Новиков Юрий Михайлович. Доверительное управление средствами частных инвесторов на фондовом рынке: регулирование и механизмы реализации : регулирование и механизмы реализации : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2004 210 с. РГБ ОД, 61:05-8/337

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретико-методологические аспекты доверительного управления имуществом 12

1.1. Развитие института доверительного управления в России 12

1.2. Современная концепция экономических отношений по доверительному управлению имуществом 25

1.3. Предпосылки возникновения и формы организации доверительного управления на рынке ценных бумаг 38

Глава 2. Регулирование доверительного управления на фондовом рынке 49

2.1. Субъекты и объекты доверительного управления на рынке ценных бумаг 49

2.2. Законодательство о доверительном управлении на фондовом рынке: состояние и пути совершенствования 69

2.3. Договор доверительного управления ценными бумагами: содержание и особенности в условиях свободного рынка 78

Глава 3. Механизмы реализации доверительного управления средствами частных инвесторов 93

3.1. Доверительное управление средствами коллективных инвесторов 93

3.2. Индивидуальное управление средствами частных инвесторов 125

3.3. Развитие методов формирования инвестиционного портфеля ценных бумаг при доверительном управлении 139

3.4. Разработка предложений по стимулированию доверительного управляющего и оценке эффективности его

деятельности 160

Заключение 182

Список литературы и источников 190

Приложения

**Введение к работе**

Актуальность исследования. Трансформационные процессы в российской экономике вызвали появление на фондовом рынке новых видов профессиональной деятельности, к числу которых относится доверительное управление. Как вид профессиональной деятельности и одна из форм управления капиталом доверительное управление ценными бумагами все больше привлекает внимание субъектов экономических отношений. Это связано с тем, что в процессе рыночного реформирования увеличивается прослойка частных инвесторов, нуждающихся в квалифицированных услугах по доверительному управлению, позволяющему существенно повысить эффективность использования многообразных форм собственности. Вместе с тем, практика показывает, что институт доверительного управления требует углубленного теоретического осмысления, анализа и обобщения опыта применения, которые позволят решить ключевые проблемы его функционирования в специфических условиях развивающегося фондового рынка России. К последним следует отнести проблему собственности в системе доверительного управления, совершенствования экономических отношений и ответственности сторон по управлению имуществом, формирования портфеля ценных бумаг, стимулирования и оценки деятельности управляющего и другие. Без квалифицированного решения этих вопросов увеличивается риск деятельности и снижается эффективность операций по доверительному управлению, сдерживается диверсификация и динамичное предоставление соответствующих услуг, что, в итоге, препятствует целенаправленному становлению фондового рынка.

Конструкция доверительного управления характеризуется особой системой законодательного и нормативного регулирования, учитывающей сложность управления таким объектом как ценные бумаги. К настоящему времени доверительное управление на фондовом рынке осуществляется в трех основных формах, призванных выполнять сходные функции и бази рующихся на одних и тех же правовых координатах: это индивидуальное (персонифицированное) управление, осуществляемое в качестве профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, коллективное доверительное управление паевых инвестиционных фондов (ПИФов), а также доверительное управление по схеме общих фондов банковского управления (ОФБУ). Объединяя один и тот же объект, эти формы управления требуют, в свою очередь, единой системы законодательного регулирования с учетом особенностей каждой из них. Однако, наличие противоречий в регулирующем законодательстве, разбросанность норм, регламентирующих доверительное управление ценными бумагами по отдельным законам и подзаконным актам, их расплывчатость и зачастую неопределенность неизбежно порождают сложности в практическом применении доверительного управления ценными бумагами. Затронутые вопросы также требуют изучения с тем, чтобы с учетом законодательной практики и устоявшихся правовых традиций найти оптимальные решения этих проблем доверительного управления во всех его формах.

Особую важность для повышения эффективности доверительного управления в условиях нестабильного фондового рынка приобретает развитие методов формирования инвестиционных портфелей ценных бумаг, обеспечивающих их высокую доходность и снижение рыночного риска. В этой связи возрастает роль производных фондовых инструментов, в частности, опционов, позволяющих максимизировать ожидаемую прибыль для заданного уровня риска портфеля при проведении активных операций на срочном рынке.

Выявленный круг проблем доверительного управления и необходимость их научно-обоснованного решения определяют актуальность исследования.

Степень изученности проблемы. Рассматривая доверительное управление на рынке ценных бумаг, следует отметить, что данная тема изучена еще недостаточно. Значительный вклад в разработку ее теоретических и практических аспектов внесли отечественные и зарубежные ученые Л.Н.Абалкин, Л.В.Акимова, М.Ю.Алексеев, Б.И.Алехин, В.Г.Белкин, А.А.Голубович, В.А.Дозорцев, Е.Ф.Жуков, Н.Д.Колесов, О.Н.Константинов, О.И.Лаврушин, Я.М.Миркин, Е.А.Суханов, Б.Б.Рубцов, В.Н.Черковец, Дж.К.Ван Хорн, Дж.Лейдерман, Дж.Смит, Д.Д.Мерфи, М.С.Джайлс, Д.Флеминг, Ш.П.Пратт, К.Рэдхед У.Шарп, Г.Александер, Дж.Бейли, Д.Позднер, Р. Роуз и др. Несмотря на большое число публикаций, отсутствуют научные работы, комплексно рассматривающие доверительное управление средствами частных инвесторов в системе экономических отношений, его экономико-правовое регулирование и механизмы реализации. Необходимость дальнейших разработок в этом направлении предопределила цель и задачи исследования.

Целью диссертационного исследования является разработка научно-методических предложений по совершенствованию доверительного управления средствами частных инвесторов на фондовом рынке в единстве коллективных и персонифицированных технологий.

Задачами исследования, вытекающими из сформулированной цели, являются:

- анализ предпосылок развития и становления доверительного управления в России, раскрытие экономической сущности, концептуальных основ экономических отношений по доверительному управлению имуществом;

- определение функций доверительного управления в воспроизводственном процессе и факторов, обусловивших возникновение его на рынке ценных бумаг;

- рассмотрение и уточнение статуса каждого из субъектов и сущности объектов доверительного управления на фондовом рынке;

- уточнение понятия доверительного управления средствами частных инвесторов на рынке ценных бумаг и раскрытие понятия «коллективный инвестор»;

- проведение анализа нормативно-правовой базы доверительного управления на рынке ценных бумаг, выявление характерных тенденций и перспектив ее развития;

- раскрытие экономического содержания, особенностей формирования, требований к составу и структуре и классификации инвестиционных фондов по критерию объектов инвестирования средств коллективных инвесторов и разработка предложений по развитию коллективных форм инвестирования;

- изучение практики портфельных стратегий при индивидуальном доверительном управлении, границ и особенностей их использования и разработка метода формирования портфеля ценных бумаг и увеличения доходности финансовых операций с помощью производных фондовых инструментов и экономико-математического моделирования;

- разработка программного обеспечения для реализации модели максимизации прибыли при формировании портфеля с использованием производных фондовых инструментов;

- разработка методических основ стимулирования доверительного управляющего и оценки эффективности доверительного управления ценными бумагами.

Объектом диссертационного исследования являются отношения по доверительному управлению на рынке ценных бумаг.

Предметом исследования выступают экономико-правовые аспекты регулирования и механизмы реализации доверительного управления ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги.

Теоретической и методической основой исследования явились фундаментальные положения трудов отечественных и зарубежных ученых по вопросам доверительной собственности и доверительного управления, экономики, финансового рынка и его важнейшего сегмента — рынка ценных бумаг, инвестиций и портфельного инвестирования в ценные бумаги; концептуальные подходы, реализованные в законодателых и нормативных актах РФ, методических документах органов государственного управления; диалектический метод познания и эволюционно-системныи подход к анализу экономико-правовых категорий с применением принципа единства исторического и логического; экономико-математические методы диверсификации инвестиционных портфелей.

Фактологической и статистической базой исследования послужили: законодательные акты и нормативно-методические материалы ФКЦБ России, Центрального банка РФ, Министерства РФ по налогам и сборам, Минфина РФ, материалы Госкомстата РФ1, отчетные данные инвестиционных компаний и финансово-кредитных организаций; материалы саморегулируемых организаций - Национальной фондовой ассоциации (НФА), Национальной лиги управляющих (НЛУ), Профессиональной ассоциации регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД); электронные источники информации сети «Интернет»; авторские аналитические разработки по теме исследования.

Научная новизна исследования заключается в обобщении и развитии сложившихся форм и методов доверительного управления средствами частных инвесторов в системе экономических отношений современного фондового рынка, включая обоснование подходов к регулированию и формированию механизмов реализации доверительного управления.

Основные научные результаты (конкретный личный вклад соискателя в разработку решаемых проблем), выносимые на защиту, состоят в следующем:

- раскрыты основные предпосылки становления доверительного управления имуществом, в качестве которых выступают новые экономические отношения и появление разнообразных форм собственности, научные исследования отечественных и зарубежных ученых, различный уровень эффективности управления собственностью, стремление собственника к наиболее выгодному управлению принадлежащим ему имуществом;

- определены концептуальные основы и закономерность существования экономических отношений по доверительному управлению имуществом, для реализации которого необходимо наличие субъектов доверительных отношений, объектов управления, факта управления имуществом или правами, передачи учредителю управления дохода или иной выгоды от использования имущества. Закономерность существования отношений по управлению имуществом обусловлена потребностью собственника доверить управление своей собственностью профессионалам на условиях гарантированности выполнения обязательств, которые смогут распорядиться ею с максимальной эффективностью;

- систематизированы факторы возникновения доверительного управления на фондовом рынке, в том числе становление самого рынка, развитие его основного атрибута - ценных бумаг и концентрации их в руках широкого слоя собственников; интерес профессионалов к оказанию соответствующих услуг как виду коммерческой деятельности и получению дохода без привлечения собственных ресурсов; развитие законодательной базы доверительного управления, а также выход России на мировую экономическую арену;

- уточнено определение доверительного управления средствами частных инвесторов на фондовом рынке и дано определение понятию «коллективный инвестор», под которым понимается осознанное и целенаправленное вложение средств инвесторами в финансовый институт, объединяющий эти средства в единый денежный пул с последующим их размещением на фондовом рынке или инвестированием в объекты недвижимости;

- установлено, что из многообразия форм коллективного инвестирования основной формой являются инвестиционные фонды трех типов - открытые, интервальные и закрытые. Выявлены отличительные особенности и такие положительные характеристики этих фондов, как повышенная защита прав инвесторов, ликвидность инвестиций, диверсификация активов, отсутствие двойного налогообложения, доступность для населения. Предложены направления развития коллективных форм инвестирования: повышение информированности населения о ПИФах и его инвестиционной грамотности, развитие агентской сети и создание в регионах фондовых магазинов, разработка регулятором фондового рынка нормативной базы, упрощающей процедуры приобретения и погашения паев и их вторичного обращения;

- раскрыты особенности, механизм и портфельные стратегии индивидуального доверительного управления средствами частных инвесторов, его отличие от ПИФов; уточнено содержание договора и инвестиционной декларации, предложена схема налогообложения дохода;

- разработаны методические основы стимулирования управляющего, базирующиеся на зависимости вознаграждения от суммы полученной прибыли, а не от дохода;

- предложены методические рекомендации по оценке эффективности доверительного управления ценными бумагами, в которых в качестве обобщающего показателя доверительного управления выступает индекс эффективности, определяемый отношением совокупного дохода за период управления к первоначальным инвестициям в портфельные ценные бумаги;

выполнена методическая постановка задачи и разработана экономико-математическая модель максимизации прибыли, базирующаяся на формуле Блека-Шоулза и позволяющая повысить доходность портфеля ценных бумаг при фиксированном уровне риска и использовании производных фондовых инструментов. Для реализации модели разработан и внедрен программный продукт автоматизированного рабочего места портфельного управляю щего, учитывающий специфику работы на российском срочном рынке на современном этапе;

- даны предложения по направлениям развития законодательства, регулирующего отношения по доверительному управлению на фондовом рынке.

Практическая значимость диссертации состоит в развитии методических основ доверительного управления средствами частных инвесторов, разработке методики стимулирования доверительного управляющего и рекомендаций по оценке эффективности его деятельности, в обосновании использования опционов при формировании инвестиционных портфелей ценных бумаг и снижении их рисков. Результаты работы могут быть использованы при совершенствовании законодательства и нормативных актов о доверительном управлении, в учебно-методической работе в ходе преподавания соответствующих учебных дисциплин в высшей школе и при подготовке учебных пособий.

Апробация и внедрение результатов исследования. Основные теоретические положения и практические рекомендации диссертационного исследования апробировались на всероссийских и международных научно-практических конференциях: «Региональный аспект фондового рынка РФ: совершенствование корпоративных отношений» (Казань, август 2003г.); научно-практической конференции «Рост капитализации российской экономики» (Москва, февраль 2004г.); международной конференции «Теория и практика торговли опционами» (Москва, май 2004г.); международной конференции «Private banking» (Португалия, июнь 2004г.); первой региональной конференции участников финансовых рынков «Развитие финансовых рынков: диалог с регулятором» (Казань, июль 2004г.).

Соискателем разработана программа теоретико-практического семинарского курса повышения квалификации специалистов фондового рынка «Основы рынка производных финансовых инструментов. Практика торговли фьючерсами и опционами на срочном рынке FORTS». Семинары проводятся ИФК «Солид» при поддержке НИ «Фондовая биржа РТС» и Информагентства «МФД-ИнфоЦентр». Разработанная экономико-математическая модель максимизации прибыли и программное обеспечение для ее реализации внедрены в ИФК «Солид».

По теме диссертации опубликовано 5 работы общим объемом 1,2 п.л.

## Развитие института доверительного управления в России

Институт доверительного управления имуществом в России, прежде чем получить законодательное закрепление в Гражданском кодексе Российской Федерации (далее - ГК), прошел сложный путь развития и становления. Его появление было вызвано коренными изменениями в отечественной экономике, в составе собственности и понимании права собственности, изменением системы хозяйственного руководства и управления. На начальном этапе экономических реформ доверительные отношения зачастую складывались стихийно под воздействием жестких требований рынка, в условиях правового вакуума и отсутствия единообразного подхода со стороны участников экономических отношений и со стороны законодателя.

Между тем, в России уже существовала практика управления имуществом, которая вместе с научными исследованиями и мировым опытом в этой области явилась основой формирования в стране института доверительного управления имуществом. Рассмотрим в кратких чертах предпосылки формирования этого института.

Если обратиться к российской истории, то можно обнаружить, что дореволюционным экономико-правовым отношениям не были известны институты доверительного управления и траста, т.е. управления доверительной собственностью. Однако в российском праве существовали отношения, связанные с управлением чужим имуществом в чужих интересах, а также вещные права пользования чужими вещами. К числу вещных прав относились сервитуты - вещные права пользования чужими вещами в интересах определенных лиц. Сервитут не распространялся на право распоряжения, потому что это право всегда оставалось за собственником. Существовали различные виды сервитутов, различающиеся по степени разделения правомочий между собственником и пользователем, например, пользование - срочное пользование вещью с извлечением доходов, которое впоследствии воплотилось в правах хозпредприятий на закрепленное за ними государственное имущество (право оперативного управления, хозяйственного ведения). Эти конструкции допускали в разной мере расчленение правомочий, но право собственности всегда оставалось у самого собственника.

Среди институтов, существовавших в России и связанных с управлением имуществом, следует также доверенность; деятельность по управлению имуществом лица, состоящего под опекой; деятельность душеприказчика по завещанию. Для них характерно совершение определенных действий в отношении чужого имущества, что в той или иной мере напоминает современную конструкцию доверительного управления. Сходство можно обнаружить в назначении фигур опекуна, душеприказчика и доверительного управляющего, в составе их полномочий, а также в составе отношений с третьими лицами.

Таким образом, можно отметить, что в дореволюционном праве России существовали как вещные права на чужие вещи, так и обязательственная модель по управлению имуществом, оказавшие впоследствии определенное влияние на формирование института доверительного управления имуществом, который унаследовал отдельные их признаки.

Послереволюционные экономико-правовые отношения России также не знали института доверительного управления имуществом, что, в первую очередь, было связано с общим воззрением на право собственности, единым и единственным субъектом которого признавалось само государство.

Остановимся вкратце на рассмотрении права собственности как экономической категории в той мере, в какой оно явилось предпосылкой и фундаментальной теоретической основой, оказавшей влияние на формирование института доверительного управления имуществом. Гражданский кодекс РСФСР 1922г. так определил право собственности: «Собственнику принадлежит в пределах, установленных законом, право владения, пользования и распоряжения имуществом». Необходимо в этой связи подчеркнуть следующее. Несмотря на то, что советское гражданское право не признавало существования такой категории, как вещные права, для имущества хозяйствующих субъектов был установлен режим оперативного управления, содержание которого определялось как владение, пользование и распоряжение закрепленным за ними имуществом из единого фонда государственной собственности. Собственник - государство, предоставляя государственное имущество в оперативное управление, наделяло хозяйствующие субъекты всеми правомочиями, присущими праву собственности, сохраняя за собой право собственности на это имущество. В последствии, с принятием Закона РСФСР от 24.12.1990г. «О собственности в РСФСР», из права оперативного управления дополнительно к нему «выросло» право полного хозяйственного ведения, находящееся в тех же правовых координатах, что и оперативное управление, но более широкое по содержанию.

Таким образом, отечественная экономико-правовая доктрина определяет право собственности как единое и неделимое с традиционной триадой полномочий, а взгляд на элементы собственности и права собственности в виде владения, пользования и распоряжения является достаточно устоявшимся. Такой взгляд на собственность и право собственности способствовали развитию отечественной конструкции доверительного управления имуществом и явились одной из его теоретических предпосылок.

Следующей предпосылкой формирования доверительного управления в России явилось становление рыночных отношений, экономические реформы, расширение перечня объектов гражданских правоотношений, а также стремление к наиболее эффективному управлению собственностью в условиях усложнившегося хозяйственного оборота и мировой экономической интеграции. Государственный сектор экономики не мог развиваться также интен сивно, как частный, жесткость производственных и управленческих структур уже не отвечала современным требованиям, создавая препятствия для экономического роста; для дальнейшего удовлетворительного функционирования экономики необходимы были дополнительные инвестиции. Существовавшие в российском законодательстве институты уже не могли в полной мере удовлетворять постоянно растущие потребности развивающейся экономики.

Смена социально-экономической модели хозяйствования потребовала, прежде всего, глубокой перестройки отношений собственности, что, в свою очередь, не могло не отразиться на праве собственности. Увеличилась степень его дифференциации, в результате которой появились новые формы собственности. В.П.Мозолин отмечал, что «в переходный период, ведущий к новой экономике и новой организации общества, невозможно сразу же выйти на применение тех форм собственности, которые характерны для обществ с уже сложившейся рыночной экономикой... Переходный период от одного общества к другому обычно характеризуется многообразием форм собственности...»1. Закон РСФСР «О собственности в РСФСР» в статье 2 провозгласил, что имущество может находиться в частной, государственной, муниципальной собственности, а также в собственности общественных объединений (организаций). С принятием этого закона безраздельное господство государственной собственности ушло в прошлое.

## Субъекты и объекты доверительного управления на рынке ценных бумаг

Для экономико-правовых отношений доверительного управления характерны три субъекта - учредитель доверительного управления, доверительный управляющий и выгодоприобретатель. В качестве любого из названных участников доверительного управления могут выступать юридические лица, а физические лица могут выступать только учредителями управления и выгодоприобретателями.

Рассмотрим статус каждого из субъектов доверительного управления.

Учредителем доверительного управления является лицо, передающее ценные бумаги в доверительное управление. Каких-либо особых требований к учредителю управления законами и иными нормативно-правовыми актами о доверительном управлении не установлено. Вместе с тем, при решении вопроса о возможности того или иного собственника выступать в качестве учредителя доверительного управления следует обращаться к общим нормам о дееспособности граждан и правоспособности юридических лиц.

По общему правилу учредителем управления является собственник передаваемых в доверительное управление ценных бумаг. При этом, в качестве учредителя управления может выступать не только единоличный собственник ценных бумаг, но и лица, которым передаваемые в управление ценные бумаги принадлежат на праве общей собственности.

Вместе с тем, закон предусматривает ряд случаев, когда учредителем доверительного управления выступает не собственник передаваемого в управление имущества, а иное лицо. Эта норма применима и к передаче в доверительное управление ценных бумаг, однако касается она тех ситуаций, когда ценные бумаги не выступают в качестве самостоятельного объекта управления, а входят в состав иного имущества, передаваемого в доверительное управление. ГК называет несколько таких случаев, прямо устанавливая, что такому лицу принадлежат права учредителя управления. Согласно ст. 1026 ГК к таким случаям относятся:

- необходимость постоянного управления имуществом подопечного в случаях, предусмотренных ст. 38 ГК, и имуществом безвестно отсутствующего лица, признанного таковым в установленном порядке (ст. ст. 42, 43 ГК). При этом учредителем доверительного управления выступает орган опеки и попечительства;

- учреждение доверительного управления на основании завещания, в котором назначен его исполнитель (душеприказчик). В этом случае доверительное управление учреждается исполнителем завещания (душеприказчиком).

Ситуация, когда учредителем управления является не собственник имущества, имеет место при передаче в доверительное управление акций приватизированных предприятий, закрепленных в государственной собственности. Порядок такой передачи регулируется Указом Президента РФ от 09.12.1996г. № 1660 «О передаче в доверительное управление закрепленных в федеральной собственности акций акционерных обществ, созданных в процессе приватизации» и постановлением Правительства РФ от 07.08.1997г. № 989 «О порядке передачи в доверительное управление закрепленных в федеральной собственности акций акционерных обществ, созданных в процессе приватизации, и заключении договоров доверительного управления этими акциями». Учредителем доверительного управления от имени Российской Федерации выступает исполнительный орган власти по управлению государственным имуществом, заключающий договор управления с победителем конкурса на право заключения договоров доверительного управления акциями, закрепленными в федеральной собственности. Аналогично решается во прос при передаче в доверительное управление акций, закрепленных в собственности субъектов РФ и в муниципальной собственности.

Обсуждая вопрос о доверительном управлении, осуществляемом в качестве профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, следует обратить внимание на следующее обстоятельство. Положение о доверительном управлении ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги1 под учредителем управления понимает только собственника передаваемых в доверительное управление ценных бумаг, не допуская возможности учреждения доверительного управления иным лицом. Представляется, что в целом такой подход, являясь правильным, не учитывает, однако, особенности учреждения доверительного управления закрепленными в государственной (муниципальной) собственности акциями приватизированных предприятий. Из буквального толкования этой дефиниции следует, что рассматриваемое Положение не может распространяться на случаи, когда учредителем управления является не сам собственник ценных бумаг, а иное лицо. Вместе с тем, п. 2.1. этого же Положения предусматривает, что объектами доверительного управления в соответствии с ним могут быть ценные бумаги, находящиеся в государственной (муниципальной) собственности. Указанные противоречия, очевидно, могут быть устранены путем корректировки понятия учредителя управления оговоркой, указывающей на ситуации, в которых в качестве доверительного управляющего выступает не сам собственник, а иное лицо в специально установленном порядке.

## Доверительное управление средствами коллективных инвесторов

Важнейшую роль в перемещении средств в рамках финансовой системы играют финансовые посредники (институты), взаимодействующие с хозяйствующими субъектами, населением и между собой. Их деятельность по сути сводится к аккумулированию небольших сбережений многих мелких владельцев (инвесторов) и последующему долгосрочному инвестированию аккумулированных средств.

Можно выделить три наиболее общих типа финансовых посредников. Это посредники депозитного типа, к которым относятся коммерческие банки, сберегательно-кредитные ассоциации, взаимные сберегательные банки, кредитные союзы. Другой тип финансовых посредников - контрактно-сберегательные. Ими могут быть компании по страхованию жизни и имущества, пенсионные фонды. И, наконец, к посредникам инвестиционного типа относятся взаимные (паевые) фонды, трастовые фонды, инвестиционные компании закрытого типа.

В принципе указанные типы финансовых посредников можно рассматривать как коллективных инвесторов, поскольку все они так или иначе мобилизуют разрозненные средства многих субъектов для последующего целенаправленного инвестирования.

Однако наиболее точно соответствует понятию коллективного инвестора именно последний тип посредников - инвестиционные. В данном случае понятие «коллективный инвестор» подразумевает осознанное и целенаправленное вложение средств (сбережений) мелким инвестором в определенное предприятие (фонд) в расчете на последующие коллективные прибыльные вложения аккумулированных средств. Единственным документом, где дается какое-либо правовое толкование понятия «коллективный инвестор», является Комплексная программа мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров, утвержденная Указом Президента РФ № 408 от 21.03.96г. В соответствии с Комплексной программой к коллективным инвесторам относятся паевые инвестиционные фонды, кредитные союзы, акционерные инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды1.

Под коллективными инвесторами понимают финансовые институты, привлекающие средства большого числа инвесторов для объединения их в единый денежный пул с последующим размещением на рынке ценных бумаг и (или) инвестированием в объекты недвижимости.

В настоящее время финансовый рынок России включает следующих коллективных инвесторов: страховые компании, негосударственные пенсионные фонды, инвестиционные фонды (паевые и акционерные), кредитные союзы и общества взаимного страхования. Сюда же некоторые специалисты относят, правда, с оговорками, общие фонды банковского управления (ОФБУ), а также профессиональных участников фондового рынка, осуществляющих доверительное управление средствами частных инвесторов.

Между этими видами коллективных инвесторов существуют определенные различия в жизнеобеспечивающей инфраструктуре, методах и способах работы с привлеченными средствами клиентов, используемой технологии продаж, а также в составе потенциальных клиентов. Инфраструктура коллективного инвестора подчинена цели эффективного управления аккумулированными ресурсами и состоит, как правило, из управляющей компании, осуществляющей доверительное управление, депозитария, регистратора, независимого оценщика и аудитора. При этом доверительное управление собранными средствами выделилось в самостоятельную область деятельности, для осуществления которой управляющей компании необходимо получить специальную лицензию.

Следует отметить, что фундаментальной основой формирования института доверительного управления средствами коллективных инвесторов явился накопленный мировой опыт и существовавшая в России определенная практика. Их рассмотрение является принципиально важной предпосылкой становления и дальнейшего развития доверительного управления как института фондового рынка.

Обсуждая мировой опыт управления имуществом, и прежде всего средствами инвесторов, заметим, что термин «доверительное управление», как отмечалось, характерен для российской экономической системы. В ряде зарубежных стран для обозначения операций доверительного управления используется термин «траст» (trustee). Отметим также, что история доверительного управления имуществом насчитывает много веков, хотя его цивилизованное развитие и применение, придание ему экономико-правовых рамок с учетом типа правовой системы началось в западных странах и прежде всего в Великобритании, Германии и США в прошлом веке. Однако широкую популярность и распространение этот вид доверительных услуг получил с середины 40-х годов XX века.