

*Т.В. Шавлак**

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ДОВЕРИТЕЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ФОНДАМИ И КРЕДИТНЫМИ ОРГАНИЗАЦИЯМИ

В статье проводится сопоставление двух существующих в России форм коллективного инвестирования — общих фондов банковского управления (ОФБУ) и паевых инвестиционных фондов (ПИФов). Автор раскрывает основные аспекты функционирования ОФБУ и ПИФов с точки зрения их законодательного регулирования и инвестиционной привлекательности. Сравнительный анализ ОФБУ и ПИФов показывает, что ОФБУ являются более гибким инструментом. Сделанные автором выводы свидетельствуют о том, что эта гибкость может послужить для инвестора аргументом в пользу выбора как ОФБУ, так и ПИФов.

Проблема достаточности капитала в реальном секторе экономики — это центральная проблема российской экономической науки и практики. Можно констатировать, что обеспечение саморазвития требует наращивания финансового потенциала. Вместе с тем до сих пор россияне еще не стали нацией инвесторов. Подавляющая часть граждан хранит сбережения на банковских депозитах. И хотя, как отмечает руководитель ФСФР России О. Вьюгин, в стране сформирована работоспособная инфраструктура фондового рынка, чистые активы под управлением в масштабах экономики остаются незначительными. Они составляют 14 миллиардов долларов, или 2 % от капитализации отечественных компаний [1].

Не улучшает ситуацию тот факт, что инфраструктура рынка выстроена под краткосрочные спекулятивные, а не инвестиционные операции. Кроме того, за годы рыночных преобразований в России сложилась офшорная система владения национальными активами, при которой права собственности конечных бенефициаров выведены в юрисдикцию иностранных государств.

Несмотря на указанные проблемы, интерес к инвестициям в ценные бумаги остается на достаточно высоком уровне. При этом возможны как самостоятельная игра на бирже, так и использование услуг доверительного управления. Накопленный опыт западноевропейских стран и США свидетельствует о том, что наиболее совершенной структурой управления деньгами различных инвесторов путем их концентрации, а затем формирования из них инвестиционных портфелей являются взаимные фонды [2.С.280]. Близким к ним по характеру аккумуляции и коллективного инвестирования явилось учреждение в России в конце 1995 г. паевых инвестиционных фондов. По их образцу коммерческие банки начали в конце 1997 г. создавать общие фонды банковского управления. Из ОФБУ, активно работающих на рынке, можно назвать фонды, зарегистрированные такими известными кредитными организациями, как-то: «Газпромбанк», «Зенит», «Траст», «Юниаструмбанк», «Петрокоммерц»,

* © Шавлак Т.В., 2006

Шавлак Татьяна Владиславовна — кафедра менеджмента Самарского государственного университета

«ЦентроКредит», «ЛефкоБанк», «Солидарность». В результате хотя доверительное управление, согласно ГК РФ, доступно практически всем, ДУ как бизнес, как управление (за вознаграждение) активами клиента с целью получения прибыли в России осуществляют два типа организаций: инвестиционные компании и коммерческие банки.

Учитывая повышенный интерес инвесторов к этим формам коллективного инвестирования — и к ОФБУ, и к ПИФам, — представляется целесообразным рассмотреть и провести сравнительный анализ основных вопросов при управлении фондами. Чем регулируется их деятельность, что представляют собой эти фонды, кто может быть их инвесторами, каков объект доверительного управления? Следует отметить, что деятельность общих фондов банковского управления регулируется инструкцией Центрального банка Российской Федерации «О порядке осуществления операций доверительного управления и бухгалтерском учете этих операций кредитными организациями Российской Федерации» (далее — Инструкция ЦБ РФ) [3], тогда как деятельность паевых инвестиционных фондов подпадает под регулирование Федерального закона «Об инвестиционных фондах» (далее — Закон) [4].

Анализ основных положений Инструкции ЦБ РФ и Закона показывает, что экономический механизм деятельности ПИФов и ОФБУ во многом схож. Вместе с тем есть и важные различия, существенные для инвесторов.

Инструкция ЦБ РФ определяет ОФБУ как «имущественный комплекс, состоящий из имущества, передаваемого в доверительное управление разными лицами и объединяемого на праве общей собственности, а также приобретаемого доверительным управляющим при осуществлении доверительного управления» (п. 2.5). Налицо сходство с экономической природой ПИФа: как ОФБУ, так и ПИФ представляют собой комплекс имущества, передаваемого доверительному управляющему, ни ПИФ, ни ОФБУ юридическим лицом не являются (отметим, что в отличие от Закона этот момент особо в Инструкции ЦБ РФ не оговорен). Таким образом, в обоих случаях фонды представляют собой совокупность активов, сформированную за счет объединения определенного количества отдельных вкладов юридических и физических лиц.

Инструкция ЦБ РФ разработана на основе главы 53 Гражданского кодекса РФ (часть вторая), регулирующей правоотношения, связанные с доверительным управлением имуществом. Некоторые положения этой главы таят для учредителей ОФБУ весьма неприятные «подводные камни». Так, согласно ст. 1022, «... долги по обязательствам, возникшим в связи с доверительным управлением имуществом, погашаются за счет этого имущества. В случае недостаточности этого имущества изыскание может быть обращено на имущество доверительного управляющего, при недостаточности и его имущества на имущество учредителя управления, не переданное в доверительное управление». Применительно к ОФБУ данное положение фактически означает, что подобного рода взыскание может быть обращено как на имущество учредителей управления — юридических лиц, так и на личное имущество учредителей управления — физических лиц.

Инвесторы ПИФа в настоящий момент от такой опасности избавлены, поскольку п.2 ст. 16 Закона гласит: «Долги по обязательствам, возникшим в связи с доверительным управлением имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд, погашаются за счет этого имущества. В случае недостаточности имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, взыскание может быть обращено только на собственное имущество управляющей компании».

Отсутствие статуса юридического лица у фондов можно объяснить стремлением избежать двойного налогообложения доходов фонда.

ОФБУ создаются посредством объединения имущества учредителей управления, передаваемого на определенный срок в управление доверительному управляющему — банку. Инициатива создания ОФБУ принадлежит банку. При этом решение о создании принимается правлением или иным исполнительным и распорядительным банковским органом одновременно с утверждением инвестиционной декларации фонда и Общих условий создания и доверительного управления имуществом ОФБУ (последний документ является аналогом Правил ПИФа). У ПИФов же несколько иная процедура создания [5.С.292-310].

То обстоятельство, что банк одновременно выступает и как лицо, принимающее решение о создании ОФБУ, и как доверительный управляющий упрощает и ускоряет процесс создания ОФБУ, поскольку у банка, в отличие от управляющей компании ПИФа, нет необходимости в получении специальной лицензии на управление имуществом ОФБУ. Согласно Инструкции ЦБ РФ, деятельность по доверительному управлению имуществом ОФБУ осуществляется на основании общей банковской лицензии. В общем случае каких-либо особых требований к банку — доверительному управляющему — не предъявляется. Однако банк, управляющий ОФБУ, в состав которого входят валютные ценности, должен отвечать одновременно следующим условиям (п. 6.3 Инструкции ЦБ РФ):

- работать на рынке не менее одного года с момента государственной регистрации банка;
- иметь собственный капитал не менее 100 млн руб.;
- выполнять обязательные экономические нормативы, резервные требования и обязательства перед ЦБ РФ в течение года перед датой принятия решения о создании ОФБУ (по финансовому состоянию относится к первой категории — «финансово-стабильные банки»).

Так же, как и управляющий ПИФом, банк может создавать и управлять несколькими ОФБУ (их количество не ограничивается), которые могут различаться по видам учредителей, по видам управляемого имущества и т.д. Операции и учет имущества по этим фондам ведутся отдельно.

Примечательны отличия в допустимом составе инвесторов в схемах ПИФа и ОФБУ (пайщиков и учредителей управления соответственно): в качестве инвесторов ПИФов не могут выступать государственные органы и органы местного самоуправления, а для ОФБУ действие Инструкции ЦБ РФ распространяется только на резидентов Российской Федерации. Таким образом, нерезиденты не имеют возможности напрямую выступать учредителями управления и вкладывать свои средства в ОФБУ, что снижает привлекательность ОФБУ для зарубежных инвесторов.

Важное отличие ОФБУ от ПИФа состоит в ограничении на предельный размер активов фонда. Размер активов ПИФа ничем не ограничивается, и управляющий может аккумулировать сколь угодно большую сумму активов (причем в общем случае чем больше эта сумма, тем лучше для управляющего). Связано это с тем, что эмиссия паев производится управляющим по мере необходимости и зависит только от наличия спроса. Согласно Инструкции ЦБ РФ, инвестиционная декларация ОФБУ должна содержать информацию о предельном стоимостном объеме имущества в ОФБУ. Каких-либо дополнительных пояснений этого положения в тексте Инструкции ЦБ РФ не содержится, однако, исходя из приведенной формулировки, можно предположить, что ОФБУ «закрывается» для инвестора по достижении заранее

оговоренного размера активов. Если данное предположение верно, то в этом отношении ОФБУ несколько проигрывают ПИФам, поскольку возникает ситуация ущемления прав инвесторов, хотевших, но не успевших вложить свои средства в фонд до момента его закрытия. Банк обязан зарегистрировать создаваемый им ОФБУ в территориальном отделении ЦБ РФ.

Отношения учредителя управления и банка — доверительного управляющего в ОФБУ оформляются договором о доверительном управлении, который заключается в письменном виде в порядке, установленном гражданским законодательством. При этом согласно Инструкции ЦБ РФ, для заключения договора банк может опубликовать Общие условия создания и доверительного управления имуществом ОФБУ (далее — Общие условия), которые играют роль публичной оферты. В данной формулировке стоит обратить внимание на слово «может». Если понимать это так, что банк волен по собственному усмотрению публиковать или не публиковать Общие условия, то вновь приходится делать вывод об ограничении прав инвесторов ОФБУ: на этот раз права на получение информации. Подтверждением права собственности инвестора на часть имущества ОФБУ является так называемый «сертификат долевого участия».

Механизм оформления отношений инвесторов и управляющего в ПИФе иной. До начала первичного размещения паев управляющий обязан опубликовать в средствах массовой информации правила фонда и проспект эмиссии паев (далее — Правила и Проспект). При этом Правила и Проспект не только выступают в качестве публичной оферты, но их положения также становятся условиями договора о доверительном управлении между пайщиком и управляющим, заключенного в момент оплаты паев, указанных в заявке на их приобретение. Подтверждением права собственности на часть имущества ПИФа служит выписка из реестра пайщиков ПИФа, в которой указано количество паев, находящихся на лицевом счете пайщика. Таким образом, с формальной точки зрения отношения сторон в ОФБУ фиксируются через договор, Общие условия и сертификат долевого участия, а в ПИФе — через Правила, Проспект, заявку на приобретение (выкуп), инвестиционный пай (паи) и выписку из реестра.

Вообще говоря, отношения сторон в ПИФе более формализованы, что служит основой привлечения массового мелкого инвестора. В отношениях ОФБУ и клиента очень важна проработка индивидуальных договорных отношений между банком и каждым отдельным клиентом. Это может быть выгодно при работе с крупными инвесторами, но в некоторой степени затрудняет работу с большим числом мелких инвесторов.

При выборе между ОФБУ и ПИФом для потенциального инвестора важным может оказаться фактор срочности вложений. Договор о доверительном управлении в ОФБУ заключается на определенный срок. Инвестиции в ПИФ имеют бессрочный характер, поскольку в заявке на приобретение паев не указывается, на какой срок делаются вложения. Если же пайщик пожелает получить вложенные деньги в обмен на пай, то он сможет сделать это в любой момент (речь в данном случае идет об открытых ПИФах). Следовательно, с позиций ликвидности инвестиции в ОФБУ аналогичны размещению средств на банковском депозите, а инвестиции в ПИФ — помещению денег на текущий банковский счет. Следует, правда, упомянуть, что в ОФБУ учредитель управления и доверительный управляющий имеют право в одностороннем порядке расторгать договор.

Объектами доверительного управления в ОФБУ могут быть денежные средства в рублях и иностранной валюте, ценные бумаги, природные драгоценные камни и драгоценные металлы, производные финансовые инструменты, принадлежащие резидентам РФ на правах собственности. Практически единственный актив, запрещенный для ОФБУ, — недвижимость. Как видим, «палитра» возможных объектов инвестирования в ОФБУ существенно разнообразнее, чем в ПИФе, который не имеет права вкладывать средства фонда в производные инструменты, валютные ценности и некоторые виды ценных бумаг (казначейские обязательства, акции российских инвестиционных и паи паевых фондов, векселя и депозитные сертификаты).

Инвестиционные ограничения в ОФБУ по сравнению с ПИФом минимальны. В Инструкции ЦБ РФ сформулировано практически единственное требование: доверительный управляющий не имеет права вкладывать более 15% активов ОФБУ в ценные бумаги одного эмитента либо группы эмитентов, связанных между собой отношениями имущественного контроля или письменным соглашением (п. 6.14 Инструкции ЦБ РФ). Данное ограничение не распространяется на государственные ценные бумаги.

Такой более либеральный подход к определению состава и структуры активов ОФБУ привлекательнее для ряда инвесторов. Однако требования «принудительной диверсификации» активов в ПИФе служат дополнительной страховкой для инвесторов и увеличивают надежность инвестирования в ПИФ.

Один из ключевых принципов механизма работы ПИФа — раздельное управление и хранение активов. Функции управления портфелем фонда возложены на управляющую компанию, а хранение и учет активов фонда осуществляются специализированным депозитарием. Вместе с тем последний имеет право контроля действий управляющего вплоть до блокировки отдельных операций, если они входят в противоречие с нормативными требованиями ФКЦБ. К специализированному депозитарию предъявляются довольно жесткие требования, а его взаимоотношения с управляющим подробно регулируются отдельным постановлением ФКЦБ. Такое разделение ролей значительно повышает надежность схемы и практически исключает возможность мошенничества.

Инструкцией ЦБ РФ для ОФБУ по данному вопросу предусматривается менее жесткий подход: «...активы ОФБУ должны находиться на хранении в собственном депозитарии доверительного управляющего или в других депозитариях» (п. 6.17 Инструкции ЦБ РФ). Какие-либо дополнительные требования к депозитариям ОФБУ не сформулированы. Нет необходимости говорить, что такого рода совмещение таит в себе потенциальную возможность злоупотреблений.

Доход инвестора в инвестиционном фонде в большой степени зависит от того, насколько правильно проведена оценка активов фонда. В открытом ПИФе управляющий обязан оценивать стоимость чистых активов ежедневно, а в интервальном, кроме того, может возникнуть необходимость привлечения к оценке независимого оценщика. Механизм и процедура оценки активов в ПИФе регламентируются очень подробно, и объективность предложенной методики расчета сомнений не вызывает. Нет необходимости специально оценивать вклады инвесторов, поскольку паи могут оплачиваться исключительно денежными средствами.

Как отмечено выше, в ОФБУ учредители управления могут передавать доверительному управляющему не только деньги, но и иные активы (ценные бумаги, валютные ценности и др.). Помимо ежедневной оценки активов (методика которой в Инструкции ЦБ РФ не описана), доверительный управляющий должен обеспе-

чить стоимостную оценку вкладов учредителей управления, если последние передают в доверительное управление имущество иное, чем денежные средства. При этом в Инструкции ЦБ РФ не оговорено, кто, как и на каких условиях должен проводить такую оценку. Без преувеличения можно сказать, что один из важнейших аспектов деятельности ОФБУ остался в Инструкции ЦБ РФ без должного внимания.

Доходы инвесторов как в ОФБУ, так и в ПИФах формируются аналогичным образом и представляют собой разницу между суммой, получаемой инвестором в момент полного или частичного прекращения договора о доверительном управлении, и суммой, инвестированной в момент заключения этого договора. В ПИФе доход инвестора выступает в виде разницы между ценами продажи и покупки пая, помноженной на количество паев, предъявленных к выкупу. В ОФБУ доход инвестора может иметь форму:

- уплаты накопленных процентов на долю в составе ОФБУ;
- присоединения накопленных процентов на долю в составе ОФБУ к этой доле в составе ОФБУ;
- возврата принадлежащей учредителю управления доли в составе ОФБУ на момент возврата, рассчитанной как пропорциональная часть суммы активов ОФБУ.

В обоих случаях до выплаты инвесторам причитающейся им доли активов из имущества фонда выплачиваются вознаграждение управляющего и расходы по управлению фондом. Величины вознаграждения и расходов для ОФБУ не регламентированы, в отличие от ПИФов, для которых установлены их предельные размеры (до 5% от стоимости чистых активов).

Бесспорно, один из центральных вопросов для инвесторов — налогообложение фондов. Похоже, что с этой точки зрения вкладчики ПИФов сейчас находятся в лучшем положении. Дело в том, что порядок налогообложения ПИФов регулируется главой 25 НК РФ, в связи с чем налоговые освобождения, предусмотренные для ПИФов, имеют законную силу. Для ОФБУ подобного регулирования не существует, и налоговый режим их деятельности пока остается неясным.

В целом схема ОФБУ проще и дешевле по сравнению с ПИФа, поскольку у банка нет необходимости прибегать к услугам специализированного депозитария, реестродержателя, оценщика и аудитора. Кроме того, при учреждении управляющей компании ПИФа необходимо обеспечить ее минимальный собственный капитал (не менее 1 млрд руб.). Напомним, что для банков — доверительных управляющих — данная величина составляет 100 млн рублей. Общим преимуществом ПИФа и ОФБУ выступает отсутствие требований обязательного резервирования привлекаемых средств.

Таким образом, анализ сегмента финансового рынка, занимаемого операциями доверительного управления, показывает, что спектр услуг доверительного управления в России включает в себя управление государственным имуществом, управление пакетами акций и долями собственности с целью эффективного финансового менеджмента, а также персональное управление портфелем финансовых активов и фондами коллективного инвестирования. Проведенное сопоставление двух существующих в России форм коллективного инвестирования показало, что ОФБУ — более гибкий инструмент, чем ПИФ. В ОФБУ меньше накладных расходов (на обслуживание фондов). Из основных условий, предъявляемых к ОФБУ, следует назвать их обязательную регистрацию в Банке России и размещение не более 15% активов в бумаги одного эмитента (данное требование не относится к государственным ценным бумагам). Законодательно на структуру активов ПИФа наложено дос-

таточно много ограничений, порой затрудняющих эффективно размещать средства клиентов.

Кроме того, меньшую формализованность процесса создания и управления ОФБУ можно рассматривать двояко: с одной стороны, это придает им большую гибкость по сравнению с ПИФаами, но с другой — жесткая нормативная регламентация ПИФов, суровые процедуры лицензирования участников схемы ПИФа и ряд механизмов минимизации риска инвесторов повышают их надежность и привлекательность для инвесторов (прежде всего частных). Тем самым усиливается защита прав инвесторов, создается дополнительная инструментальная база современного фондового рынка.

Библиографический список

1. Вьюгин, О. Финансовый рынок: Стратегия развития / О.Вьюгин// Ведомости. — 2006. — 27 (1554). — 16 февраля .
2. Головин, Ю.В. Банки и банковские услуги в России: вопросы теории и практики / Ю.В. Головин. — М.: Финансы и статистика, 1999.
3. Инструкция № 63 Банка России « О порядке осуществления операций доверительного управления и бухгалтерском учете этих операций кредитными организациями Российской Федерации». Утверждена Приказом Банка России от 02.07.1997 № 02-287.
4. Федеральный закон Российской Федерации от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ « Об инвестиционных фондах».
5. Фондовый рынок. — 2-е изд. / Н.И. Берзон [и др.]. — М.: Вита-Пресс, 1999. — С.292-310.

T.V. Shavlak

COMPARATIVE ANALYSIS OF TRUST MANAGEMENT BY INVESTMENT FUNDS AND CREDIT ORGANIZATIONS

In the paper two forms of collective investment that currently exists in Russia, i.e. trust management assets and mutual management funds are compared. The principal aspects of these two investment tools from the viewpoints of legislative control and investment appeal are discussed. This comparative analysis shows that trust management assets are much more flexible. The conclusions by the author point that this flexibility can incline investors to choose either of them.