на передачу им в доверительное управление принадлежащих Банку России ценных бумаг; установление требования об обязательности передачи государственными служащими принадлежащих им на праве собственности акций в доверительное управление (инициатива ФКЦБ и правоохранительных органов); введение правовых норм, направленных на ликвидацию любых действующих альтернативных ПИФам форм коллективного инвестирования (некоторые специалисты высказывают мнение, что ПИФы – «любимое дитя» ФКЦБ и поэтому ФКЦБ в первую очередь способствовала законодательному оформлению паевых фондов).

Проведя анализ проекта закона «Об особенностях доверительного управления ценными бумагами», А.Е. Абрамов пишет, что «в Проекте преобладает политический уклон, он весь пропитан духом борьбы за полномочия на финансовом рынке и означает новый всплеск

межведомственного противостояния”¹. Проект закона не решает правовых проблем (более подробно они будут рассмотрены в следующих главах), препятствующих полноценному развитию доверительного управления ценными бумагами, и не определяет в полной мере порядок осуществления деятельности по управлению ценными бумагами.

Итак, на сегодняшний день основой регулирования доверительно управления ценными бумагами является Положение о доверительном управлении ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги.

Прежде всего, в Положении приводится определение деятельности по доверительному управлению ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги. Согласно п. 1.5 деятельностью по доверительному управлению ценными бумагами признается осуществление доверительным управляющим от своего собственного имени и за вознаграждение в течение определенного договором срока любых правомерных юридических и фактических действий с ценными бумагами учредителя управления в интересах выгодоприобретателя.

Деятельность по доверительному управлению средствами инвестирования в ценные бумаги – осуществление доверительным управляющим от своего имени и за вознаграждение в течение определенного договором срока действий по приобретению в интересах учредителя управления или иного указанного им лица ценных бумаг.

¹ Абрамов А.Е. Комментарии проекта ФЗ «Об особенностях доверительного управления ценными бумагами» http://www.aea.ru/data/article_com1.htm. -1999.

Также Положение определяет основания, условия и порядок осуществления профессиональными участниками рынка ценных бумаг доверительного управления ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги. Требования, установленные в Положении, не распространяются на деятельность по доверительному управлению ценными бумагами, входящими в состав имущества паевого инвестиционного фонда, а также на деятельность общих фондов банковского управления¹.

Положение о доверительном управлении ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги устанавливает виды ценных бумаг (объекты), которые могут быть приняты в доверительное управление; регламентирует порядок передачи в доверительное управление ценных бумаг и денежных средств, акцентируя внимание на том, что не происходит установления права собственности доверительного управляющего на передаваемые ценные бумаги; определяет порядок заключения договора доверительного управления. Кроме того, Положение устанавливает ряд ограничений на доверительного управляющего, призванных не допустить конфликта интересов учредителя и доверительного управляющего.

Доверительное управление имуществом инвестиционных фондов регулируется Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» № 156-ФЗ.

Доверительное управление имуществом (включая ценные бумаги), осуществляемое (в качестве доверительного управляющего) кредитными

¹ П. 1.1 Положения о доверительном управлении ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги, утвержденного постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 17 октября 1997 г. № 37

организациями отличается некоторыми особенностями. Данные правоотношения регулируются Инструкцией от 2 июля 1997 г. № 63 «О порядке осуществления операций доверительного управления и бухгалтерском учете этих операций кредитными организациями Российской Федерации», утвержденной приказом Центрального банка Российской Федерации от 2 июля 1997 г. № 02-287. В статье п.1.2 Инструкции говорится: «Данная инструкция определяет общий для всех кредитных организаций Российской Федерации порядок осуществления операций доверительного управления и порядок ведения бухгалтерского учета этих операций».

Инструкция Центрального банка в большей степени посвящена порядку создания и управлению Общими фондами банковского управления. В п. 2.4 Инструкции говорится, что договор доверительного управления имуществом может предусматривать управление имуществом в интересах учредителя управления или указанного им лица (выгодоприобретателя) без объединения имущества данного учредителя в единый имущественный комплекс с имуществом других лиц (индивидуальный договор доверительного управления) или с объединением имущества данного учредителя в единый имущественный комплекс – ОФБУ – наряду с имуществом других лиц.

Инструкция устанавливает объекты доверительного управления для кредитной организации. В соответствии с п. 3.1 это могут быть денежные средства, ценные бумаги, а также природные драгоценные камни, драгоценные металлы, производные финансовые инструменты. При этом список объектов доверительного управления, установленный Положением ФКЦБ

ограничивается лишь ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги.

Таким образом, деятельность кредитных организаций по доверительному управлению регулируется двумя подзаконными нормативными актами, вследствие чего возникает проблема соотношения названной Инструкции Центрального банка и Положения о доверительном управлении ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги, которое не исключает из сферы своего действия доверительное управление ценными бумагами и средствами инвестирования, осуществляемое кредитными организациями. Ограничение, как уже было сказано, касается лишь деятельности общих фондов банковского управления (ОФБУ).

Некоторые другие недостатки законодательного регулирования доверительного управления будут рассмотрены в следующих главах, но при этом уже отмеченные изъяны законодательства, его неполнота и в определенной степени противоречивость, очевидно, создают достаточно серьезные проблемы при осуществлении профессиональными участниками деятельности по доверительному управлению.

1.3. Основные положения договора доверительного управления.

Деятельность по доверительному управлению ценными бумагами и деятельность по доверительному управлению средствами инвестирования в ценные бумаги осуществляется, как правило, на основании единого договора о

доверительном управлении, заключаемого между учредителем управления и доверительным управляющим¹. Согласно Положению ФКЦБ «О доверительном управлении ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги» (далее – Положение), возможно заключение нескольких договоров доверительного управления – для осуществления деятельности по управлению ценными бумагами и деятельности по управлению средствами инвестирования.

Содержание договора, а также существенные условия, порядок заключения и прекращения регламентируется, во-первых, главой 53 ГК РФ, которая определяет договор доверительного управления имуществом в целом, и, во-вторых, Положением ФКЦБ, определяющим особенности доверительного управления ценными бумагами и денежными средствами.

Напомню, что согласно статье 1012 ГК РФ, по договору доверительного управления имуществом одна сторона (учредитель управления) передает другой стороне (доверительному управляющему) на определенный срок имущество в доверительное управление, а другая сторона обязуется осуществлять управление этим имуществом в интересах учредителя управления или указанного им лица.

Таким образом, предметом договора доверительного управления является совершение управляющим любых юридических и фактических действий в интересах выгодоприобретателя (п. 2 ст.1012 ГК), если только такие действия прямо не исключены законом или договором. Объект договора – имущество, в частности ценные бумаги и средства инвестирования в ценные бумаги.

¹ П. 4.1 Положения ФКЦБ РФ от 17.10.1997 №37 «О доверительном управлении ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги».

Начальник правового управления НАУФОР Екатерина Макеева считает, что содержание договора, заложенное в ГК, не учитывает принципиально важный с точки зрения предпринимателя момент – возможность постоянного «обновления» объекта договора. На примере управления ценными бумагами особенно ярко проявляется несоответствие фактического содержания отношений, связанных с постоянным обновлением пакета ценных бумаг, и установки Гражданского кодекса на управление «этим» имуществом, то есть тем же имуществом, которое было передано при учреждении управления¹.

Рассмотрим подробно стороны договора доверительного управления. Их две – учредитель управления и доверительный управляющий.

Согласно ст. 1014 ГК, учредителем управления является собственник имущества. Кроме того, в ст. 1026 говорится о том, что права учредителя управления могут принадлежать органу опеки и попечительства (в случае необходимости постоянного управления имуществом подопечного), исполнителю завещания (душеприказчику) или иному лицу, указанному в законе.

Учредителем доверительного управления могут быть российские и иностранные физические и юридические лица, а также Российская Федерация, субъекты РФ и муниципальные образования².

Выгодоприобретатель не является стороной договора доверительного управления за исключением случаев, когда выгодоприобретатель и учредитель

¹ К вопросу о доверительном управлении ценными бумагами. <http://bpi.ru/articles/3325.html>

² П. 6.1 Положения ФКЦБ РФ от 17.10.1997 №37 «О доверительном управлении ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги».

управления совпадают в одном лице. Правовое положение «стороннего» выгодоприобретателя регулируется ст. 430 ГК РФ, устанавливающей общие правила заключения договоров в пользу третьего лица. Согласно п.1 указанной статьи, выгодоприобретатель-третье лицо вправе требовать от управляющего надлежащего исполнения в свою пользу, а для досрочного прекращения или изменения договора доверительного управления может потребоваться его согласие, если иное не предусмотрено законом или договором.

Итак, выгодоприобретатель по договору доверительного управления – это лицо, в чью пользу учреждено доверительное управление. Выгодоприобретателем может быть как сам учредитель управления, так и определенное им лицо (лица). При этом доверительный управляющий не может быть назначен выгодоприобретателем.

Доверительным управляющим, согласно ст. 1015 ГК, может быть индивидуальный предприниматель или коммерческая организация, за исключением унитарного предприятия. Также в некоторых случаях, предусмотренных законом, доверительным управляющим может быть гражданин, не являющийся предпринимателем или некоммерческая организация, за исключением учреждения. Деятельность по доверительному управлению ценными бумагами, согласно ФЗ «О рынке ценных бумаг», может осуществляться только юридическим лицом¹, а правила лицензирования

¹ Ст. 5 ФЗ от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» в редакции ФЗ от 28.12.2002 № 185-ФЗ

профучастников уточняют: коммерческой организацией, созданной в форме акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью¹.

Согласно п.1.5 Положения, доверительный управляющий – это определенное в договоре доверительного управления и отвечающее установленным в Положении требованиям лицо, принявшее на себя обязательства по осуществлению деятельности по доверительному управлению ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги.

Для осуществления деятельности по доверительному управлению ценными бумагами доверительный управляющий должен, во-первых, получить лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на ведение деятельности по доверительному управлению ценными бумагами и, во-вторых, иметь собственный капитал в размере не менее 35 000 МРОТ². Деятельность по доверительному управлению ценными бумагами может совмещаться с брокерской, дилерской и депозитарной деятельностью.

Условия договора доверительного управления ценными бумагами определяются сторонами в соответствии с требованиями Гражданского кодекса и особенностями, установленными Положением.

В ст. 1016 ГК перечислены существенные условия договора доверительного управления. В договоре должны быть указаны: состав имущества, передаваемого в доверительное управление, лицо, в интересах которого осуществляется управление имуществом, размер и форма

¹ П. 6.1 Положения ФКЦБ РФ от 23.11.1998 №50 «О лицензировании различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг российской федерации».

² П. 2.6 Положения ФКЦБ РФ от 23.11.1998 №50 «О лицензировании различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг российской федерации».

вознаграждения управляющему (если оно предусмотрено) и срок договора. Пункт 2 этой же статьи устанавливает максимальный срок договора – 5 лет. Кроме того, согласно ст. 1017 ГК РФ, договор доверительного управления имуществом (в т.ч. ценными бумагами и средствами инвестирования) должен быть заключен в письменной форме.

Доверительный управляющий в пределах, предусмотренных договором доверительного управления и законодательством, осуществляет в отношении переданных в управление ценных бумаг все полномочия собственника. При оформлении сделок с ценными бумагами доверительный управляющий действует в соответствии с требованиями п.3 ст. 1012 ГК РФ, согласно которым он указывает при совершении сделки, что действует именно в качестве доверительного управляющего.

Расходование находящихся в доверительном управлении денежных средств, согласно условиям договора, должно иметь строго целевой характер. Средства используются либо на приобретение ценных бумаг, либо направляются в качестве имущественной выгоды выгодоприобретателю.

Неотъемлемой частью договора доверительного управления, предусматривающего передачу в управление средств для инвестирования в ценные бумаги, является инвестиционная декларация. В ГК отсутствует понятие инвестиционной декларации, в силу того, что ГК не рассматривает специфику договора доверительного управления ценными бумагами и денежными средствами.

Необходимость включения в состав договора инвестиционной декларации регламентирует п.7.1. Положения. Согласно ему, договор доверительного управления средствами инвестирования в ценные бумаги в обязательном порядке должен содержать инвестиционную декларацию, определяющую направления и способы инвестирования денежных средств учредителя управления.

Инвестиционная декларация должна содержать:

- цель доверительного управления;
- перечень объектов инвестирования денежных средств (т.е. виды ценных бумаг);
- структуру активов, которую обязан поддерживать доверительный управляющий в течение всего срока договора;
- срок действия данной декларации (который должен быть не больше срока договора).

В течение срока декларации в нее могут вноситься изменения и дополнения при наличии для этого оснований. Даже если доверительный управляющий не согласен с предлагаемыми изменениями, он обязан их внести в декларацию, однако при этом составляется акт с возложением на учредителя риска потерь, которые могут быть вызваны внесенными изменениями и дополнениями.

Кроме инвестиционной декларации в качестве одной из частей договора доверительного управления может быть соглашение, в соответствии с которым осуществляется уступка прав требования учредителем в пользу доверительного

управляющего по соответствующему договору (договорам). Такое соглашение, согласно п. 3.5 Положения, необходимо в случае, если сторонами договора обусловлено, что средствами инвестирования в ценные бумаги будут являться те денежные средства, которые доверительный управляющий получит в результате взыскания им с должника учредителя управления.

Вопросы прав и обязанностей, а также ответственности доверительного управляющего рассмотрены Гражданским кодексом РФ.

Доверительный управляющий обязан осуществлять управление имуществом учредителя в интересах учредителя (выгодоприобретателя) в строгом соответствии с законодательством и инвестиционной декларацией. Управляющий совершает от своего имени юридические и фактические действия, необходимые для осуществления доверительного управления в рамках полномочий, переданных договором, указывая при этом, что он действует в качестве доверительного управляющего. Управляющий представляет учредителю и выгодоприобретателю отчет о своей деятельности в установленные договором сроки. Доверительный управляющий осуществляет управление имуществом лично, кроме специально оговоренных в договоре случаев (либо с письменного согласия учредителя). Согласно ст. 1023 ГК РФ, доверительный управляющий имеет право на вознаграждение, предусмотренное договором, и на возмещение необходимых расходов, вызванных управлением имуществом.

В договоре доверительно управления также должны фиксироваться права и обязанности учредителя управления. Учредитель обязуется передать в

доверительное управление активы, а также уплачивать управляющему вознаграждение в установленном порядке. Учредитель имеет право получать отчет о деятельности управляющего, запрашивать необходимые документы, подтверждающие содержание отчета, периодически получать прибыль от доверительного управления (если это предусмотрено договором).

Ответственности доверительного управляющего посвящена одноименная статья ГК. В ней говорится, что доверительный управляющий в случае не проявления должной заботливости об интересах выгодоприобретателя или учредителя возмещает упущенную выгоду выгодоприобретателю и убытки, вызванные утратой или повреждением имущества, учредителю управления.

По мнению Е. Макеевой, в ГК РФ отсутствует адекватный с точки зрения бизнеса характер распределения убытков. В ст. 1022 ГК РФ говорится: доверительный управляющий несет ответственность за причиненные им убытки, если не докажет, что эти убытки произошли вследствие непреодолимой силы либо действий выгодоприобретателя или учредителя управления. Это значит, что доверительный управляющий несет ответственность как за снижение стоимости пакета ценных бумаг, возникшее в ходе управления (реальный ущерб), так и за обесценение ценных бумаг (упущенная выгода). Учитывая спекулятивный характер сделок, присущий российскому фондовому рынку, подобный подход, может быть и справедливым в отношении недвижимости, на сегодняшний день является одним из основных

препятствий для развития доверительного управления как профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг¹.

Такое же мнение высказывает М. Сокольский из МДМ-Банка. По его словам, возложение ответственности за убытки на доверительного управляющего (при добросовестном и наиболее эффективным с его точки зрения управлении активами), по сути, превращает его из агента, предоставляющего услуги, в гаранта финансовых активов. Это сравнимо с ситуацией, в которой участник судебного разбирательства, нанимая адвоката, заявляет, что если последний выиграет дело, то получит скромное вознаграждение, а если проиграет, то должен будет сам нести ответственность и покрывать убытки².

Ситуация с повышенной ответственностью доверительного управляющего на практике разрешается с помощью внесения в заключаемый договор отдельной статьи, которая может быть названа «Заявления сторон». Одним из пунктов этой статьи договора может быть фраза следующего содержания: «Учредитель соглашается, что инвестирование в ценные бумаги связано с определенными рисками и может привести к возникновению убытков у учредителя. В этой связи учредитель соглашается не предъявлять управляющему претензий имущественного и неимущественного характера и не считать управляющего ответственным за возникновение у учредителя убытков, связанных с доверительным управлением активов учредителя, при условии, что такие убытки не были вызваны недобросовестным исполнением или

¹ К вопросу о доверительном управлении ценными бумагами. <http://bpi.ru/articles/3325.html>

² Сокольский Д. Взгляд на доверительное управление // Рынок ценных бумаг. 2003. №9.

неисполнением управляющим обязательств по договору. Управляющий не гарантирует доходов и не дает каких-либо заверений относительно доходов от управления активов учредителя управления».

Кроме того, отдельными пунктами в договоре может быть прописано, что доверительный управляющий не несет ответственности за понесенные учредителем убытки, если их причиной послужило:

- реализация рыночного риска – неблагоприятное движение рыночных цен на фондовом рынке;

- невыполнение своих обязательств эмитентами ценных бумаг (перечисленных в инвестиционной декларации)

- технические сбои в компьютерных сетях фондовых бирж, задержки в денежных расчетах и в поставках ценных бумаг не по вине управляющего.

Подписывая договор, учредитель управления таким образом соглашается со всеми положениями (статьями) договора и, по сути, освобождает доверительного управляющего от ответственности, которую последний должен нести в соответствии с ГК.

Относительно ответственности управляющего в ст. 1022 ГК РФ также говорится, что обязательства по сделке, совершенной с превышением предоставленных полномочий и нарушением ограничений (в частности, несоблюдение условий инвестиционной декларации), доверительный управляющий несет лично. Долги по обязательствам, возникшим в связи с управлением имуществом, погашаются за счет этого имущества.

Помимо требования обособления имущества, передаваемого в доверительное управление, на действия доверительного управляющего накладывается ряд ограничений при совершении сделок с ценными бумагами. Эти меры необходимы для регулирования конфликта интересов учредителя управления и доверительного управляющего. Эти ограничения регламентируются пунктами 8.1-8.3 Положения.

В частности, доверительный управляющий в отношении ценных бумаг, принятых в доверительное управление, не имеет права отчуждать их в свою собственность, обменивать на ценные бумаги, находящиеся в своей собственности (собственности своих учредителей), выпущенные своими учредителями и не имеющие котировок у организаторов торговли, а также на бумаги организаций, находящихся в процессе ликвидации. Доверительный управляющий не имеет права закладывать ценные бумаги в обеспечение исполнения обязательств и передавать на хранение с определением в качестве распорядителя третьего лица. Аналогичные по сути ограничения установлены и на доверительное управление средствами инвестирования в ценные бумаги.

В договоре доверительного управления помимо предмета договора, прав и обязанностей сторон должны быть закреплены:

- порядок передачи имущества (активов) в доверительное управление,
- порядок предоставления и содержание отчета управляющего,
- порядок перечисления прибыли от доверительного управления учредителю, вознаграждение управляющего и расходы по доверительному управлению,

- срок действия договора, порядок его прекращения и изъятие активов учредителя из управления.

- порядок взаимодействия сторон.

В договоре доверительного управления ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги также может обговариваться вопрос налогообложения доходов учредителя от доверительного управления.

В том случае если учредитель – юридическое лицо, то всю ответственность перед уполномоченными государственными органами за правильное и своевременное исчисление и уплату налогов с доходов от доверительного управления несет сам учредитель. Управляющий не производит исчисление, удержание, перечисление и уплату налогов в бюджет за учредителя. Управляющий предоставляет учредителю все необходимые для уплаты налога документы, в частности отчет об операциях, совершенных в рамках доверительного управления, выписки по полученному купонному доходу и т.д.

Если учредитель управления - физическое лицо, то доверительный управляющий, как правило, является налоговым агентом учредителя. Управляющий определяет налоговую базу, исчисляет сумму налога, удерживает ее из активов учредителя и уплачивает в бюджет. В случаях, предусмотренных налоговым кодексом, учредитель может воспользоваться имущественным налоговым вычетом.

Глава II. Управление индивидуальными портфелями ценных бумаг.

2.1. Условия предоставления услуги доверительного управления российскими банками и инвестиционными компаниями.

Что представляет собой услуга индивидуального доверительного управления ценными бумагами в российской практике? Чем индивидуальное управление отличается от простого доверительного управления? Насколько клиенту необходимо именно индивидуальное управление, и чем оно привлекательнее вложения средств в фонды коллективного инвестирования? На эти и некоторые другие вопросы мы сможем ответить, рассмотрев все особенности предоставления российскими банками и инвестиционными компаниями услуги по доверительному управлению ценными бумагами (активами).

В настоящее время российские инвестиционные компании и крупные коммерческие банки предлагают широкий спектр услуг на фондовом рынке. Одной из таких услуг является доверительное управление активами, в том числе индивидуальное доверительное управление активами.

Индивидуальное доверительное управление активами имеет ряд преимуществ по сравнению с работой через брокера и вложением средств в паевой инвестиционный фонд или общий фонд банковского управления. Эти преимущества сводятся к следующему:

-гибкое, эффективное управление портфелем клиента, осуществляемое профессионалами;

-непрерывный контроль ситуации на финансовых рынках, информационная и аналитическая поддержка управляющего клиентским портфелем;

-персональный менеджер и персональный подход к каждому клиенту, учет инвестиционных предпочтений клиента при составлении инвестиционной декларации;

-комиссионное вознаграждение, зависящее от результатов управления;

-возможность регулярного получения детального отчета о состоянии портфеля и совершенных операциях (некоторые банки, например Гута-банк, обеспечивают клиенту возможность контроля совершаемых сделок в режиме реального времени посредством установки специальной программы на ПК клиента).

Следует особо отметить, что зачастую доверительное управление преподносится клиентам как индивидуальное, в то время как не имеет ничего общего с индивидуальным управлением активами. Как было сказано выше, индивидуальное управление подразумевает формирование портфеля по специально разработанной совместно с клиентом стратегии (при этом возможен и вариант подписания стандартного типа инвестиционной декларации), персональное управление сформированным портфелем и «привязка» к каждому клиенту персонального менеджера (sales).

В том случае, если денежные средства клиента объединяются со средствами других клиентов в своеобразный пул и управляются как единый портфель по установленной стратегии, то доверительное управление теряет всякую индивидуальность и становится аналогом ПИФа или ОФБУ, при котором инвестор получает усредненный доход, пропорционально инвестированным средствам. Отличает же такое управление ценными бумагами от ПИФа отсутствие некоторых ограничений при совершении операций (например, короткие продажи), отсутствие жестких требований к структуре активов и возможность для клиента получать отчет о состоянии его портфеля и о совершенных сделках.

На каких клиентов ориентирована услуга индивидуального управления? По словам старшего портфельного менеджера МДМ-Банка, данная услуга предназначена для институциональных инвесторов (пенсионные фонды, страховые компании), юридических лиц и состоятельных физических лиц, не имеющих возможности постоянно следить за рыночной конъюнктурой и своевременно осуществлять операции.¹ Иными словами, доверительное управление как услуга привлекательно тем клиентам, которые, во-первых, обладают значительными денежными средствами и, во-вторых, по каким либо причинам не могут быть самостоятельными инвесторами. Минимальная сумма инвестиций при индивидуальном доверительном управлении, как правило, составляет 7-10 млн. рублей. Например, управляющая компания ОФГ Инвест устанавливает нижнюю планку на уровне 250 тыс. долл. (около 7,5 млн. руб),

¹ Управление активами клиента. Приоритет надежности // Рынок ценных бумаг. 2002. №10.

Гута-Банк – 300 тыс. долл. (около 9 млн. руб), Альфа Капитал – 500 тыс. долл (около 15 млн. руб.).

Если мы говорим о неиндивидуальном доверительном управлении, то минимальная сумма инвестиций составляет, как правило, 300 – 500 тыс. рублей (См. Приложение 1). Для сравнения, в открытых паевых фондах минимальная сумма составляет от 3 до 30 тыс. рублей. Например, УК Пиоглобал Эссет Менеджмент устанавливает для своих фондов минимум в размере 3 тыс. руб, ОФГ Инвест – 3 тыс. руб. через агентов и 30 тыс. руб. в офисе компании, УК Тройка-Диалог – 30 тыс. руб. Иными словами, ПИФы по сравнению с доверительным управлением ценных бумаг при сопоставимых условиях в плане инвестирования средств являются более доступными для мелких и средних инвесторов.

Для передачи в доверительное управление денежных средств клиент (учредитель управления) переводит необходимую сумму средств на расчетный (текущий) счет доверительного управляющего, на котором ведется отдельный учет по каждому клиенту. В том случае, если доверительным управляющим является инвестиционная компания, счет открывается в кредитной организации, если же доверительное управление осуществляется банком, то счет, как правило, открывается в РКЦ Банка России. Ценные бумаги клиента перечисляются на счет депо, открытый клиенту в депозитарии банка (инвестиционной компании) либо в сторонней депозитарии. Так, например, управляющей компанией ОФГ Инвест расчетный счет открыт в Сбербанке России, а счета депо клиентов - в депозитарии Росбанка. Текущий счет Гута-

банка, предназначенный для доверительного управления, открыт в РКЦ Банка России, а счета депо - в собственной депозитарии Гута-банка.

При открытии в депозитарии счета депо доверительному управляющему возможны два варианта:

-открывается только один счет доверительного управления, на котором учитываются ценные бумаги всех клиентов, при этом бэк-офисом в обязательном порядке ведется отдельный учет ценных бумаг по каждому клиенту;

-для каждого клиента открывается отдельный счет депо доверительного управления.

На практике, отдельные счета депо доверительного управления открываются только крупным клиентам.

Если учредитель передает в доверительное управление не денежные средства, а пакет ценных бумаг, то ему открывается счет депо учредителя для перечисления бумаг со счета депо в сторонней депозитарии или из реестра владельцев ценных бумаг. После того, как ценные бумаги зачислены на счет депо учредителя, учредитель заполняет поручение на перевод ценных бумаг на счет депо доверительного управления управляющего в этой же депозитарии. Управляющий, в свою очередь подает встречное поручение на зачисление ценных бумаг на свой счет.

Стоит отметить, что в настоящее время в доверительное управление принимаются в основном денежные средства. Ценные бумаги также могут передаваться в доверительное управление, однако в этом случае управляющим

в каждом конкретном случае будет рассматриваться целесообразность принятия в управление пакета ценных бумаг. Кроме того, оценочная стоимость ценных бумаг должна удовлетворять требованию к минимальной сумме инвестирования.

Передача ценных бумаг в управление оформляется актом приема-передачи ценных бумаг, подписываемым сторонами договора, при этом должна быть определена рыночная стоимость передаваемых ценных бумаг, которая, в частности, используется для расчета вознаграждения управляющего.

Рыночная стоимость для котируемых ценных бумаг определяется на основе биржевой цены ценной бумаги, за которую принимается последняя котировка на покупку за последний календарный месяц, объявленная на фондовой бирже.

Если таким способом невозможно определить рыночную цену, то в расчет принимается внебиржевая стоимость ценной бумаги по последней котировке на покупку, объявленной участниками внебиржевого рынка (по данным одного из информационных агентств - Финмаркет, АК&М, REUTERS, BLOOMBERG и т.д.). В том случае, если ценная бумага не имеет ни биржевой, ни внебиржевой котировки, рыночная стоимость определяется путем переговоров между учредителем управления и управляющим.

Предлагаемые российскими инвестиционными компаниями и банками стратегии инвестирования средств в рамках доверительного управления можно разделить на:

- стандартные (базовые)
- индивидуальные

Стандартных стратегий, как правило, три – агрессивная, при которой основная часть средств направляется на покупку акций, консервативная, предполагающая вложения средств в долговые бумаги, и смешанная. По сути, эти стратегии различаются только по уровню доходности и степени риска.

В качестве примера хотелось можно рассмотреть три стратегии, предлагаемые в рамках индивидуального доверительного управления управляющей компанией ОФГ Инвест (См. Приложения 2.1-2.3).

«Стратегия защиты от инфляции». При этой стратегии инвестиции осуществляются в высоконадежные государственные и корпоративные облигации, а также в незначительной доле в высоколиквидные акции, при этом получаемые купонные выплаты также размещаются на рынке акций. Такая стратегия, прежде всего, ориентирована на защиту сбережений от инфляции и обеспечение прироста, превышающего прогнозируемый процент инфляции. Аналогичная стратегия управления индивидуальным портфелем, осуществляемая, например, Сберегательным банком, называется Консервативная и предполагает инвестирование всех средств исключительно в государственные и корпоративные облигации, снижая таким образом риск до минимума¹.

«Стратегия прироста капитала» направлена на максимизацию дохода путем размещения активов на рынке акций. Инвестиции осуществляются в хорошо диверсифицированный портфель, состоящий из наиболее ликвидных

¹ Управляющая компания ОФГ Инвест <http://www.ufgam.ru>

акций, а также акций, обладающих потенциалом роста. При данной стратегии вероятны сильные колебания стоимости портфеля.

«Стратегия сбалансированного дохода» предполагает инвестирование средств в высокодоходные акции и облигации. Учитывая довольно большой промежуток времени, необходимый для получения дивидендов, инвестиционный горизонт при данной стратегии может составлять от года до трех лет. В портфель прежде всего включаются акции, приносящие более 3% годовых дивидендного дохода и облигации с доходом к погашению, превышающим 8%. Схожий тип инвестиционной декларации у Сбербанка называется Смешанный и рассчитан на включение в портфель как акций (до 70%), так и облигаций (до 100%)¹.

Индивидуальные стратегии разрабатываются портфельным управляющим совместно с клиентом. При этом учитываются все пожелания клиента (учредителя) относительно структуры активов, конкретных объектов инвестирования. Предполагается, что клиент имеет определенный багаж знаний о фондовом рынке и некоторый опыт инвестирования, в противном случае смысл составления индивидуальной инвестиционной декларации пропадает.

Можно выделить и третий тип стратегии, которая не относится ни к базовым, ни к индивидуально разработанным. Речь идет о том случае, когда клиенту в рамках смешанной стратегии предоставляется право определить, в каком процентном соотношении в его портфеле будут представлены акции и облигации. Например, управляющая компания НИКойл предоставляет такую

¹ Управляющая компания ОФГ Инвест <http://www.ufgam.ru>

возможность клиенту, однако при этом минимальная сумма инвестиций (от 6 млн. руб.) возрастает по сравнению с двумя базовыми стратегиями (от 3 млн. руб.).

Помимо предлагаемых стратегий важным аспектом доверительного управления является размер и порядок расчета вознаграждения доверительного управляющего.

Рассмотрим на примерах российских компаний и банков варианты исчисления размера вознаграждения управляющего. Как правило, вознаграждение управляющего состоит из двух частей: management fee (комиссия за управление) и success fee (вознаграждение за успех).

Комиссия (вознаграждение) за управления рассчитывается как процент от средней стоимости активов в управлении. Размер такого вознаграждения зависит от выбранной стратегии и от рыночной стоимости активов. При выборе агрессивной стратегии, предполагающей большой объем операций с акциями, процент вознаграждения составляет от 1,5 % (Гута-банк) до 10% (Уником-партнер). (См. Приложение 1). В случае если минимальная сумма инвестирования составляет 9-15 млн. руб., то комиссия за управление при агрессивной стратегии не превышает 2%. При выборе консервативных стратегий учредитель выплачивает управляющему минимальный процент 0,75% - 2%. Некоторые банки, например Zenit, не дифференцируют процент вознаграждения в зависимости от суммы средств. Возможны случаи, когда комиссия за управление в рамках консервативной стратегии не взимается, например у Сбербанка.

Вознаграждение за успех рассчитывается в зависимости от дохода, полученного доверительным управляющим при управлении портфелем учредителя. В этом случае размер вознаграждения также зависит от выбранной стратегии. Кроме того, существуют варианты, при которых вознаграждение берется не от всего дохода, а только от части дохода, превышающего заранее определенный процент. Например, банк Зенит берет вознаграждение (20-30% в зависимости от полученной доходности) от дохода, превышающего 10%. Очевидно, что такой вариант более выгоден для клиента, так как управляющий максимально заинтересован в эффективном управлении портфелем.

В случае если в управление принимается крупная сумма средств, для клиента устанавливаются индивидуальные тарифы. Причем в некоторых инвестиционных компаниях стандартных тарифов вознаграждения не существует. Например, Альфа-Капитал, работая только с крупными клиентами и принимая в управления суммы от 15 млн. рублей с каждым конкретным клиентом обговаривает тарифы индивидуально. Причем для приоритетных клиентов тарифы могут устанавливаться на минимальном уровне.

Размер вознаграждения управляющего и все необходимые расходы фиксируются в приложении к договору. Расходы, связанные с доверительным управлением, покрываются за счет активов учредителя. К таким расходам можно отнести комиссионные сборы профессиональных участников рынка ценных бумаг при заключении сделок на бирже, оплату услуг регистраторов и сторонних депозитариев, оплату расчетных услуг, в том числе ОПЕРУ Банка

России, а также налоги, подлежащие перечислению в бюджет управляющим в соответствии с законодательством.

Важной составляющей доверительного управления является регулярная отчетность управляющего. Отчет управляющего предоставляется, как правило, ежеквартально или ежемесячно по установленной форме. Некоторые инвестиционные компании и банки, например НИКойл, по желанию клиента раз в неделю высылают отчет по электронной почте.

Отчет управляющего должен содержать следующую информацию (на примере Сбербанка):

- состав активов учредителя, сформированных в соответствии с инвестиционной декларацией, текущую рыночную стоимость на последний день отчетного периода;
- размер денежных средств, изъятых учредителем из управления за отчетный период;
- размер вознаграждения управляющего за отчетный период;
- перечень расходов, понесенных управляющим в связи с управлением активами;
- размер прибыли, полученной по операциям доверительного управления за отчетный квартал.

Как показывает практика, инвесторы заинтересованы в получении информации о состоянии своего портфеля значительно чаще одного раза в квартал, поскольку инвесторы, во-первых, хотят иметь возможность адекватно оценивать эффективность управления активами; во-вторых, при получении

существенных убытков по вине управляющего (например, при повышательном тренде управляющий работает «в минус») иметь возможность оперативно вывести средства из управления, чтобы минимизировать убытки, которые по окончании квартала могут существенным образом возрасти¹.

Например, заключая договор на доверительное управление с управляющей компанией КИК, инвестор получает комплект оборудования и программного обеспечения, позволяющий ему наблюдать в режиме реального времени за процессом управления. Таким образом, где бы ни находился инвестор (на работе, дома, в командировке или на отдыхе), при наличии выхода в Интернет он всегда может оценить эффективность управления активами (получена прибыль или убыток), соответствие действий управляющего инвестиционной декларации и активность последнего. Более того, инвестор может видеть не только структуру собственного портфеля, но и то, какие ценные бумаги в текущий момент времени управляющий покупает и продает, какие совершает сделки и насколько цена этих сделок соответствует рыночной.

Осознание управляющим того, что за ним может постоянно наблюдать инвестор, заставляет его более ответственно относиться к управлению портфелем. Кроме того, система не сообщает управляющему, включена ли у инвестора система, позволяющая наблюдать за управлением.

Особое внимание уделено вопросам информационной безопасности. В работе канала связи между сервером компании и компьютером инвестора используется система безопасности американской компании Rainbow

¹ Паршин Р. Наблюдение за управлением активами: принципиально новый уровень отношений между инвестором и управляющим // Рынок ценных бумаг. 2002. №7.

Technologies. Эта система позволяет надежно защитить канал от несанкционированного доступа третьих лиц¹.

Несколько слов необходимо сказать о налогообложении доходов учредителя доверительного управления. При индивидуальном доверительном управлении налог взимается не только при выводе средств инвестором, но и по окончании налогового периода – года (при наличии дохода, конечно). В ПИФах, для сравнения, налог снимается только при продаже паев. Если инвестор держит деньги в ПИФе больше года, то для него это большая экономия, так как сумма налога, которая иначе была бы выплачена, реинвестируется и приносит еще больший доход. Кроме того, если пайщик продержит паи больше трех лет, то он вообще освобождается от уплаты налога за счет налогового вычета. Таким образом, в плане налогообложения доходов вложение инвестором средств в ПИФы является более выгодным, чем передача их в доверительное управление.²

В качестве кратких выводов можно сказать следующее: индивидуальное доверительное управление ценными бумагами доступно только институциональным инвесторам, крупным юридическим лицам и состоятельным частным лицам (в этом плане услуга индивидуального доверительного управления обладает некой элитарностью). Преимущества индивидуального управления активами заключается в индивидуальной стратегии инвестирования средств, варьирующемся размере вознаграждения и

¹ Паршин Р. Наблюдение за управлением активами: принципиально новый уровень отношений между инвестором и управляющим // Рынок ценных бумаг. 2002. №7.

² ПИФ или доверительное управление? [http:// www.stockportal.ru/second/du](http://www.stockportal.ru/second/du)

подотчетности управляющего непосредственно клиенту. К недостаткам можно отнести значительный размер минимальной суммы инвестирования, менее выгодное по сравнению с ПИФами налогообложение доходов от инвестирования, а также отсутствие контроля управляющего со стороны других юридических лиц (имеются в виду спецдепозитарий и аудитор, контролирующие деятельность управляющей компании паевого фонда).

2.2. Стратегии управления портфелями ценных бумаг.

После зачисления денежных средств на счет доверительного управления, управляющий в соответствии с инвестиционной декларацией формирует портфель ценных бумаг. Смысл создания портфеля и управление ценными бумагами именно как единым портфелем заключается в том, чтобы придать всей совокупности ценных бумаг такие характеристики, которые недостижимы с позиции отдельно взятой ценной бумаги и возможны только при их комбинации. Портфель ценных бумаг является тем инструментом, с помощью которого инвестору обеспечивается оптимальное для него соотношение доходности и риска инвестиций.

Так как ценные бумаги различаются по уровню риска и доходности, их возможные сочетания в портфеле изменяют эти характеристики, а в случае оптимального их сочетания можно добиться значительного снижения риска портфеля.

Увеличение количества ценных бумаг в инвестиционном портфеле, или, иными словами, диверсификация, направленно на снижение риска данного портфеля. Диверсификация является одним из основных принципов формирования инвестиционного портфеля.

Относительно вопроса степени диверсификации портфеля авторы учебника «Рынок ценных бумаг» под редакцией В.А. Галанова, например, придерживаются мнения, что максимальное сокращение портфельного риска достижимо в том случае, если в портфеле - 40-70 различных ценных бумаг. Дальнейшее увеличение состава портфеля нецелесообразно, так как возникает эффект излишней диверсификации, который может привести к невозможности качественного управления портфелем, высоким издержкам поиска ценных бумаг, высоким издержкам по покупке небольших партий ценных бумаг¹. Кроме того, перечень надежных, доходных и ликвидных бумаг крайне ограничен на российском фондовом рынке. По большому счету, количество российских эмитентов, ценные бумаги которых в полной мере отвечают критериям доходности, надежности и ликвидности, не превышает двух десятков.

Риск портфеля во многом зависит от корреляции (взаимосвязи) между изменениями курсов входящих в портфель ценных бумаг. При сильной корреляции между отдельными ценными бумагами риск за счет вложений в различные ценные бумаги нельзя ни уменьшить, ни увеличить. Если же курсы

¹ Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 2002.. С 432

акций абсолютно не коррелируют между собой, то в идеале, риск можно бы было исключить полностью.

Существует мнение, что проводить диверсификацию на российском рынке неразумно, так как риск вложений в разные акции примерно одинаков. Согласно такому мнению, покупать надо акции конкретной компании, имеющей потенциал роста, в то время как диверсификация вложений по разным секторам промышленности, регионам, классам инструментов неразумна.¹

С такой точкой зрения нельзя согласиться, так как инвестирование всех средств в одну бумагу сопряжено с очень высоким уровнем риска. В особенности такая стратегия неприменима при управлении клиентским портфелем ценных бумаг. На российском фондовом рынке вполне возможна диверсификация активов, в значительной степени снижающая риск обесценения портфеля. В настоящее время постоянно увеличивается число акций предприятий различных отраслей хозяйства, которые обладают необходимыми инвестиционными качествами и ликвидностью для включения в портфель. Кроме того, в портфель помимо акций могут включаться низкорисковые долговые бумаги.

Чем руководствуется управляющий при формировании портфеля и актуальны ли теории формирования портфеля в современных условиях?

¹ Решение купить или продать ценные бумаги всегда иррационально... // Рынок ценных бумаг. 1998. №1.

Чтобы ответить на этот вопрос, вспомним основы современной теории формирования портфеля.

Началом современной теории инвестиций принято считать опубликование в 1952 г. статьи Г. Марковица «Выбор портфеля». Марковиц рассмотрел задачу оптимизации фондового портфеля (имеющую аббревиатуру MVO – means-variance analysis) в координатах «доходность-риск». Если портфель моделируется многомерной случайной величиной ожидаемой доходности его активов, то можно выделить параметры средней доходности (доходность), стандартного отклонения (риск) и построить корреляционную матрицу взаимосвязи активов портфеля. Тогда задача оптимизации фондового портфеля – это:

- задача максимизации доходности портфеля при фиксированном уровне риска;
- задача минимизации риска портфеля при фиксированной требуемой средней доходности портфеля.

В первой половине 60-х годов У. Шарпом была предложена так называемая однофакторная модель рынка капиталов, в которой впервые появились «альфа» и «бета» характеристики акций. Вклад Шарпа в портфельную теорию сжато сформулирован в следующих принципах:

- инвесторы предпочитают высокую ожидаемую доходность инвестиций и низкое стандартное отклонение; портфели обыкновенных акций, которые обеспечивают наиболее высокую ожидаемую доходность при данном стандартном отклонении, называются эффективными портфелями;

- чтобы знать предельное влияние акции на риск портфеля, нужно учитывать не риск акции самой по себе, а ее вклад в риск портфеля; этот вклад зависит от чувствительности акции к изменениям стоимости рыночного портфеля;

- чувствительность акции к изменениям стоимости рыночного портфеля обозначается показателем бета; следовательно, бета измеряет также предельный вклад акции в риск рыночного портфеля.

С 1964 г. появляются три работы (Шарпа, Линтера и Моссина), связанные с так называемой моделью оценки капитальных активов (САРМ – Capital Asset Price Model). Основным результатом САРМ явилось установление соотношения между доходностью и риском актива для равновесного рынка. При этом важным оказывается тот факт, что при выборе оптимального портфеля инвестор должен учитывать не весь риск, связанный с активом (риск по Марковицу), а только часть его, называемую систематическим, или недиверсифицируемым риском. Эта часть риска актива тесно связана с общим риском рынка в целом и количественно представляется коэффициентом бета, введенным Шарпом в его однофакторной модели. Остальная часть (несистематический, диверсифицируемый риск) устраняется выбором соответствующего (оптимального) портфеля¹.

Начиная с 70-х годов лежащая в основе теории формирования портфеля модель Марковица подвергается критике.

¹ Основные постулаты классической теории портфельных инвестиций. http://investmarket.ru/reportshow_id_45.html

Во-первых, специальные статистические исследования показали, что распределение текущей доходности активов не является нормальным. Во-вторых, утверждается, что бессмысленно рассматривать задачу MVO для портфелей с реальными активами, потому что их доходность и риск прогнозировать невозможно. Было отмечено, что инвесторы на фондовых рынках принялись двигаться «стадами» и это стадное движение в рамках «бычьей» или «медвежьей» тенденции породило эффект синхронной волатильности (близкая к полной корреляции активов). Соответственно, оказалось возможным не проводить измерение корреляции, а сравнивать две сильно коррелированные тенденции: актива и рынка. В-третьих, модель Марковица не предусматривает производных ценных бумаг в структуре портфеля. Введение производных в портфель деформирует исходное распределение доходности актива.¹

Таким образом, классическая модель Марковица фактически вышла из употребления в современном фондовом менеджменте. Кроме того, из-за непредсказуемости современного рынка, как российского, так и американского, оказалась неработоспособной теория Шарпа-Линтера. Даже предсказательная способность новых методов в портфельном инвестировании (формула Блэка-Шоулза, теория VaR и т.д.) себя постепенно исчерпала.

Чем руководствуются портфельные менеджеры, формируя портфель ценных бумаг в современных условиях? Прежде всего, это анализ

¹ Недосекин А. Оптимизация фондового портфеля: новый век – новые идеи. <http://www.stockportal.ru>

инвестиционных качеств ценной бумаги, который проводится в несколько этапов:

- анализ фундаментальных факторов (надежность, недооцененность бумаги),
- анализ рыночных факторов (ликвидность, динамика цен),
- анализ ожидаемого спроса на ценную бумагу,
- анализ влияния субъективных факторов на рынок акций конкретного эмитента (публикации в СМИ, комментарии и рекомендации фондовых аналитиков).¹

Следует иметь в виду, что помимо упомянутых выше факторов, существуют факторы, которые относятся к сфере коммерческой тайны предприятия и не публикуются. Речь идет, прежде всего, о факторах стратегического положения компании на рынке. Знание этих закрытых цифр и показателей и их правильный анализ расскажут о компании намного больше, чем финансовая отчетность.

Оценка ценных бумаг по перечисленным факторам – это только первый шаг, некоторая фильтрация для сужения поля инвестиционного выбора. После того, как выбран массив акций или облигаций для потенциального инвестирования, с ними надо разбираться внимательнее, и здесь наука анализа плавно перерастает в искусство, потому что сохраняется неустранимая

¹ Сачин Д. Управление активами инвестиционных фондов // Рынок ценных бумаг. 2003. №7.

неопределенность, которая не снимается научными методами анализа и интерпретации данных, но требует интуиции аналитика.¹

Формирование портфеля является частью процесса управления портфелем.

В целом, процессе управления должны решаться три задачи:

- включение в портфель инвестиционно привлекательных, перспективных ценных бумаг, имеющих потенциал роста (как при первоначальном отборе бумаг, так и при последующих пересмотрах состава инвестиционного портфеля);

- сегментирование портфеля на группы ценных бумаг, к которым могла бы применяться одинаковая методика управления;

- поддержание необходимого уровня ликвидности портфеля.²

Принимая решение об инвестировании средств в конкретные ценные бумаги управляющий портфелем должен учитывать и по возможно минимизировать риски. Различают системные риски и рыночные риски.

Проблема наличия системных рисков особенно актуальна в современной России. К системным рискам относят:

- риск изменения политической ситуации;
- риск несовершенства законодательства и неблагоприятных изменений в законодательстве;
- общий банковский кризис
- действия государственных органов;

¹ Недосекин А. Комплексная оценка инвестиционной привлекательности акций. Что и как брать в расчет. <http://www.stockportal.ru>

² Сачин Д. Управление активами инвестиционных фондов // Рынок ценных бумаг. 2003. №7.

- риск резкого падения курса рубля по отношению к основным мировым валютам.

В отличие от системных рисков, на возникновение рыночных рисков можно влиять. К системным рискам относят:

риск прямых убытков или упущенной выгоды, возникающий при осуществлении операций на фондовом рынке;

риск, связанный с диспропорциями и проблемами российского рынка ценных бумаг;

риск потери ликвидности активов;

риск инфраструктуры рынка.

В наибольшей степени на неблагоприятные изменения динамики рынка в последнее время влияют действия государственных органов (прокуратуры, налоговых органов), направленные против крупнейших российских компаний и их владельцев, а также слухи о возможных действиях государственных органов. На практике можно привести массу таких примеров.

Задача портфельного управляющего в такой ситуации – постараться предугадать неблагоприятный вариант развития событий и с помощью различных рыночных механизмов минимизировать потенциальные убытки.

В зависимости от инвестиционных целей инвестора и структуры объектов инвестирования, зафиксированных в инвестиционной декларации, доверительный управляющий (портфельный менеджер) выбирает стратегию управления портфелем ценных бумаг (портфельную стратегию).

Традиционно выделяют активную и пассивную инвестиционные стратегии.

Активная стратегия управления предполагает регулярную реструктуризацию портфеля в зависимости от изменения конъюнктуры рынка. В основе активной стратегии лежит выявление инвестором (портфельным управляющим) неверно оцененных рынком активов и включение их в состав портфеля. Наличие недооцененных и переоцененных бумаг возможно в том случае, если рынок неэффективен. При эффективном рынке, согласно теории, цена на каждую ценную бумагу всегда равна ее инвестиционной (справедливой) стоимости, за счет того, что новая информация относительно ценной бумаги общедоступна и мгновенно отражается на рыночной цене.¹ Российский фондовый рынок имеет слабую степень эффективности, вследствие чего на рынке существует большое количество недооцененных бумаг.

Инвесторы, придерживающиеся пассивной стратегии управления, исходят из того факта, что все произошедшие события, а также вся информация, способная повлиять на курс ценной бумаги, уже отражены в ценах и в дальнейшем курс будет сохранять те же темпы роста (падения), которые характеризовали его динамику в прошлом. При пассивной стратегии портфель активов формируется единовременно, и за весь срок существования реструктурируется только с целью реинвестирования доходов или при существенном изменении характеристик составляющих его ценных бумаг.²

Один из способов пассивного управления – метод индексного фонда (портфеля). Индексный портфель – это портфель, отражающий движение биржевого индекса, характеризующего состояние всего рынка ценных бумаг,

¹ Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 2003 – XII, С. 108-109.

² Шрапкин А. Стратегии управления активами // Рынок ценных бумаг. 2000. №19.

например индекса РТС. Портфель будет отражать движение рынка, если доли ценных бумаг в портфеле соответствуют весу каждой ценной бумаги при подсчете индекса. Очевидно, что наибольшие доли в индексном портфеле будут принадлежать «голубым фишкам», имеющим наибольшие обороты на бирже. Портфель ценных бумаг может строиться не только на основе индексов, характеризующих динамику рынка в целом, но также и на основе индексов, отражающих динамику стоимости акций предприятий, например, определенной отрасли.

Помимо активной и пассивной стратегий выделяется стратегия структурирования портфеля, которая чаще всего применяется для управления портфелем облигаций, созданным в рамках управления активами пенсионного фонда или страховой компании. Стратегия направлена на формирование и поддержание такой структуры портфеля, которая бы обеспечила защиту будущего дохода от любых изменений процентных ставок. Защита портфеля в этом случае достигается путем привязи тем или иным образом активов фонда к его обязательствам.

Выбор стратегии зависит от ряда факторов:

- инвестиционных целей инвестора и природы обязательств (если таковые имеются);
- инвестиционной политики;
- предположениями управляющего относительно эффективности рынка.¹

¹ Шрапкин А. Стратегии управления активами // Рынок ценных бумаг. 2000. №19.

2.3. Система управления портфелями ценных бумаг.

С развитием фондового рынка в России стало появляться множество различных программных продуктов: для ведения внутреннего учета, для интернет-трейдинга и т.д.

Компания Диасофт предлагает систему автоматизации деятельности инвестиционных компаний 5NTe SECURITIES предназначенную для решения следующих задач:

- комплексная автоматизация деятельности финансовых компаний на фондовом рынке - поддержка инвестиционной и брокерской, депозитарно-кастодиальной деятельности

- автоматизация операционной работы бэк-офиса, ведение внутреннего учета операций на рынке ценных бумаг в полном соответствии со стандартами НАУФОР

- автоматизации депозитарной деятельности в соответствии с требованиями ФКЦБ России.

Среди продуктов компании «R-Style Softlab», например, есть комплекс подсистем RS-Securities, предназначенный для автоматизации операций, которые кредитные организации выполняют при работе с ценными бумагами. Это пакет интегрированных с основной АБС программных средств, обслуживающих бэк-офисные подразделения.

Единственный же продукт, который позиционируется на рынке как система управления портфелями - это GAMA.

GAMA (Global Asset Management Assistant) - это система управления портфелями ценных бумаг. Она предназначена для обеспечения полного цикла управления активами: от заключения сделки до анализа ее влияния на состояние портфелей и выдачи последующих рекомендаций (фронт-офис, бэк-офис, управление портфелями). Система позволяет менеджеру проводить мониторинг актуальной информации о состоянии портфелей, их ликвидности, состоянии денежных, депозитарных счетов и ситуации на рынке. GAMA позволяет работать с различными финансовыми инструментами: акциями, облигациями, опционами, фьючерсами и рядом других.

GAMA была разработана специалистами Санкт-Петербургской компании “ИнфоСтрой” совместно с зарубежными партнерами (датской компанией Insight System ApS и итальянской фирмой APL Italiana). GAMA успешно работает в Европе (Италия, Дания, Норвегия) с 1992 года. Объем активов, управляемых сегодня в GAMA и ее версиях составляет уже более 350 млрд. евро.

На российском рынке GAMA появилась относительно недавно ввиду не востребоваемости со стороны российских компаний, деятельность которых не требовала сложных многофункциональных систем. Однако уже сейчас система GAMA применяется в ИК «Капитал», ИБ «ТРАСТ», УК «РТК-Инвест» и других инвестиционных компаниях, а также в инвестиционных подразделениях крупных банков¹. В последнее время повысился интерес со

¹ Кто есть кто на рынке коллективных инвестиций: Справочник/Сост. М.Е.Капитан – М.: Альпина Паблишер, 2003. С. 194-196

стороны нефинансовых компаний, которые имеют достаточно свободных денежных средств и сами хотели бы ими управлять.

Выделим возможности системы, используя которые, портфельный менеджер сможет повысить эффективность управления доверенными ему активами:

1. Группировки. Менеджер может отслеживать активы под его управлением в разрезе любого требуемого признака (портфель, позиция, биржа, регион) и получить необходимую информацию о доходности, прибыли/убытках, инвестируемом капитале и т.д. в разрезе этих признаков.

2. Оценка эффективности управления портфелями:

- MWY Возможность выбрать один из множества различных вариантов расчета прибыли/убытков (на базе рыночной или балансовой оценки активов), различные варианты расчета инвестированного капитала, а, соответственно, различные варианты доходности, взвешенной по деньгам (Money Weighted Yield).

- TWR Использовать для оценки эффективности управления портфелем доходность, взвешенную по времени (Time Weighted Return). Оценить корректность подобной оценки (путем расчета tracking error).

3. Определение источника эффективности. Определить, что явилось причиной полученных результатов управления портфелем: эффективная работа менеджера портфеля, изменение котировок ценных бумаг, изменение курсов валют...

4. Работа с индексами. Построить свои индексы, либо импортировать их из внешних источников. Индексы представляют собой численную характеристику некоторого формируемого пользователем набора ЦБ, рассчитываемую как сумму произведений рыночных цен акций каждого наименования, включенного в индекс, на количество ЦБ данного наименования, обращающихся на рынке. Количество подобных индексов, наблюдаемых в системе определяется пользователем, но не может превышать пятнадцати. Система сравнивает вес ценной бумаги в портфеле с весом ценной бумаги в индексе.

5. Оценка облигаций, не имеющих котировок. Необходимо сразу отметить, что для системы облигации - это все финансовые инструменты с предопределенной структурой платежей. В условиях, когда ценные бумаги значительно различаются по значению рыночного риска, уровню доходности и форме кривой доходности, менеджер портфеля может использовать GAMA для определения цены некотируемых облигаций. Аналогичный механизм может использоваться для оценки облигаций при приближающемся сроке выплаты купонов (цена облигации начинает сильно колебаться, следовательно, доходность портфелей, включающих эти облигации, не отображает реальное состояние портфелей). В этом случае GAMA позволяет отключиться от рыночной информации (импорта котировок ценных бумаг в GAMA) и вести математический расчет цены облигации.

6. Моделирование портфеля облигаций. Возможность работы с кривыми доходности. Анализ на перспективу (Horizon Analysis). Измерение чувствительности портфеля - изменение теоретической стоимости портфеля в

зависимости от изменения его доходности (внутренней ставки дохода) на заданную величину. Существует возможность наблюдать изменение теоретической стоимости в виде отклонений от исходного значения (при базовом значении доходности).

7. Стресс-тестинг портфеля облигаций. Сдвиги кривой доходности позволяют оценить влияние резкого изменения величины процентных ставок при условии неизменности кривой доходности. Возможность построения динамических и статистических форм кривой доходности. Анализ при резком изменении цен активов.

8. Автоматический пересчет позиций. Система осуществляет автоматический пересчет позиций портфеля, поэтому менеджер будет получать актуальное состояние своих портфелей без дополнительных усилий.

Если смотреть на работу компании в целом, то, работая с GAMA, портфельный менеджер:

Во-первых, обеспечивает сквозной цикл: от момента заключения сделки до анализа влияния данной сделки на состояние портфеля. Это позволяет отследить работу всей цепи, контролировать каждое ее звено и, соответственно, выявить слабые места. В GAMA вся информация видна сейчас: трейдеры совершили сделку, управляющий портфелем это увидит сейчас; состояние депозитариев, бумаги в пути, на счетах; управляющий видит, как меняется балансовая стоимость данного актива от каждой сделки и т.д. Управляющий получает уникальную возможность: если где-то допущена ошибка, он ее тут же

видит; если какая-то цифра кажется некорректной, тут же можно найти источник ошибки; проверить, кто вводил данные и т.д.

Во-вторых, обеспечивает единое информационное пространство, позволяющее избежать дублирования функций и электронных документов, а, следовательно, уменьшить количество ошибок в работе.

В-третьих, портфельный менеджер может подготовить необходимые отчетные документы на каждой стадии сделки, включая консолидированные отчеты руководству компании¹.

К преимуществам GAMA можно отнести:

- наиболее широкий набор поддерживаемых финансовых инструментов с интеграцией их в портфелях;
- развитые средства моделирования финансовых ситуаций;
- соответствие общепринятым европейским стандартам;
- наличие системы разработки финансовых приложений, резко ускоряющей и удешевляющей настройку системы под клиента;
- квалифицированный консалтинг в случае автоматизации нетривиальных стратегий инвестирования².

¹ Зачем портфельному менеджеру GAMA? <http://www.gama.ru/global/article/>

² К вопросу об эффективности управления активами. <http://www.gama.ru/global/article/>

Глава III. Проблемы развития доверительного управления в России.

3.1. Текущее состояние и проблемы развития услуги доверительного управления в России.

Управление активами с точки зрения мировой практики – услуга, привычная и удобная для клиента любого инвестиционного банка. В перспективе доверительное управление должно стать такой же доступной и эффективной услугой для всех категорий инвесторов.

Пока же услуга доверительного управления не получила должного распространения в России. Речь идет не столько об управлении негосударственными пенсионными фондами и паевыми инвестиционными фондами, сколько об индивидуальном доверительном управлении средствами частных лиц и предприятий. В связи с этим необходимо выделить факторы, препятствующие развитию данной услуги.

В целом, такими факторами являются:

- социально-экономическая ситуация в стране;
- наличие альтернативных источников инвестирования средств;
- проблемы организации и диспропорции отечественного фондового рынка;
- неполнота и противоречивость законодательства в области доверительного управления;

Несомненно, на объем ресурсов, которые могут быть направлены на инвестирование в ценные бумаги, влияет уровень благосостояния населения. Существующая структура распределения доходов в стране приводит к тому,

что значительная часть населения вообще не имеет накоплений, направляя все доходы на потребление. Для остальной части населения, имеющей некоторые сбережения, услуга доверительного управления недоступна. Лишь совсем незначительная часть населения, сконцентрированная главным образом в Москве и некоторых других крупных городах, имеет возможность инвестировать в ценные бумаги посредством доверительного управления. В частности, для наиболее обеспеченных людей существует комплексная банковская услуга *private-banking*, предполагающая разработку индивидуальной схемы обслуживания клиента и включающая, как правило, индивидуальное доверительное управление.

Как известно, определенным препятствием для развития фондового рынка в целом являются традиционные ценности населения и влияние религиозных традиций. Этот вопрос подробно рассмотрен в книге Я.М. Миркина «Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития». Отмечается, что население в значительной своей части может принимать только достаточно низкие уровни риска. Экономическая самостоятельность и свобода являются меньшей ценностью, чем стабильность, хотя бы и на более низком уровне потребления. Эти и другие черты российского инвестора создают узкую базу для инвестирования и способствуют формированию капитализма «держателей крупных пакетов»¹.

С этими доводами нельзя не согласиться, однако на развитие именно доверительного управления в России традиционные ценности и религия не

¹ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития.-М.: Альпина Паблицер, 2002. – С.303-306.

имеют непосредственного влияния. Ведь, как мы помним, доверительное управление – это услуга не для массового инвестора, а для состоятельных людей, мало подверженных какому-либо влиянию (в том числе и религиозному) и способных принимать высокие уровни риска при инвестировании средств.

Но следует иметь в виду, что даже среди состоятельных частных лиц и руководителей предприятий, инвестирующих свободные денежные средства, существует значительное число консервативно настроенных инвесторов, цель которых не столько приумножение капитала, сколько его сохранение и защита от инфляции.

В настоящее время одним из препятствий для притока средств в доверительное управление считается бум на российском рынке недвижимости. Денежные средства обеспеченной части населения в большом объеме либо напрямую направляются на покупку недвижимости, либо вкладываются в закрытые фонды недвижимости. Цены на недвижимость растут более высокими темпами, чем фондовый рынок. Массовая скупка квартир, в том числе и с целью дальнейшей перепродажи, по неоправданно высоким ценам приводит к дальнейшему росту цен. В результате на рынке недвижимости надувается «мыльный пузырь», который рано или поздно должен лопнуть.

Наличие столь привлекательного (и надежного, на первый взгляд) альтернативного способа инвестирования средств, а также некоторое недоверие к фондовому рынку со стороны населения, вызванное кризисом

1998 года и все еще сохраняющееся, не способствуют увеличению объема средств, передаваемых в доверительное управление.

Что касается проблем российского фондового рынка, то можно сказать следующее. Отечественному рынку ценных бумаг присущи практически все черты развивающегося рынка: спекулятивный характер, низкая степень ликвидности и сравнительно небольшая капитализация, фрагментарность, зависимость от других развивающихся и развитых рынков, высокая корреляция между ценными бумагами, большое количество манипулятивных сделок на торговых площадках с использованием инсайдерской информации. Все эти особенности российского рынка, безусловно, влияют на характер и объем инвестиций в ценные бумаги как рядовых инвесторов, так и профессиональных участников фондового рынка.

Спекулятивность рынка в целом находит отражение и в характере доверительного управления ценными бумагами. Так, по словам специалиста Альфа-банка, главная проблема российского рынка доверительного управления заключается в том, что на данном сегменте в настоящее время присутствуют в основном спекулянты. Если же взять практику западных рынков (классический вариант), то для людей, которые пользуются услугами asset management, целью являются не спекуляции, а прежде всего долгосрочное накопление. Средства, которые они получают за счет инвестирования в доверительное управление, через какой-то период направляются на обучение детей или на иные цели. Сейчас же люди просто играют на рынке, и это не очень хорошо, так как

основная цель доверительного управления все-таки заключается в долгосрочном инвестировании¹.

Низкая ликвидность рынка, сильная корреляция между ценными бумагами снижает эффективность управления портфелем. Управляющему портфелем сложно в должной мере диверсифицировать портфель ценных бумаг, снизив таким образом риск портфеля. Кроме того, манипулирование ценами на рынке может привести к значительным убыткам.

Еще одним фактором, препятствующим развитию отношений по доверительному управлению, является несовершенство российского законодательства в области доверительного управления ценными бумагами. Этот вопрос уже рассматривался в предыдущих главах. Коротко напомним основные проблемы:

- отсутствие специального закона, регулирующего отношения сторон при доверительном управлении, а также порядок осуществления операций;

- глава Гражданского кодекса, посвященная доверительному управлению, не рассматривает специфику управления ценными бумагами;

- отсутствие по ГК адекватного с точки зрения бизнеса характера распределения убытков: всю ответственность несет доверительный управляющий, хотя на практике доверительный управляющий освобождается от ответственности за причиненные убытки, путем внесения соответствующих оговорок в заключаемый договор доверительного управления;

¹ Ламыкин И. Можно ли доверять доверительному управлению? // Рынок ценных бумаг. 2002. №21.

- проблема соотношения нормативных актов ФКЦБ и ЦБ РФ в отношении осуществления доверительного управления кредитными организациями, а также вопрос о юридической силе данных нормативных документов;

Кроме того, критике подвергаются отдельные положения ФКЦБ. В частности, отмечается, что в положении ФКЦБ №37 предусмотрена необходимость принятия отдельного нормативного акта ФКЦБ по вопросу порядка объединения ценных бумаг, передаваемых в доверительное управление разными учредителями доверительного управления, однако за прошедшее время такого постановления ФКЦБ не принято.

Не определен порядок объединения денежных средств (средств инвестирования в ценные бумаги), принадлежащих различным учредителям доверительного управления, на отдельном банковском счете, предназначенном для расчетов по деятельности, связанной с доверительным управлением, в соответствии с требованиями ст. 1018 ГК РФ¹.

Также отмечается, что неясность формулировки ст. 1023 ГК РФ, регламентирующей порядок выплаты вознаграждения доверительному управляющему, не позволяет однозначно определить, являются ли доходы от использования имущества единственным источником выплаты вознаграждения, либо данная статья носит диспозитивный характер, и, соответственно, сторонами может быть предусмотрено иное. Сложившейся судебной практики по этому вопросу на сегодня не существует².

¹ Абрамов А.Е. Доверительное управление ценными бумагами профессиональными участниками рынка ценных бумаг <http://www.aea.ru/data/article10.htm>

² К вопросу о доверительном управлении ценными бумагами. <http://bpi.ru/articles/3325.html>

Из-за отсутствия в налоговом законодательстве специальных положений многие вопросы налогообложения операций доверительного управления имуществом в целом являются спорными и среди специалистов по вопросам налогообложения и бухгалтерского учета имеют различные точки зрения на этот счет.

Для развития услуги по доверительному управлению ценными бумагами, как, впрочем, и любой другой инвестиционно-банковской услуги, необходимо создать благоприятные условия, которые заключаются, во-первых, в принятии законов и подзаконных нормативных актов, в полной мере регулирующих соответствующие правоотношения и не противоречащих друг другу, во-вторых, повышение общего благосостояния населения, в-третьих, принятие мер, направленных на создание эффективного, справедливого и прозрачного рынка ценных бумаг в России.

3.2. Рекомендации инвестору по выбору способа инвестирования средств и выбору инвестиционной компании.

В этом параграфе мы попытаемся дать практические рекомендации потенциальному инвестору в отношении выбора способа инвестирования средств. Для этого необходимо обозначить недостатки и преимущества каждого из способов вложения средств.

Рассмотрим как традиционные способы сохранения и приумножения капитала (банковские депозиты, покупка валюты), так и относительно новые –

инвестирование в ценные бумаги через брокерскую компанию, вложение средств в фонды коллективного инвестирования и индивидуальное доверительное управление.

До недавнего времени основная масса сбережений населения хранилась в иностранной валюте и на вкладах в банках, в основном в Сбербанке. Планомерный рост курса американского доллара и относительно высокие ставки по банковским вкладам обеспечивали защиту сбережений от инфляции. Однако в последнее время мы наблюдаем значительное снижение курса доллара, вызванное, во-первых, увеличением долларовой массы в России и, как следствие, превышением предложения американской валюты над спросом и, во-вторых, отказом Центрального Банка от поддержания курса доллара. При этом евро, ставший альтернативой доллару, оказался непригодным для сбережений. Начиная с декабря 2003 года его курс после длительного периода роста стал тоже планомерно снижаться (См. Приложение 4).

Банковские вклады постепенно перестают быть привлекательными для населения. Центральный банк регулярно пересматривает уровень ставки рефинансирования в сторону понижения (См. Приложение 6). Так, за период 2002-2003 года Банк России четырежды снижал учетную ставку с 25 до 16%. В январе 2004 года уровень ставки достиг исторического минимума – 14%. Вслед за ставкой рефинансирования начал снижаться доходность рублевых вкладов и Сбербанк. Иначе по законодательству ему пришлось бы проделывать огромную работу по начислению и перечислению налоговых платежей по вкладам миллионов частных лиц. В результате, максимальная процентная ставка по

вкладам была снижена с 18,5% до 10%. Остальные банки вынуждены двигаться в колее Сбербанка, снижая доходность своих вкладов¹.

Таким образом, в условиях, когда уровень инфляции превышает доходность по банковским вкладам, а курсы основных иностранных валют не только не растут, но и снижаются, население вынуждено искать альтернативные способы сохранения и приумножения сбережений.

Такой альтернативой являются инвестиции в ценные бумаги, которые могут осуществляться следующими способами:

- самостоятельное инвестирование средств в ценные бумаги посредством работы через инвестиционную компанию или банк, оказывающий услугу брокерского обслуживания;

- вложение средств в паевой инвестиционный фонд или общий фонд банковского управления;

- передача денежных средств в индивидуальное доверительное управление.

Рассмотрим преимущества и недостатки индивидуального доверительного управления по сравнению с фондами коллективного инвестирования и самостоятельным инвестированием через брокера.

При доверительном управлении от клиента не требуется каких-либо специальных навыков и знаний в области фондового рынка. Управление его активами осуществляется группой профессионалов, которые имеют в распоряжении не только рекомендации фондовых аналитиков, но и зачастую закрытую, инсайдерскую, информацию относительно определенных компаний

¹ Кузин А. Где растут личные деньги // Финанс. 2003. №34.

или ситуации на рынке в целом. Располагая такой информацией, управляющие портфелями, с одной стороны, имеют возможность избежать резкого снижения стоимости портфеля, а с другой – обеспечить более высокую доходность, изменив в нужный момент структуру активов.

При самостоятельной торговле на бирже от инвестора требуются не только знания законов рынка, владение системами технического анализа и психологией поведения игроков, но также и необходимость постоянно «быть в рынке», то есть анализировать текущую информацию и принимать инвестиционные решения. Кроме того, инвестор, как правило, принимает решения только на основе общедоступной информации, которая не всегда является оперативной и достоверной.

Несомненно, самостоятельная работа на бирже имеет свои преимущества, такие как, минимальный размер комиссионных брокеру, отсутствие ограничений по суммам инвестиций и срокам. Однако отсутствие у большинства частных инвесторов специализированных знаний и времени, необходимого для ежедневного управления своим портфелем ценных бумаг, заставляет их обращаться к индивидуальному доверительному управлению или вкладывать средства в фонды коллективного инвестирования.

Преимущества индивидуального доверительного управления перед ПИФами и ОФБУ уже упоминались в предыдущих главах. Перечислим их еще раз вкратце и обозначим некоторые, ранее не упомянутые плюсы доверительного управления:

- инвестор (учредитель управления) выбирает для себя ту стратегию инвестирования, которая отвечает его запросам доходности и риска; в случае, если инвестор обладает некоторым опытом инвестирования, то он сам может установить определенные параметры портфеля – состав, структуру, различное соотношение доходности, риска и ликвидности;

- индивидуальное управление в отличие от паевых фондов не ограничено в объектах инвестирования (следует особо отметить, что общие фонды банковского управления тоже не ограничены в плане состава и структуры активов, более того, объектами инвестирования помимо высокорисковых акций и производных ценных бумаг, могут быть драгоценные металлы);

- в случае индивидуального доверительного управления можно зарабатывать и на падающем рынке, используя маржинальную торговлю;

- доверительный управляющий может совершать высокодоходные операции с фьючерсами и опционами и, что немаловажно, хеджировать с их помощью риски;

- при индивидуальном доверительном управлении можно установить ряд условий для ограничения риска, например, “стоп-лосс”, гарантирующий инвестору, что стоимость его портфеля не опустится ниже заданного уровня.

- инвестор регулярно получает детальный отчет о совершенных сделках и состоянии портфеля;

- инвестор, передавая средства в доверительное управление, в отличие от ПИФов, не теряет часть средств за счет надбавок и скидок, сумма которых в

некоторых случаях может существенно повлиять на конечную доходность вложений;

К недостаткам индивидуального доверительного управления отнесем:

- высокий уровень минимальной суммы инвестирования (от \$10 тыс. при объединении со средствами других инвесторов и инвестировании в рамках базовой стратегии и от \$250-300 тыс. при разработке индивидуальной стратегии);

- отсутствие жесткого контроля со стороны других юридических лиц;

- взимание налогов с физических лиц осуществляется по окончании каждого года, а не при выводе средств, не позволяя таким образом реинвестировать сэкономленные суммы налога.

Проанализировав сказанное выше, можно сделать вывод, что индивидуальное доверительное управление при условии добросовестного и эффективного управления является более гибкими, более доходными и менее рискованным по сравнению с паевыми фондами и фондами банковского управления. Кроме того, доверительное управление более прозрачно для клиента и при определенных условиях менее затратно.

Несомненно, любые инвестиции в ценные бумаги, в том числе и в рамках индивидуального доверительного управления, более рискованны, чем размещение средств на банковском вкладе. Однако этот риск можно свести к минимуму, разместив основную часть средств в низкорисковые долговые ценные бумаги в рамках консервативной стратегии и используя инструменты срочного рынка для хеджирования рисков.

Предположим, что потенциальный инвестор остановил свой выбор на индивидуальном доверительном управлении. Теперь ему необходимо выбрать инвестиционную компанию или банк, предоставляющие услуги управления активами. При выборе ПИФа инвестор располагает большим объемом информации по сравнению с выбором доверительного управляющего: доходность фонда за различные периоды, стоимость чистых активов, динамика стоимости активов, число клиентов. По доверительному управлению в большинстве случаев такой информации нет (далеко не все инвестиционные компании публикуют доходность доверительного управления активами, если же такая информация есть, то она дана только по основным базовым стратегиям – См. Приложение 8, 10), однако это не означает, что инвестор вслепую, наугад выбирает инвестиционную компанию или банк, принимающий средства в доверительное управление.

Об эффективности, надежности и качестве доверительного управления можно судить и по косвенным признакам.

Практически все крупные инвестиционные компании, оказывающие услугу доверительного управления активами, управляют также ПИФаами (через свои управляющие компании). Если взглянуть на двадцатку крупнейших по размеру активов под управлением управляющих компаний, то видно, что 15 из 20 компаний имеют лицензию как на управление инвестиционными фондами (в т.ч. НПФ), так и на доверительное управление (См. Приложение 7). Исключением являются УК «Лидер», «Менеджмент-Центр», Национальная управляющая компания и «Интерфин Капитал», управляющие только паевыми

фондами и негосударственными пенсионными фондами, а также БК «Индекс-ХХ», осуществляющая только индивидуальное доверительное управление.

Информацию о ПИФах и о доходности за различные периоды можно найти в прессе (газеты Ведомости, Коммерсант, журналы Коммерсант-Деньги, Финанс), на Интернет-сайтах управляющих компаний, а также на сайте Национальной лиги управляющих (НЛУ). Так, в одной из таблиц, размещенной на сайте НЛУ (См. Приложение 5), приведены те фонды, которые показали максимальную доходность за соответствующий период.

В рамках одной управляющей компании доходности ПИФов и доверительного управления, осуществляемого по соответствующим стратегиям, как правило, схожи. Это происходит за счет того, что паевым фондом и индивидуальными портфелями нередко управляют одни и те же портфельные менеджеры, либо управляющие разные, но при этом они пользуются одинаковыми аналитическими материалами и торговыми рекомендациями.

Например, под управлением УК «Тройка Диалог» находятся четыре паевых фонда, в том числе фонд облигаций «Илья Муромец» и смешанный фонд «Дружина». В то же время УК «Тройка Диалог» предлагает доверительное управление по стратегиям «облигационный доход» и «сбалансированный доход». Очевидно, что результаты управления портфелем и фондом по одной стратегии не будут сильно различаться. Однако не следует забывать, что управляющий портфелем в рамках доверительного управления может

использовать упомянутые выше преимущества: маржинальная торговля, хеджирование рисков и т.д.

Анализируя итоги работы ПИФов потенциальный инвестор может сравнивать не только доходности фондов, но и размер стоимости чистых активов и их динамику. На основе этого можно сделать вывод о надежности, привлекательности для инвесторов конкретной управляющей компании, а также о доверии к ней.

К сожалению, такой подход к оценке эффективности и надежности доверительного управляющего не применим для банков (например, Сбербанк, МДМ-банк) и инвестиционных (управляющих) компаний, не имеющих в управлении паевых фондов. В таких случаях следует пользоваться следующими критериями:

- возраст инвестиционной компании или банка, известность, имидж и т.д.;
- срок, в течение которого осуществляется доверительное управление активами;
- информация о портфельных управляющих, имеющаяся в некоторых случаях в открытом доступе;
- степень подотчетности доверительного управляющего учредителю управления (ежеквартальный, еженедельный, ежедневный отчет, либо возможность постоянного контроля за состоянием портфеля и совершаемыми сделками с использованием специальной программы и Интернета);

-возможность получения дополнительных услуг в рамках доверительного управления: например, в Гута-банке можно взять кредит под средства, находящиеся в доверительном управлении.

При выборе доверительного управляющего для многих инвесторов важна минимальная сумма инвестиций и размер вознаграждения управляющего.

В том случае, если клиент претендует на индивидуальное доверительное управление в полном смысле слова, то необходимо отталкиваться от минимальной суммы в \$300 тыс. Размер вознаграждения в таких случаях практически всегда носит индивидуальный характер. Поэтому рекомендовать инвестору конкретную инвестиционную компанию или банк нет смысла.

Что касается так называемых фондов доверительного управления, или, иными словами, не индивидуального доверительного управления, то минимальная сумма составляет около \$10 тыс. Наиболее привлекательными в этом плане являются ИК «Баррель» - \$10 тыс., ИК «Риком-Траст» - \$10 тыс., УК «ВЭО-Открытие» - \$10 тыс., «Уником Партнер» - \$10 тыс (См. Приложение 1).

Размер вознаграждения зависит от конкретной стратегии и суммы инвестированных средств. При этом наиболее привлекательными являются тарифные планы, в соответствии с которыми плата за управление не взимается, а вознаграждение за успех зависит от уровня доходности (например, ИК «Риком-Траст»).

При выборе доверительного управляющего необходимо также помнить о том, что в некоторых компаниях и банках услуга доверительного управления активами предлагается только юридическим лицам.

Заключение.

Итак, подробно рассмотрев все аспекты доверительного управления, можно сделать следующие выводы относительно сущности и специфики услуги доверительного управления.

При доверительном управлении одна сторона (учредитель управления) передает другой стороне (доверительному управляющему) на определенный срок имущество в доверительное управление, а другая сторона обязуется осуществлять управление этим имуществом в интересах учредителя управления или указанного им лица (выгодоприобретателя). Выгодоприобретателем может быть и сам учредитель управления.

Доверительное управление не предусматривает переход права собственности на передаваемое в управление имущество, в частности ценные бумаги и денежные средства

Континентальное право, принятое в России, не предусматривает расщепление вещных прав и установление нескольких собственников. Поэтому при доверительном управлении в отличие от доверительной собственности возможна только передача полномочий по владению, пользованию и

распоряжению имуществом. Право собственности ни полностью, ни частично не переходит к доверительному управляющему.

Основное назначение услуги доверительного управления – эффективное управление имуществом (ценными бумагами и денежными средствами) учредителя управления с целью получения дохода. Как правило, в доверительное управление передаются денежные средства, реже – ценные бумаги. Денежные средства инвестируются в ценные бумаги в соответствии с инвестиционной декларацией, являющейся неотъемлемой частью договора доверительного управления.

Доверительное управление активами (в частности индивидуальное, то есть без объединения средств учредителя управления со средствами других учредителей и инвестировании в соответствии с индивидуально разработанной стратегией) имеет ряд преимуществ по сравнению с работой через брокера и вложением средств в паевой инвестиционный фонд или общий фонд банковского управления. Эти преимущества сводятся к следующему:

- гибкое, эффективное управление портфелем клиента, осуществляемое профессионалами;

- непрерывный контроль ситуации на финансовых рынках, информационная и аналитическая поддержка управляющего клиентским портфелем;

- персональный менеджер и персональный подход к каждому клиенту, учет инвестиционных предпочтений клиента при составлении инвестиционной декларации (при индивидуальном доверительном управлении);

-комиссионное вознаграждение, зависящее от результатов управления.

Доверительное управление активами как услуга в настоящее время недостаточно развито в России. Основные факторы, препятствующие развитию данной услуги следующие: высокий уровень минимальной суммы инвестирования и, как следствие, недоступность для большей части населения, наличие альтернативных источников инвестирования средств (недвижимость, надежные банковские вклады), проблемы организации и диспропорции отечественного фондового рынка, неполнота и противоречивость законодательства в области доверительного управления.

В связи с этим необходимо создать благоприятные условия для развития доверительного управления, которые заключаются, во-первых, в принятии законов и подзаконных нормативных актов, в полной мере регулирующих соответствующие правоотношения и не противоречащих друг другу, во-вторых, повышение общего благосостояния населения, в-третьих, принятие мер, направленных на создание эффективного, справедливого и прозрачного рынка ценных бумаг в России.

Кроме того, доверительное управление не должно рассматриваться инвесторами только как возможность быстрого получения спекулятивного дохода. Доверительное управление должно стать, с одной стороны, способом долгосрочного накопления средств для инвесторов и, с другой стороны, стабильным источником инвестиционных ресурсов для российской экономики.

Список литературы.

1. Гражданский кодекс РФ. Полный текст (часть первая и часть вторая)
2. Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»
3. Федеральный закон от 03.02.1996 № 17-ФЗ «О банках и банковской деятельности».
4. Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»
5. Положение ФКЦБ РФ от 17.10.1997 №37 «О доверительном управлении ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги».
6. Положение ФКЦБ РФ от 23.11.1998 №50 «О лицензировании различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг российской федерации».
7. Указ Президента РФ от 24.12.1993 №2296 «О доверительной собственности (трасте)».
8. Положение ФКЦБ РФ от 20.01.1998 №3 «Об особенностях и ограничениях совмещения брокерской, дилерской деятельности и деятельности по доверительному управлению ценными бумагами с операциями по централизованному клирингу, депозитарному и расчетному обслуживанию»
9. Инструкция Центрального банка Российской Федерации от 2 июля 1997 г. № 63 «О порядке осуществления операций доверительного управления и бухгалтерском учете этих операций кредитными организациями Российской Федерации».
10. Бердникова Т.Б. Оценка ценных бумаг: Учеб. пособие. – М.: ИНФРА-М, 2004.- 144 с.
11. Митин Б.М. Ценные бумаги: учет, налоги, право. – М.: НалогИнформ, 2003. - 224 с.
12. Шевченко Г.Н. Правовое регулирование ценных бумаг: Учебное пособие. – М.: «Статут», 2003. – 173 с.
13. Генкин А. Эффективный траст. Опыт Западной Европы и российская практика. – М.: Издательский дом «Альпина», 1999.
14. Кто есть кто на рынке коллективных инвестиций: Справочник/Сост. М.Е.Капитан – М.: Альпина Паблишер, 2003. – 208 с.
15. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития.-М.: Альпина Паблишер, 2002. – 624 с.
16. Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 2002.-448 с.
17. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ.- М.: ИНФРА-М, 2003 – XII, 1028 с.
18. Абрамов А.Е. Комментарии проекта ФЗ «Об особенностях доверительного управления ценными бумагами» http://www.aea.ru/data/article_com1.htm. -1999.

19. Абрамов А.Е. Доверительное управление ценными бумагами профессиональными участниками рынка ценных бумаг. <http://www.aea.ru/data/article10.htm>
20. Бабаев А.Б. Правовая природа доверительного управления имуществом // Юридический мир.-2002.-№5.
21. Банковские услуги для самых богатых // Финанс. - 2003.- №40.
22. Витрянский В. Система правового регулирования доверительного управления ценными бумагами. <http://www.icm.ru/?Module=IssueContent&Id=161>
23. Генкин А.С. Полномочия и ответственность доверительного управляющего в трастовых операциях // Банковское дело.-1998.-№9.
24. Гринько Д. Доверительное управление в России // Рынок ценных бумаг.-1998.-№8.
25. Гринько Д. Доверительное управление и безнравственная конкуренция // Рынок ценных бумаг.-1997.-№8.
26. Доверительное управление и ПИФы. Плюсы и минусы // Коммерсантъ-Деньги.-2002.-№46
27. Доверительному управляющему нужна сильная аналитическая служба // Рынок ценных бумаг.-1997.-№3.
28. Ельник И. Активный и пассивный инвестиционный менеджмент // Рынок ценных бумаг. – 2004. –№3.
29. Исеев Р.М., Ткач А.Н. Английский траст: история и современность // Юрист.-2002.-№2.
30. Кондратов А. Траст требует жертв // Коммерсант Деньги.-2002.-№44.
31. Кузин А. Где растут личные деньги // Финанс.-2003.-№34.
32. К вопросу о доверительном управлении ценными бумагами.
<http://bpi.ru/articles/3325.html>
33. Ламыкин И. Можно ли доверять доверительному управлению? // Рынок ценных бумаг.-2002.-№21.
34. Мазурин Н. Траст по-русски // Ведомости.-2001.-№134.
35. Матовников М. Система банковских доверительных операций еще не сложилась // Рынок ценных бумаг.-2001.-№15.
36. Милюков А. Главное о доверительном управлении // Рынок ценных бумаг.-2002.-№21.
37. Недосекин А. Оптимизация фондового портфеля: новый век – новые идеи.
<http://www.stockportal.ru>
38. Недосекин А. Комплексная оценка инвестиционной привлекательности акций. Что и как брать в расчет. <http://www.stockportal.ru>

39. Основные постулаты классической теории портфельных инвестиций.
http://investmarket.ru/reportshow_id_45.html
40. Паршин Р. Наблюдение за управлением активами: принципиально новый уровень отношений между инвестором и управляющим // Рынок ценных бумаг. -2002. -№7.
41. ПИФ или доверительное управление? [http:// www.stockportal.ru/second/du](http://www.stockportal.ru/second/du)
42. Попов А. «ФИНАМ» погорячился с процентами // RBC daily - 16.04.2004
43. Решение купить или продать ценные бумаги всегда иррационально... // Рынок ценных бумаг. -1998. -№1.
44. Сокольский Д. Взгляд на доверительное управление // Рынок ценных бумаг.-2003.- №9.
45. Сачин Д. Управление активами инвестиционных фондов // Рынок ценных бумаг. - 2003. -№7.
46. Траст и его использование – международная практика. <http://www.roche-duffay.ru/articles/trust.htm>
47. Траст (доверительное управление). <http://www.iet.ru/usaid/corporate/corporate.html>
48. Управление активами клиента. Приоритет надежности // Рынок ценных бумаг. -2002. -№10.
49. Фунтикова Н.В. О регулировании доверительной собственности и договора доверительного управления имуществом // Журнал российского права.-2002.-№12
50. Шрапкин А. Стратегии управления активами // Рынок ценных бумаг. -2000. -№19.

Приложения.