

НЕКОТОРЫЕ ПРОБЛЕМЫ ДОВЕРИТЕЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

Аннотация.

Актуальность и цели. Доверительное управление ценными бумагами является одной из наиболее спорных категорий юридической науки. Современное гражданское законодательство содержит много оценочных норм доверительного управления ценными бумагами. Толкование и конкретизация понятий является сложным процессом. Закон не допускает осуществление гражданских прав с намерением нанести вред иному лицу, а также злоупотребление правом в иных формах, в том числе в форме обхода закона. Цель исследования заключается в поиске путей совершенствования регулирования отрасли доверительного управления.

Материалы и методы. Реализация исследовательских задач была достигнута на основе анализа основных нормативно-правовых актов, в которых происходит обоснование и развитие теории доверительного управления. Особое место в рамках настоящего исследования занимают труды таких авторов, как В. Л. Вольфсон, В. А. Дозорцев, А. П. Иншев, А. С. Кубков, Е. С. Пьяных, А. М. Соловьев и др. Методологический потенциал включает методы сравнительно-правового анализа, который позволяет сопоставить содержание и значение для развития теории и практики регулирования доверительных правоотношений.

Результаты. В процессе проведенного исследования было выявлено, что все изменения в отрасли доверительного управления основаны на необходимости усиления регулирования инвестиционной сферы финансового рынка. Одной из ключевых задач улучшения урегулирования доверительного управления является повышение уровня защиты инвестора, не имеющего статуса квалифицированного инвестора. Увеличение числа розничных инвесторов обусловливается введением в законодательство понятия «индивидуальный инвестиционный счет». Оценка опыта регулирования индивидуального доверительного управления в развитых странах дает возможность найти и выстроить оптимальные стратегии реформирования данной сферы деятельности. Сложный уровень регулирования вызывает существенные изменения в данной сфере деятельности, в том числе консолидацию организаций, расширение тактических инвестиций с целью преодоления вызовов регулирования и налаживания взаимоотношений регуляторов не только с управляющими, но и с клиентами. Механизм доверительного управления не способен гарантировать сохранность инвестированных средств. При этом он должен защищать клиентов от недобросовестных участников рынка и случаев манипулирования. Так как эти вопросы не в полном объеме решены на законодательном уровне, то в настоящее время регулирование дорабатывается на уровне подзаконных актов и указаний Банка России.

Выводы. В ходе исследования выявлено, что отсутствие правового регулирования особенностей доверительного управления ценными бумагами на уровне федерального закона, предусмотренного ст. 1025 ГК РФ, открывает возможности для регламентации данных правоотношений с помощью указов Президента РФ и изданных на их основе и в целях их исполнения постановлений Правительства РФ. Любое из изменений регулирования должно быть ос-

новано на следующих постулатах: а) повышение защищенности инвестора; б) нацеленность на рост конкурентоспособности; в) снижение издержек; г) формирование механизмов регулирования, соответствующих лучшим мировым практикам. Данные механизмы регулирования в долгосрочной перспективе позволят сформировать конкурентоспособный финансовый рынок в России и широкую категорию внутренних инвесторов.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, центральный депозитарий, торговое хранилище, внутренний инвестор, институциональный инвестор, финансовый кризис, международные санкции, доверительное управление.

L. T. Kokoeva, A. E. Kolieva

SOME PROBLEMS OF TRUST MANAGEMENT OF SECURITIES

Abstract.

Background. Trust management of securities is one of the most controversial categories of legal science. Modern civil law contains many valuation norms for the fiduciary management of securities. Interpretation and concretization of concepts is a complex process. The law does not allow the exercise of civil rights with the intent to harm another person, as well as the abuse of law in other forms, including in the form of circumvention of the law. The purpose of the study is to find ways to improve the regulation of the trust management industry.

Materials and methods. The implementation of research tasks was achieved on the basis of an analysis of the main regulatory legal acts in which the theory of trust management is justified and developed. A special place in the present study is occupied by the works of such authors as V. L. Volfson, V. A. Dozortsev, A. P. Inshev, A. S. Kubkov, E. S. Pyanikh, A. M. Soloviev and others. The methodological potential includes methods of comparative legal analysis that allow one to compare the content and significance for the development of theory and practice of regulating trust relationships.

Results. In the course of the conducted research it was revealed that all changes in the trust management industry are based on the need to strengthen the regulation of the investment sphere of the financial market. One of the key tasks to improve the settlement of trust management is to increase the level of protection of an investor who does not have the status of a qualified investor. The increase in the number of retail investors is due to the introduction of the concept of "individual investment account" in the legislation. Evaluation of experience in regulating individual trust management in developed countries provides an opportunity to find and build optimal strategies for reforming this field of activity. A complex level of regulation causes significant changes in this area of activity, including the consolidation of organizations, the expansion of tactical investments in order to overcome regulatory challenges and establish relationships between regulators, not only with managers, but also with clients. The mechanism of trust management can not guarantee the safety of the invested funds. At the same time, he must protect clients from unscrupulous market participants and cases of manipulation. Since these issues have not been fully resolved at the legislative level, now the regulation is being finalized at the level of by-laws and instructions of the Bank of Russia.

Conclusions. The study revealed that the lack of legal regulation of the features of trust management of securities at the level of the federal law provided for in Art. 1025 of the Civil Code of the Russian Federation, opens up opportunities for the regulation of these legal relations with the help of presidential decrees and the resolutions of the Government of the Russian Federation published on their basis and for

their implementation. Any of the regulatory changes should be based on the following postulates: a) increasing the investor's security; b) focus on increasing competitiveness; c) reduction of costs; d) the formation of regulatory mechanisms corresponding to the best world practices. These regulatory mechanisms in the long term will allow to form a competitive financial market in Russia and a broad category of domestic investors.

Key words: securities market, central depository, commercial depository, internal investor, institutional investor, financial crisis, international sanctions, trust management.

Рынок ценных бумаг в России подвергся фундаментальным изменениям. Сформирован центральный депозитарий, создано торговое хранилище, внесены поправки в законодательные акты об организованных торгах и деятельности, связанной с безналичными расчетами, т.е. клиринге.

В целях данных преобразований заложено построение инфраструктуры, соответствующей лучшему современному зарубежному опыту, а также привлечение иностранных инвесторов.

В настоящий момент проводятся мероприятия по регулированию работы финансовых посредников. Уже классифицированы требования к собственным средствам профессиональных участников, определены требования к капиталу для брокеров, которые совершают ограниченный спектр операций.

Однако стоит отметить, что большинство российских инвесторов относятся с недоверием к фондовому рынку России, притом что благодаря инвестициям в период кризиса в 2008 г. инвесторы смогли получить высокий доход [1].

Увеличение числа розничных инвесторов обуславливается и введением в законодательство понятия «индивидуальный инвестиционный счет».

В реальных условиях развитие рынка будет определяться привлечением внутренних инвесторов – институциональных и розничных.

Привлечение институциональных инвесторов непосредственно зависит от имеющихся долгосрочных финансовых ресурсов.

Розничные инвесторы могут инвестировать средства в инструменты фондового рынка при увеличении доходов и наличии оптимального соотношения уровней доходности и рисков на финансовом рынке.

Уже созданы механизмы, которые способствуют защите прав инвесторов и сохранению их накоплений [2].

Законодательством предусмотрено разделение средств инвесторов и брокеров. В учете и хранении ценных бумаг задействованы депозитарии и регистраторы, а не финансовые посредники, подвергающиеся влиянию конъюнктуры.

Но, несмотря на разграничение средств, в случае банкротства денежные средства и ценные бумаги не всегда имеется возможность возвратить клиентам [3].

Индивидуальное доверительное управление ориентировано на состоятельных граждан. Оно не предполагает гарантированных доходов и рассматривается как достаточно рискованный инструмент, доступный лишь обеспеченным гражданам [4].

В ст. 5 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» выдвинуты общие требования к управляющему, в том числе недопу-

шение конфликта, ограничения на приобретение ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, и предоставление права обращения в суд с исками.

Доверительное управление имуществом контролируется гл. 53 Гражданского кодекса Российской Федерации. Здесь предусматривается составление договора в письменной форме с указанием на то, что все имущество, переданное в доверительное управление, должно обособляться от имущества управляющего. Доверительный управляющий может получить права собственника только в случае предоставления их собственником данного имущества.

Если управляющий не в полную силу удовлетворяет интересы учредителя управления, то он должен возместить клиенту все понесенные убытки и упущенную выгоду [5].

Все изменения в отрасли доверительного управления основаны на необходимости усиления регулирования данной сферы финансового рынка. Поставлена задача перейти от общего регулирования индивидуального доверительного управления к детальному, регламентирующему регулированию [6].

Под коллективным управлением подразумевается сложная процедура объединения имущества пайщиков. Вместе с классифицированием функций управляющей компании и депозитария, контролирующего ее деятельность, и периодической оценкой стоимости активов фондов внедряются требования к составу и структуре фондов для отдельного типа и вида фонда.

Установлены ограничения по рискам, которые входят в состав фондов разных производных финансовых инструментов путем установления взаимоотношений величин открытой длинной и короткой позиций. Однако индивидуальное доверительное управление строится на других принципах.

Условия управления в договоре доверительного управляющего согласовывают доверитель и управляющий. Управляющий может обладать широкими полномочиями по ведению своей деятельности, но договором, а также нормативными актами возможно установление неких ограничений [7].

Но все же одной из ключевых задач улучшения урегулирования доверительного управления является повышение уровня защиты инвестора, не имеющего статуса квалифицированного инвестора.

Оценка опыта регулирования индивидуального доверительного управления в развитых странах дает возможность найти и выстроить оптимальные стратегии реформирования данной сферы деятельности.

В последнее время наблюдается усиленный контроль над участниками финансового рынка. Регуляторы развитых стран, такие как, например, США, вводят жесткие санкции за сговоры участников финансовых рынков, ложные продажи и иные способы манипулирования. Информация о манипулировании подрывает доверие клиентов к финансовым организациям и, в частности, к управляющим.

Снижение уровня доходности и рост издержек управляющих активами связаны с возникновением доверительного управления новых участников, ростом конкуренции, увеличением затрат вследствие усложнения регулирования и ориентацией на индивидуальные потребности клиентов [8].

Введение новых, более строгих норм налогообложения в развитых странах вытесняет клиентов в офшорные зоны и развивающиеся страны [9].

В число нововведений входит расширение числа лиц, использующих услуги индивидуального управления. Ведь еще некоторое время назад доверительное управление было ориентировано лишь на состоятельных граждан с возможностью передачи управляющему более 1 млн долл.

На сегодняшний момент среди клиентов управляющих организаций появляются лица, которые аккумулируют свои пенсионные накопления, заключают договоры в целях управления наследством и пр.

Инвесторы хотят иметь преимущества в виде добавленной стоимости, которая обеспечивается таким управлением. Раньше они ориентировались на доходность, получаемую как результат доверительного управления, а в сегодняшнее время причинами смены управляющего зачастую становятся плохая коммуникация между клиентом и управляющим, а также неудовлетворенность оказываемыми услугами.

При формировании портфелей, а также в целях диверсификации рисков инвесторы включают бумаги развивающихся стран с более высокими темпами роста экономики и повышенными прибылями [10].

Регуляторы, анализируя практический опыт управляющих, разрабатывают стандарты, определяют требования к уровню профессионализма и деловой репутации и прочие качественные требования.

Уровень издержек управляющих увеличивается не только из-за роста их зарплат и увеличения зарплат сотрудников структурных подразделений, но и из-за необходимости найма персонала для управления правовыми и финансовыми рисками.

Системы управления рисками сложны и дорогостоящи, они обеспечивают защиту клиентов, прозрачность и соответствие стандартам регулирования разных стран. При этом увеличивается количество трансграничных сделок.

Сейчас зарождается новая инфраструктура финансового рынка, ужесточаются требования к деятельности управляющих. Зачастую из-за частого изменения регуляторных норм регуляторы повышают неопределенность, однако сроки внедрения новой системы регулирования очень коротки.

Стоит отметить, что нововведения в регулировании зачастую оставляют мало времени для адаптации поднадзорных лиц, поэтому управляющие организации вынуждены вводить новые процедуры, обеспечивать должный уровень соблюдения правового обеспечения.

Сложный уровень регулирования вызывает существенные изменения в данной сфере деятельности, в том числе консолидацию организаций, расширение тактических инвестиций с целью преодоления вызовов регулирования и налаживания взаимоотношений регуляторов не только с управляющими, но и с клиентами.

В мировой практике отрасль управления активами при столкновении с нововведениями подвергается вынужденным изменениям, при этом корректируется и регулирование [11].

Для РФ доверительное управление – это относительно новый институт, поэтому многие вопросы регулирования остаются непонятными.

Механизм доверительного управления не способен гарантировать сохранность инвестированных средств. При этом он должен защищать клиентов от недобросовестных участников рынка и случаев манипулирования.

Так как эти вопросы не в полном объеме решены на законодательном уровне, то в настоящее время регулирование дорабатывается на уровне подзаконных актов и указаний Банка России.

На практике доверительное управление выполняется управляющими организациями на основе договора с клиентом в рамках гражданского законодательства, а также определенного регулирования в рамках Федерального закона «О рынке ценных бумаг» и ряда подзаконных актов.

Такой договор может обеспечить надежную защиту инвестора, в случае если он максимально конкретизирует и закрепит в договоре параметры доверительного управления.

В индивидуальном доверительном управлении регуляторные механизмы коллективного управления могут быть применены весьма ограниченно, потому как доверительное управление основывается на индивидуальной базе. Однако при большом количестве учредителей, а также при значительных объемах активов, находящихся в управлении, целесообразно рассмотреть вопрос о необходимости участия депозитариев для активных моделей управления.

Если первоначальная сумма инвестированных средств по окончании срока доверительного управления снижается, то появляются вопросы к результативности работы управляющих.

Расширение регулирования можно произвести по следующим направлениям:

- заполнение клиентом анкеты, позволяющей анализировать его склонность к риску;
- определение инструментов для инвестирования средств управляющим;
- установление принципов уведомления клиента управляющим при снижении стоимости активов в портфеле;
- автоматическое закрытие позиций при критическом снижении стоимости портфеля;
- ограничения на использование финансовых инструментов в соответствии с покрытием долгосрочных и краткосрочных позиций.

Необходимо на законодательном уровне определить следующие условия:

- минимальную величину первоначальной суммы вклада для доверительного управления;
- дифференцированные подходы оказания услуг доверительного управления для розничных и квалифицированных инвесторов.

Банк России разработал программу «О единых требованиях к правилам осуществления деятельности по доверительному управлению ценными бумагами», где описан современный опыт зарубежных стран.

В данном проекте отмечается, что управляющий, формирующий инвестиционный портфель клиента, учитывает и возможную доходность, и потенциальный убыток.

Если фактический риск превысил ожидаемый, то управляющий уведомляет об этом клиента, который участвует в разработке возможных корректировок инвестиционной стратегии [12].

Усиление защиты клиента может быть достигнуто и при помощи повышения обоснованности цен при приобретении активов, а также запрет на

включение в портфель активов, отчуждаемых управляющим или аффилированными с ними лицами [7].

Таким образом, любое из изменений регулирования должно быть основано на следующих постулатах:

- повышение защищенности инвестора;
- нацеленность на рост конкурентоспособности;
- снижение издержек;
- формирование механизмов регулирования, соответствующих лучшим мировым практикам.

Данные механизмы регулирования в долгосрочной перспективе позволят сформировать конкурентоспособный финансовый рынок в России и широкую категорию внутренних инвесторов.

Библиографический список

1. **Аскинадзи, В. М.** Рынок ценных бумаг : учеб.-метод. комплекс / В. М. Аскинадзи. – М. : Изд. центр ЕАОИ, 2014. – 211 с.
2. **Вольфсон, В. Л.** Противодействие злоупотреблению правом в российском гражданском законодательстве : монография / В. Л. Вольфсон. – М. : Проспект, 2015.
3. **Адриановская, Т. Л.** Современные проблемы правовой защиты женщин в сфере трудовых отношений : дис. ... канд. юрид. наук / Адриановская Т. Л. – СПб., 2005. – С. 74–78.
4. Гражданское право : учебник : в 3 т. / под. ред. А. П. Сергеева. – М. : Юрайт, 2012. – Т. 2. – 452 с.
5. **Иншев, А. П.** Институт доверительного управления в России / А. П. Иншев // Банковское право. – 2013. – № 3. – С. 14–16.
6. **Кряжков, А. В.** Доверительное управление имуществом в России / А. В. Кряжков // Государство и право. – 2014. – № 3. – С. 25–27.
7. **Кубков, А. С.** Доверительное управление ценными бумагами / А. С. Кубков // Юрист. – 2014. – № 11. – С. 4–6.
8. **Рязанов, Б.** Теории портфельного инвестирования и их применение в условиях российского рынка / Б. Рязанов // Рынок ценных бумаг. – 2013. – № 2. – С. 13–15.
9. **Романец, Ю. В.** Система договоров в гражданском праве России : монография / Ю. В. Романец. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Норма : Инфра-М, 2013.
10. **Соловьев, А. М.** Доверительное управление на рынке ценных бумаг : автореф. дис. ... канд. юрид. наук / Соловьев А. М. – Краснодар, 2014. – 50 с.
11. **Петелин, Д. В.** Правовая природа договора доверительного управления имуществом / Д. В. Петелин // Юрист. – 2014. – № 2. – С. 8–12.
12. **Пьяных, Е. С.** Договор доверительного управления имуществом в системе гражданско-правовых обязательств / Е. С. Пьяных // Юрист. – 2015. – № 8. – С. 23, 24.

References

1. Askinadzi V. M. *Rynok tsennykh bumag: ucheb.-metod. kompleks* [Securities market: teaching methodology materials]. Moscow: Izd. tsentr EAOI, 2014, 211 p.
2. Vol'fson V. L. *Protivodeystvie zloupotrebleniyu pravom v rossiyskom grazhdanskom zakonodatel'stve: monografiya* [Counteracting rights abuse in the Russian civil legislation: monograph]. Moscow : Prospekt, 2015.
3. Adrianovskaya T. L. *Sovremennye problemy pravovoy zashchity zhenshchin v sfere trudovykh otnosheniy: dis. kand. yurid. nauk* [Modern problems of legal protection of women in the field of employment relationships: dissertation to apply for the degree of the candidate of juridical sciences]. Saint-Petersburg, 2005, pp. 74–78.

4. *Grazhdanskoe pravo: uchebnik: v 3 t.* [Civil Law: textbook: in 3 volumes]. Ed. A. P. Sergeev. Moscow: Yurayt, 2012, vol. 2, 452 p.
5. Inshev A. P. *Bankovskoe pravo* [Banking Law]. 2013, no. 3, pp. 14–16.
6. Kryazhkov A. V. *Gosudarstvo i pravo* [State and law]. 2014, no. 3, pp. 25–27.
7. Kubkov A. S. *Yurist* [Jurist]. 2014, no. 11, pp. 4–6.
8. Ryazanov B. *Rynok tsennykh bumag* [Securities market]. 2013, no. 2, pp. 13–15.
9. Romanets Yu. V. *Sistema dogovorov v grazhdanskom prave Rossii: monografiya* [The system of contracts in the Civil Law of Russia: monograph]. 2nd ed., rev. and suppl. Moscow: Norma: Infra-M, 2013.
10. Solov'ev A. M. *Doveritel'noe upravlenie na rynke tsennykh bumag: avtoref. dis. kand. yurid. nauk* [Asset management in the securities market: author's abstract of dissertation to apply for the degree of the candidate of juridical sciences]. Krasnodar, 2014, 50 p.
11. Petelin D. V. *Yurist* [Jurist]. 2014, no. 2, pp. 8–12.
12. P'yanykh E. S. *Yurist* [Jurist]. 2015, no. 8, pp. 23, 24.

Кокоева Луиза Темболатовна

доктор юридических наук, профессор,
заведующий кафедрой
предпринимательского и трудового
права, Северо-Кавказский горно-
металлургический институт
(государственный технологический
университет) (Россия, г. Владикавказ,
ул. Николаева, 44)

E-mail: ltkokoeva@yandex.ru

Kokoeva Luiza Tembolatovna

Doctor of juridical sciences, professor,
head of sub-department of entrepreneurial
and labor law, North Caucasian Mining
and Metallurgical Institute (State
Technological University)
(44 Nikolaeva street, Vladikavkaz,
Russia)

Колиева Ангелина Эдуардовна

кандидат юридических наук, доцент,
кафедра земельного, трудового
и экологического права, Кубанский
государственный аграрный университет
имени И. Т. Трубилина (Россия,
г. Краснодар, ул. Калинина, 13)

E-mail: ltkokoeva@yandex.ru

Kolieva Angelina Eduardovna

Candidate of juridical sciences, associate
professor, sub-department of land, labor
and environmental law, Kuban State
Agrarian University named after
I. T. Trubilina (13 Kalinina street,
Krasnodar, Russia)

УДК 34.03

Кокоева, Л. Т.

Некоторые проблемы доверительного управления ценными бумагами / Л. Т. Кокоева, А. Э. Колиева // Известия высших учебных заведений. Поволжский регион. Общественные науки. – 2018. – № 1 (45). – С. 49–56. – DOI 10.21685/2072-3016-2018-1-6.