

ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ



А.М. ШЕВЧЕНКО

ДОВЕРИТЕЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ В ЗАРУБЕЖНЫХ СТРАНАХ

Развитие системы услуг по управлению активами в стране должно строиться на оценке влияния факторов, собственной практике и на имплементации существующего зарубежного опыта. Важность такого подхода обосновывается влиянием процессов глобализации мирового рынка финансовых услуг, созданием международных стандартов, определяющих процесс их предоставления и потребления. Целью статьи является исследование особенностей развития доверительного управления (ДУ) на отдельных национальных рынках и систематизация их специфических черт.

Наиболее весомыми научными работами в этом направлении являются труды классиков (В.Ф. Шарпа, Г.Дж. Александра, В.Дж. Бейли, Ф. Фабоцци, Ф. Дэвиса), в которых сформулированы основополагающие принципы, не утратившие своей актуальности и в современных условиях.

Экономика стран ЕС, США и Японии демонстрирует нестабильность и колебания показателей ВВП в сторону снижения, в отличие от России, где в течение 2010—2012 гг. зафиксирован стабильный показатель ВВП на уровне 3,4 % [1; 2, 264—270]. Поэтому развитие финансового рынка, а именно рынка доверительных услуг как сектора перераспределения финансовых сбережений населения, способно стать катализатором финансовых процессов, и в свою очередь обуславливает актуальность темы исследования.

Лидером мирового рынка коллективных инвестиций являются США, которые занимают половину этого рынка — 49 %. Размер средств, направленных гражданами этой страны в инвестиционные фонды, составляет 1 1621 млрд дол. Около трети рынка приходится на страны Евросоюза — 7 220 млрд дол. Среди европейских стран лидируют Люксембург (2 277 млрд дол.), Франция (1 382 млрд дол.) и Ирландия (1 061 млрд дол.) [3].

Фактические объемы инвестиций на рынке доверительного управления среди стран, которые занимают лидирующие позиции в этом направлении деятельности, приведены на рис. 1 [3].

Особенности моделей организации доверительного управления в США и Западной Европе определяются различиями в моделях организации рынка финансовых услуг в этих регионах. До недавнего времени были распространены два основных типа моделей организации рынка финансовых услуг: «немецкая», или «модель банковского типа организации» (*bank based*

financial system), и «американская», или «модель рыночного типа организации» (*market oriental model*). Кроме того, принято выделять еще одну — гибридную модель Великобритании. Особенности каждой из указанных моделей определяются ролью банков в финансовой системе.

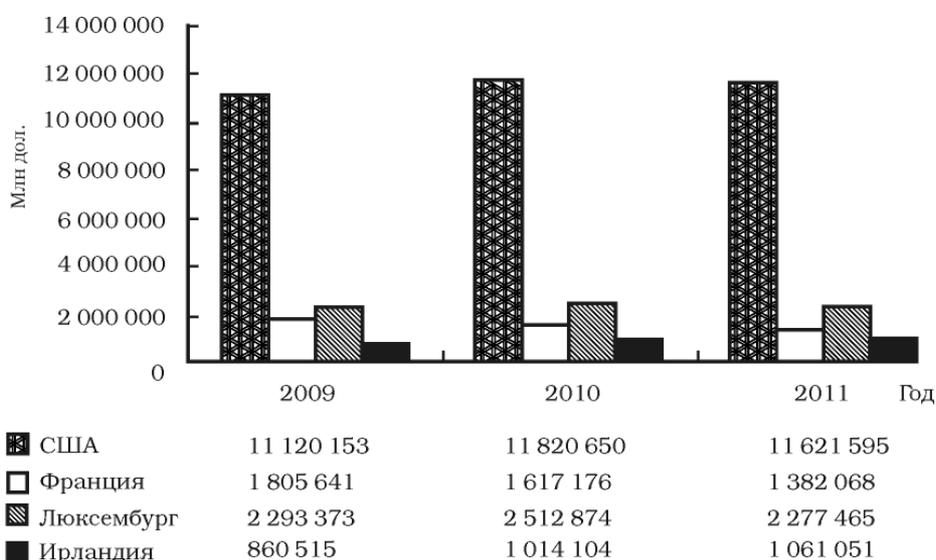


Рис. 1. Динамика объемов финансовых вложений стран, лидирующих по вкладам в инвестиционные фонды

В США существует несколько типов инвестиционных компаний, среди которых наиболее распространены управляющие компании (*management companies*). Эти компании являются акционерными обществами. Акционеры управляющих компаний имеют право голоса по вопросам, связанным с выбором совета директоров, одобрением направлений инвестиционной политики и одобрением договора с управляющим. Непосредственное руководство фондом возлагается на управляющего — юридическое или физическое лицо, получающее за выполнение своих услуг вознаграждение, размер которого обычно зависит от чистой стоимости активов фонда. Обычно управляющим является учредитель фонда [3].

Управляющие компании делятся на открытые инвестиционные компании, или взаимные фонды (*mutual funds*), и закрытые инвестиционные компании, или трасты закрытого типа (*closed-end funds*).

Помимо этих двух типов инвестиционных компаний в США существуют также юнит-трасты — своеобразные фонды, структура вложений которых жестко зафиксирована в момент создания и не изменяется в течение функционирования фонда. Они позволяют гражданам с небольшими сбережениями, объединившись, покупать крупные пакеты ценных бумаг. Это дает возможность инвесторам покупать бумаги дешевле и экономить на расходах по хранению и оформлению сделок. Экономия также достигается за счет отсутствия вознаграждения управляющему.

Взаимные фонды являются наиболее распространенным видом доверительного управления в США, поскольку инвестор всегда имеет возможность продать фонд и его акции. В долгосрочной перспективе они продемонстрировали доходность выше, чем доходность по банковским депозитам. Кроме того, информация об их деятельности полностью открыта для инвесторов. Структура функционирования взаимного фонда включает как обычные составляющие, так и специфические элементы (рис. 2) [4].



Рис. 2. Структура взаимного фонда

Несмотря на некоторые различия, американские инвестиционные фонды имеют в целом общий организационный механизм функционирования. Инициатором создания фонда, как правило, выступает компания-учредитель (*sponsor*), которая на этапе основания фонда вносит необходимый капитал в виде портфеля ценных бумаг, осуществляет процесс эмиссии акций и через андеррайтера (*principal underwriter*) распределяет их инвесторам. Функция контроля над управляющим в американских фондах возложена на Совет директоров акционерного инвестиционного фонда, который также отвечает за выработку общей стратегии развития инвестиционного фонда.

Другими элементами инфраструктуры инвестиционных фондов являются: администратор — осуществляет функции внутреннего контроля, ведения бухгалтерского учета фондов и составления отчетности, рассчитывает стоимость чистых активов;

депозитарий (*custody*) — осуществляет хранение ценных бумаг и иного имущества, составляющего портфель фонда, обычно — банки;

трансфер-агент (*transfer agent*) — проводит операции акционеров и составляет отчетность для акционеров.

Анализ деятельности свидетельствует о том, что среди всех видов инвестиционных компаний в США наиболее популярны взаимные фонды. В 2010 г. общее количество взаимных фондов в США составило 8 726, а их активы достигли 11 821 млрд дол.; закрытых инвестиционных компаний было 646, а их активы составили 992 млрд дол., количество биржевых фондов составило 359, а активы достигли 296 млрд дол., активы юнит-трастов достигли 51 млрд дол. [3].

Распределение активов между различными видами инвестиционных фондов США приведено в таблице [3].

Активы инвестиционных фондов США в 2000—2011 гг., млрд дол. США

Год	Взаимный фонд	Закрытая компания	Индексный фонд	Юнит-траст	Всего
2000	6,965	143	66	74	7,248
2001	6,975	141	83	49	7,248
2002	8,107	159	102	36	6,687
2003	6,39	214	151	36	7,815
2004	7,414	254	226	37	8,624
2005	8,454	276	296	41	9,518
2006	8,926	576	408	126	10,118
2007	12,002	313	608	53	12,977
2008	9,604	186	531	29	10,349
2009	11,120	225	777	38	12,161
2010	11,821	241	992	51	13,104
2011	11,622	239	1,048	60	12,968

Лидерство взаимных фондов является несомненным, так же как и тенденция роста активов, размещаемых в различные разновидности инвестиционных фондов. Особенно впечатляет рост ETF (*Exchange traded funds*) — индексных фондов и уменьшение юнит-трастов.

Обоснование американской модели доверительных отношений позволило выделить такие черты:

управление инвестиционными фондами представляет исключительный вид деятельности;

применяется концепция доверительного управления — право собственности сохраняется за основателем доверительных отношений;

инвестиционные фонды создаются в форме акционерных компаний;

контроль над функционированием фондов осуществляется не специальной организацией, а Советом директоров управляющей компании.

Специфика деятельности инвестиционных фондов в Европе обусловливается особенностями стран, вступивших на путь интеграции. Поскольку каждое государство имеет свое законодательство, в Евросоюзе Директивой Совета от 20.12.1985 г. (с рядом поправок, впоследствии внесенных Советом и Европарламентом) была введена концепция UCITS (Undertaking for the collective investment of transferable securities — «Соглашение о коллективном инвестировании в переводные ценные бумаги») [5].

Соглашение о коллективном инвестировании в переводные ценные бумаги — это определенная форма коллективного инвестирования, близкая по концепции к взаимным фондам в США. Указанный документ, в частности, предъявляет следующие требования к UCITS:

инвестиционные ресурсы привлекаются публично;

соблюдается принцип диверсификации риска;

по требованию инвесторов проводится выкуп бумаг фонда;

правовая форма может быть как контрактной, так и трастовой, или корпоративной.

Директива играет существенную роль в интеграции индустрии инвестиционных фондов Европы, установив для них единые «правила игры». Она призвана содействовать распространению схем коллективных инвестиций в странах ЕС, при условии их соответствия установленным минимальным требованиям, которые должны стать существенной частью законодательства и нормативного регулирования государств-членов, любая из них имеет право устанавливать более детализированные правила и положения.

Директива также устанавливает правила раскрытия информации инвесторам и государствам-участникам, в том числе публикацию и обновление проспектов эмиссий, годовых и полугодовых бухгалтерских отчетов, включающих информацию, предусмотренную Директивой. Все перечисленные документы должны предлагаться инвесторам до подписания контракта [5].

Что касается фондов, не относящихся к категории UCITS, то их состав определяется такими специфическими видами организаций:

«специальные фонды» (*Spezialfonds*) в Германии — предназначены исключительно для институциональных инвесторов;

закрытые инвестиционные трасты в Великобритании;

открытые сберегательные фонды рабочих во Франции.

В настоящее время в индустрии фондов в Европе (с учетом как UCITS, так и non-UCITS) доминируют три страны: Франция, Люксембург и Ирландия, занимая 65 % рынка, из них на долю Франции приходится 29 %, Ирландии — 23 и Люксембурга — 48 % [6].

European Fund and Asset Management Association (EFAMA — Европейская федерация инвестиционных сообществ) предоставляет данные отдельно по UCITS и по «не-UCITS» (non-UCITS). На начало 2012 г. размер активов UCITS фондов превысил 5,634 млрд евро, что составляет около 74 % всех инвестиционных фондов ЕС. Сумма средств под управлением увеличилась быстрыми темпами и к концу 2011 г. достигла отметки в 7,920 млрд евро (рис. 3) [6].

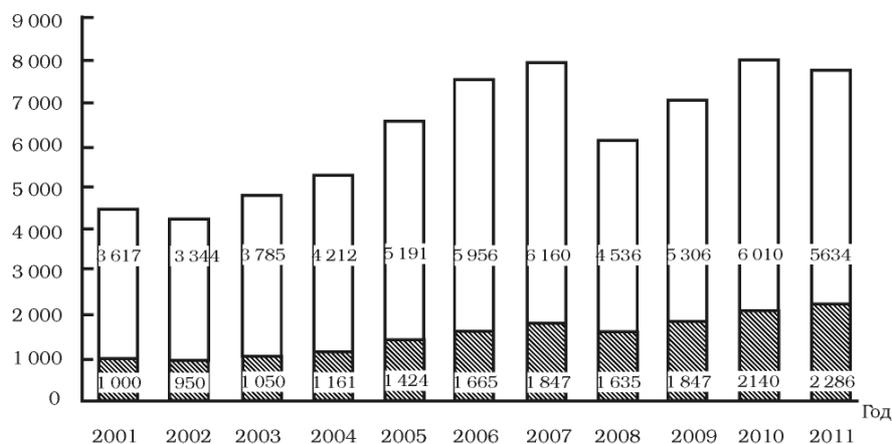


Рис. 3. Чистые активы европейских инвестиционных фондов, млрд евро:
 ■ non-UCITS; □ UCITS

В отличие от взаимных фондов в США, которые традиционно создавались как корпоративные инвестиционные фонды, паевые фонды в Великобритании являются акционерными, что освобождает управляющую компанию от необходимости организации общего собрания акционеров, которые являются бременем для любых крупных инвестиционных фондов.

Несмотря на эффективность британской модели доверительного управления активами, ее популярность в 2011 г. снизилась, что подтверждается статистическими данными (рис. 4). Так, в июне 2011 г. количество активов под управлением фондов Англии составила 603,602 млн фунтов, на конец 2011 г. их объемы сократились до 575,203 млн фунтов, а уже в июне 2012 г. их сумма составила 597,891 млн фунтов, т. е. ненамного превысила показатель 2010 г. — 586,879 млн фунтов.

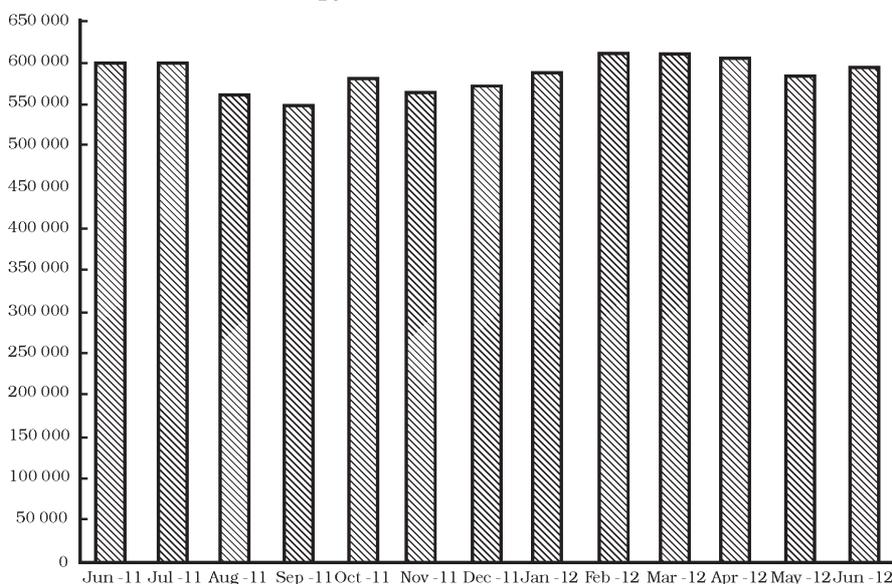


Рис. 4. Динамика активов в доверительном управлении фондов в Великобритании в июне 2011—2012 гг. [6]

Согласно исследованиям, которые выполнены компанией «Прайсвотт-хаускоуперс», относительно основных тенденций, проблем и перспектив развития доверительного управления активами в текущих условиях важ-

ным элементом деятельности в сфере управления частным капиталом является прозрачность. Состоятельные клиенты предпочитают прозрачные схемы соответствия финансовых продуктов их требованиям, надежность оценки рисков, оперативность предоставления отчетов о результатах управления активами. Клиенты хотят владеть информацией о защищенности своих капиталов, а также о финансовой устойчивости компаний, управляющих их средствами, и контрагентов [7].

Сегодня важным фактором для успешной деятельности компании на рынке доверительного управления является качество консультаций. Центр внимания переместился с процесса завоевания клиентов на их содержание путем построения более эффективных отношений. Смещение акцентов на сокращение розничных услуг и тренд коллективности способствуют ухудшению качества работы и снижению уровня надежности, потому что часто критерии эффективности и критерии передачи денег в управление не связаны с объективностью управления.

Как отмечают эксперты, белорусская экономика в последнее десятилетие развивалась за счет средств государства и банков, но в следующие 10 лет этих источников ресурсов будет уже недостаточно, т. е. для дальнейшего развития недостаточно опираться только на стандартные механизмы банковского финансирования. Белорусский финансовый рынок предоставляет частным инвесторам или небольшим инвесторам-компаниям очень мало инструментов. Традиционно такой инвестор ограничивается банковскими депозитами и местными облигациями. Спрос на небанковские инструменты финансирования будет расти по причине того, что банки не могут в полном объеме удовлетворить потребности «новой экономики». По мнению специалистов, консервативность банков и их подходы к рискам в силу естественных причин не позволят банковскому сектору развернуть масштабную деятельность в «новой экономике», например, в секторе ИТ, венчурных проектов, медицине [8]. Доверительное управление может стать тем инструментом, который расширит доступ к разным инвестиционным ресурсам (акции торгуемых индексных фондов, еврооблигации, государственные ценные бумаги, корпоративные облигации, производные ценные бумаги) и сможет использоваться как эффективный механизм коллективного инвестирования не только на финансовых рынках, но и в сфере венчурных инвестиций.

Доверительное управление денежными активами — довольно новый инструмент инвестирования для Беларуси, в частности направленный на физических лиц, а не крупных инвесторов. Объем рынка за короткий промежуток времени составил около 2,5 млн дол. только от физических лиц. В 2012 г. средняя доходность вложений составила 35,12 % годовых в долларах США. В текущем периоде доходность составляет 38 % годовых при консервативной стратегии, 28 % — умеренной и 27 % — агрессивной. Для сравнения: в том же периоде средняя доходность по банковским депозитам в долларах США составила 5,7 % годовых, по вложениям в недвижимость — 6,6 %, доходность американского фондового индекса S&P500 — 11,16 % [1].

Суть доверительного управления заключается в том, что фиксированную доходность гарантировать нельзя, она зависит от состояния рынка. Можно только использовать стратегии, которые могут ограничивать убытки или прибыль. Если клиент делает акцент на защите капитала, то при благоприятном развитии событий это ограничивает его прибыль.

Доверительное управление (коллективное и индивидуальное) имеет ряд преимуществ и недостатков, которые важно учитывать инвесторам (см. ниже) [2].

Преимущества и недостатки доверительного управления

Преимущество	Недостаток
<i>Коллективное ДУ</i>	
Разнообразие фондов с разными стратегиями	Зависимость от колебаний на фондовом рынке
Небольшая начальная сумма «входа» в инвестиционный фонд	Риск уменьшения инвесторов, который приводит к сокращению чистых активов фонда
Возможность получить высшую рентабельность, снижение риска и возможность инвестировать средства в финансовые инструменты и другие объекты, недоступные для многих самостоятельных инвесторов в связи с их стоимостью	Отсутствие гарантированной доходности
Низкая комиссия управляющей компании	
Возможность получения прибыли на растущем рынке	
<i>Индивидуальное ДУ</i>	
Экономия на масштабе и профессиональное управление активами	Высокий «порог входа» в рынок
Формирование индивидуального портфеля под «требования» инвестора	Управляющий не несет никакой ответственности за потери инвесторов при нисходящей тенденции рынка
Клиент всегда имеет право согласовать и заблокировать любую сделку	Ошибка или неопытность управляющего может привести к существенным убыткам
Возможность контроля за действиями управляющего и отслеживания результатов инвестирования «он-лайн»	Вознаграждение управляющего составляет 25 % полученной прибыли
Зарботок инвестора при удачной стратегии способен в разы превзойти доходность депозита и инвестиционного фонда	

Учитывая преимущества и недостатки доверительного управления, физические и юридические лица могут выбирать оптимальное размещение своих активов. При этом необходимо понимать, что создание индивидуального инвестиционного портфеля, состоящего из высоколиквидных активов, может принести доходность, в несколько раз превышающую доходность инвестиционных фондов, но при этом риски повышаются пропорционально доходности. Процесс управления, безусловно, должен быть направлен на сохранение основного инвестиционного качества портфеля и тех свойств, которые соответствовали бы интересам его держателя, учитывая динамизм фондового рынка [2].

В настоящее время новые возможности получают те участники рынка, которые смогут быстрее приспособиться к потребностям клиентов и будут в дальнейшем применять максимально гибкий и комплексный подход к выявлению и удовлетворению их потребностей.

Итак, отличительными чертами европейской модели построения доверительных отношений являются:

- управление инвестиционными фондами, как правило, выступает одним из видов деятельности кредитных организаций;

- применяется концепция траста — право собственности распределяется между учредителем доверительных отношений и доверительным управляющим;

- инвестиционные фонды создаются без образования юридического лица; контроль над функционированием фондов осуществляется специальной организацией, не зависимой от доверительного управляющего.

Модели организации доверительных отношений в США и Европе различаются между собой по ключевым параметрам — статусом управляющего, организационным статусом фондов, организацией системы контроля. Общими чертами для обеих систем являются: богатая история становления и развития доверительных отношений, наличие полноценного законодательства, широкая информационная открытость деятельности по доверительному управлению, развитая система дистрибуции продуктов доверительных услуг, низкий уровень затрат для вкладчиков. Заметим, что белорусский рынок, который только начал свое становление, учитывая за-

рубежный опыт, может ускорить свое развитие, учитывая ошибки других государств, поскольку коллективные инвестиции, доверительное управление имеют очень большое значение для того, чтобы аккумулировать средства внутреннего национального инвестора для обеспечения развития финансовой системы и экономики в целом.

Литература и электронные публикации в Интернете

1. Белорусы и рынок [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.belmarket.by/ru/160/230/12790/Альфа-Банк-инвестиции-без-границ.htm>. — Дата доступа: 10.06. 2013.
2. Шевченко, А.М. Довірче управління: ризики та дохідність альтернативних фінансових інструментів / А.М. Шевченко // Інноваційна економіка. — 2012. — № 6.
3. Investment Company Institute. 2012 Investment Company Fact Book. 52-d Edition [Electronic resource]. — Mode of access: <http://www.icifactbook.org>. — Date of access: 10.06. 2013.
4. Перконос, П.П. Организация функционирования институтов совместного инвестирования в США / П.П. Перконос // Вестн. ун-та банк. дела нац. банка Украины. — 2010. — № 2 (8) Июнь.
5. Directive 2009/65/EC of the European Parliament [Electronic resource]. — Mode of access: http://www.europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_banking/mi0037_en.htm#amendingact. — Date of access: 10.06. 2013.
6. European Fund and Asset Management Association [Electronic resource]. — Mode of access: <http://www.efama.org/statistics/SitePages/FactBook.aspx>. — Date of access: 10.06. 2013.
7. Довірче управління активами // Ценные бумаги Украины. — 2009. — № 38 (580). — 24 сент. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?Id=580&pub=4206. — Дата доступа: 10.06. 2013.
8. Информационное агентство «Интерфакс-Запад» [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.interfax.by/article/99511>. — Дата доступа: 10.06. 2013.

Статья поступила
в редакцию 18.06. 2013 г.

Ю.В. КАСПЕРОВИЧ

СИСТЕМА НАЛОГОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ В УКРАИНЕ

Генезис государства обусловил эволюцию понятия налогов, их сущности и механизма функционирования. В развитой рыночной экономике помимо обеспечения финансовых основ государственности на налоги также возлагается необходимость регулирования динамики социально-экономических процессов, обеспечения антициклического развития и привлечения капитала для укрепления конкурентоспособности страны на глобальных мировых рынках.

Проблематика налогового регулирования изучается в Украине научными школами таких ведущих ученых, как С.А. Булгакова, Э.С. Варналий, Л.И. Василенко, О.Д. Василек, В.М. Геец, В.И. Грушко, И.В. Запартина, О.В. Зварич, А.И. Крысоватый, В.Д. Лагутин, Л.В. Лисяк, И.Г. Лукьяненко, И.А. Лютый, П.В. Мельник, А.И. Мярковский, Ц.Г. Огонь, В.М. Опарин, Ю.В. Пасечник, А.М. Соколовская, В.Б. Тропина, В.М. Федосов, И.Я. Чугунов, С.И. Юрий и др. Вместе с тем нестабильность внешней среды, высокая мобильность капитала, интенсификация движения ресурсов и активиза-

Юлия Владимировна КАСПЕРОВИЧ, аспирантка кафедры финансов Киевского национального торгово-экономического университета.

□□□□□□□□ □□□□□□□□ □□□□□□□□ □□□□□□□□□□. □□□□□□□□□□.
□□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□. □□□□□□□□□□.