

А. В. Шалева*

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЙ ИНВЕТОР КАК СУБЪЕКТ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Субъект инвестиционной деятельности — это лицо, осуществляющее вложение или реализацию инвестиций. Под инвесторами следует понимать субъектов, осуществляющих вложение собственных, заемных или привлеченных средств и их целевое использование. Круг субъектов инвестирования можно определить, основываясь на законах об инвестиционной деятельности. Первоначально законодатель обозначил перечень субъектов в ст. 2 частично действующего Федерального закона от 26 июня 1991 г. № 1488-1 «Об инвестиционной деятельности в РСФСР». По этому Закону субъектами инвестиционной деятельности являются инвесторы, заказчики, исполнитель работ, пользователи объектов инвестиционной деятельности, а также поставщики, юридические лица (банковские, страховые и посреднические организации, инвестиционные биржи) и другие участники процесса.¹ Указанный выше документ утратил силу в части норм, противоречащих Федеральному закону от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в виде капитальных вложений»,² который сохранил в ст. 4 тот же круг инвесторов.

По мнению И. З. Фархутдинова и В. А. Трапезникова, среди инвесторов принято выделять тех, которые вкладывают собственные средства и как следствие — присваивают результаты инвестиционной деятельности; таких инвесторов называют индивидуальными инвесторами. Индивидуальные инвесторы, как правило, преследуют собственные цели. Индивидуальными инвесторами могут быть физические или юридические лица, объединения физических или юридических лиц.³

В данной статье будут выделены и рассмотрены инвесторы, осуществляющие свою деятельность за счет средств других физических и юридических лиц в целях владельцев средств, которых принято называть институциональными или коллективными инвесторами. Институциональный инвестор — это финансовый посредник, аккумулирующий средства индивидуальных инвесторов и осуществляющий инвестиционную деятельность от своего лица. Такое понимание роли и места институциональных инвесторов находит и нормативное закрепление. В ст. 2 Федерального закона от 7 мая 1998 г. № 75-ФЗ (ред. от 2 декабря 2004 г.) «О негосударственных пенсионных фондах» указано, что «деятельность фонда по негосударственному пенсионному обеспечению включает в себя аккумулирование пенсионных взносов, размещение и организацию размещения пенсионных резервов, учет пенсионных обязательств фонда, назначение

* Шалева Анастасия Валерьевна, аспирантка кафедры коммерческого права СПбГУ.

© А. В. Шалева, 2011

E-mail: n_shalevaya@group12.ru

¹ Федеральный закон от 26 июня 1991 г. № 1488-1 ФЗ «Об инвестиционной деятельности в РСФСР» (ред. от 19 июня 1995 г.). Ст. 2 // Ведомости СНД и ВС РСФСР. 1991. № 29. Ст. 1005.

² Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в виде капитальных вложений» // СЗ РФ. 1999. № 9. Ст. 1096.

³ Фархутдинов И. З., Трапезников В. А. Инвестиционное право. М., 2005. С. 102.

и выплату негосударственных пенсий участникам фонда».⁴ В свою очередь акционерный инвестиционный фонд определяется как «акционерное общество, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты, определенные законом». В этом случае, по мнению А. В. Майфата, закон напрямую указывает на инвестиционную деятельность как предмет деятельности юридического лица.⁵

К институциональным инвесторам принято относить: банки, инвестиционные компании и фонды, негосударственные пенсионные фонды, страховые компании; в частности, такой перечень имеется в работе О. М. Антиповой.⁶ Некоторые специалисты, например А. Р. Гинатулин, сюда же относят общие фонды банковского управления, а также профессиональных участников фондового рынка (брокеров), осуществляющих доверительное управление средствами частных инвесторов.⁷ Отнесение паевого инвестиционного фонда к числу субъектов инвестиционного правоотношения представляется не совсем корректным, так как паевой фонд не является юридическим лицом. В качестве институционального инвестора выступает управляющая компания этого фонда. Установлено, что акционерный инвестиционный фонд может быть создан только в форме открытого акционерного общества.

Спорным, по мнению А. В. Майфата, является и вопрос отнесения страховых компаний к субъектам, осуществляющим инвестиционную деятельность.⁸ В соответствии со ст. 968 ГК РФ страхование может быть осуществлено на взаимной основе путем объединения в общества взаимного страхования, которые по своему статусу являются некоммерческими организациями. Очевидно, что общества взаимного страхования не осуществляют инвестирование. Однако инвестиционная деятельность самих страховых компаний выступает одним из главных факторов обеспечения эффективного функционирования последних.

Таким образом, к категории коллективных, или институциональных, инвесторов логично отнести следующих субъектов: банки, управляющие компании инвестиционных фондов, акционерные инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, доверительные управляющие, страховые компании.

Рассмотрим особенности правового статуса перечисленных организаций как субъектов инвестиционной деятельности. Федеральный закон от 12 января 1990 г. № 395-1 «О банках и банковской деятельности» определяет банк как кредитную организацию, которая имеет исключительное право осуществлять в совокупности следующие банковские операции: привлечение во вклады денежных средств физических и юридических лиц, размещение указанных средств от своего имени и за свой счет на условиях возвратности, платности, срочности, открытие и ведение банковских счетов физических и юридических лиц.⁹

⁴ Федеральный закон от 7 мая 1998 г. № 75-ФЗ (ред. от 2 декабря 2004 г.) «О негосударственных пенсионных фондах» // СЗ РФ. № 19. 1998. Ст. 2071.

⁵ Майфат А. В. Гражданско-правовые конструкции инвестирования. М., 2006.

⁶ Антипова О. М. К вопросу о понятии термина «инвестиции»: семасиологический и экономический аспект // Юридический мир. 2005. № 9. С. 16.

⁷ Гинатулин А. Р. Развитие института коллективного инвестора // Журнал российского права. 2002. № 1.

⁸ Майфат А. В. Гражданско-правовые конструкции инвестирования. С. 109.

⁹ Федеральный закон от 12 февраля 1990 г. № 395-1 «О банках и банковской деятельности». Ст. 1 // СЗ РФ. 1996. № 6. Ст. 492.

Инвестиционная деятельность осуществляется через вложения банковских ресурсов на длительный срок в ценные бумаги с целью получения доходов, однако закон напрямую не указывает на инвестиционную деятельность банка ни в ст. 1 указанного Закона, где содержатся основные понятия, ни в ст. 5, которая предусматривает перечень банковских операций и других сделок кредитной организации, ни даже в ст. 6, где указывается на деятельность кредитной организации на рынке ценных бумаг. Представляется, что подобный пробел в законе является следствием недостаточной проработки последнего, а не позицией законодателя, потому что инвестиционная деятельность банка не ставится под сомнение, так как является одним из важнейших направлений деятельности банка.

Доходы банка от инвестиционной деятельности принято делить на прямые и косвенные. Прямые доходы от вложений в ценные бумаги банк получает в форме дивидендов, процентов или прибыли от перепродажи. Косвенные доходы образуются на основе расширения влияния банков на клиентов через владение контрольным пакетом их ценных бумаг. К банковским инвестициям наряду с прочими относятся вложения в акции, облигации и другие ценные бумаги. В литературе отмечается, что «российские банки действуют на основании принципа “универсального” банка, сочетающего классические банковские операции (депозитные и расчетные) с операциями на фондовом рынке (торговля ценными бумагами)».¹⁰

Следует заметить, что законодательства многих стран, например в США, запрещают банкам и иным кредитным организациям работать на фондовом рынке в качестве профессиональных участников, либо существенно ограничивают их правоспособность в этой сфере. Так, в соответствии с законом Гласа — Стиголла в США банки не вправе участвовать в процессе размещения ценных бумаг, т. е. выполнять функции так называемых андеррайтеров (*underwriters*).¹¹ Мировая практика стоит на пути расширения участия кредитных организаций на фондовом рынке. Поэтому уравнивание прав кредитных организаций и профессиональных участников рынка ценных бумаг, закрепленное российским законодательством, представляется разумным и отвечающим мировым тенденциям.

Инвестиционная деятельность банков осуществляется за счет собственного капитала; заемных и привлеченных средств.

Собственный капитал представляет собой средства, принадлежащие непосредственно банку в период его деятельности. В качестве собственных средств (капитала) банка выступают элементы, способные служить подстраховкой на случай непредвиденных убытков. Это в первую очередь уставный капитал, нераспределенная прибыль и другие собственные источники.

Среди заемных и привлеченных средств по способу их аккумуляции выделяют депозиты и прочие привлеченные средства.

Основные направления участия банков в инвестиционном процессе в наиболее общем виде следующие: мобилизация банками средств на инвестиционные цели; предоставление кредитов инвестиционного характера; вложение средств в ценные бумаги, паи, долевые участия.¹²

¹⁰ Ерпылева Н. Ю. Банковское право России: современные проблемы // Гражданин и право. 2002. № 1.

¹¹ Майфат А. В. Гражданско-правовые конструкции инвестирования. С. 111.

¹² Иголина Л. Л. Инвестиции: Учеб. пособие / Под ред. В. А. Слепова. М., 2004. С. 252.

Эти направления тесно связаны друг с другом. Мобилизуя капиталы, сбережения населения, другие свободные денежные средства, банки формируют свои ресурсы с целью их прибыльного использования. Объем и структура операций по аккумулярованию средств – основные факторы воздействия на состояние кредитных и инвестиционных портфелей банков, возможности их инвестиционной деятельности.

Инвестиционная деятельность банков рассматривается как бизнес по оказанию двух типов услуг: увеличение наличности путем выпуска или размещения ценных бумаг на их первичном рынке; соединение покупателей и продавцов существующих ценных бумаг на вторичном рынке при выполнении функции брокеров и/или дилеров.

В соответствии с объектом вложения средств можно выделить вложения в реальные экономические активы (реальные инвестиции) и вложения в финансовые активы (финансовые инвестиции). Банковские инвестиции могут быть также дифференцированы и по более частным объектам инвестирования: вложения в инвестиционные кредиты, срочные депозиты, паи и долевые участия, в ценные бумаги, недвижимость, драгоценные металлы и камни, предметы коллекционирования, имущественные и интеллектуальные права и др.

Реальные инвестиции, как правило, составляют незначительную долю в общем объеме банковских инвестиций. Более характерными для банков как финансово-кредитных институтов являются финансовые инвестиции.

Финансовые инвестиции банков включают вложения в ценные бумаги, срочные депозиты в других банках, инвестиционные кредиты, паи и долевые участия. По мере развития фондового рынка все большее значение приобретают вложения в ценные бумаги: долговые обязательства (векселя, депозитные сертификаты, государственные и муниципальные ценные бумаги, прочие виды обязательств, эмитируемые юридическими лицами), долевые ценные бумаги (акции) и производные ценные бумаги.

Оптимальное сочетание безопасности и доходности достигается тщательным подбором и постоянной ревизией инвестиционного портфеля.

Инвестиционный портфель представляет собой совокупность ценных бумаг, управляемую как самостоятельный инвестиционный объект.¹³ Управление портфелем заключается в поддержании баланса между ликвидностью и прибыльностью.

В соответствии с Федеральным законом «О Центральном банке РФ (Банке России)» Банк России регламентирует инвестиционную деятельность коммерческих банков, определяя приоритетные объекты инвестирования и ограничивая риски путем установления ряда экономических нормативов (использование ресурсов банка для приобретения акций, выдачи кредитов, резервирования под обесценивание ценных бумаг, невозвратных ссуд), дифференцированных оценок риска по вложениям в различные виды активов.¹⁴

Организация инвестиционной политики в банке предполагает разработку внутренних инструктивных документов, фиксирующих основные принципы и положения инвестиционной политики в виде инвестиционной программы. Отражая цели инвестирования, инвестиционная программа определяет основные направления вложения и источников их финансирования, механизмы принятия и реализации инвестиционных решений, важнейшие характеристики инвестиционных активов: доходность,

¹³ Аскинадзи В. М., Максимова В. Ф., Петров В. С. Инвестиционное дело. М., 2010. С. 233.

¹⁴ Федеральный закон от 10 июля 2002 г. № 86-ФЗ «О Центральном банке в Российской Федерации (Банке России)» // Российская газета. 2002. 13 июля.

ликвидность, риск, их соотношение при формировании оптимальной структуры инвестиционных вложений.

Закономерно возникает вопрос охраны интересов инвесторов. В этих целях законодателем был принят Федеральный закон от 23 декабря 2003 г. № 177-ФЗ «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации».¹⁵ В соответствии с данным Законом со дня наступления страхового случая, например отзыва (аннулирования) у банка лицензии Банка России на осуществление банковских операций, у вкладчика наступает право требования по вкладам. Указанный Закон, несомненно, является эпохальным в развитии банковской системы и преследует цели защиты прав и законных интересов вкладчиков банков Российской Федерации, укрепления доверия к банковской системе, стимулирования привлечения сбережений населения в банковскую систему Российской Федерации.

Другой вид коллективного инвестора — негосударственный пенсионный фонд (далее — НПФ). Негосударственный пенсионный фонд — особая организационно-правовая форма некоммерческой организации, основным видом деятельности которой является негосударственное пенсионное обеспечение участников Фонда на основании договоров о негосударственном пенсионном обеспечении. НПФ осуществляет деятельность на основании Федерального закона от 7 мая 1998 г. № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах». Работа негосударственного пенсионного фонда аналогична работе Пенсионного фонда РФ (ПФР). Негосударственный пенсионный фонд так же, как ПФР, аккумулирует средства пенсионных накоплений, организует их инвестирование, учет, назначение и выплату накопительной части трудовой пенсии.

Источником ресурсов для инвестиционной деятельности можно назвать средства, полученные от участников фонда — физических лиц-вкладчиков. Доход от инвестиционной деятельности негосударственного пенсионного фонда закон определяет как доходы от инвестирования, дивиденды и проценты (доход) по ценным бумагам и банковским депозитам, другие виды доходов от операций по инвестированию средств пенсионных накоплений, чистый финансовый результат, отражающий изменение рыночной стоимости инвестиционного портфеля.

По данным сайта Investfunds, соответствующую лицензию НПФ имеют 270 фондов, общая сумма пенсионных резервов которых на 31 марта 2010 г. составила 583 945 млн рублей.

Вкладчик перечисляет взносы в НПФ на основании пенсионного договора. При заключении данного договора ему необходимо выбрать пенсионную схему — некую спецификацию договора, определяющую во многом его условия.

Фонд учитывает поступившие пенсионные взносы на солидарном или именном счете вкладчика и формирует пенсионные резервы. Эти резервы он инвестирует через управляющую компанию (далее — УК) в высоконадежные активы. Полученный по результатам инвестирования доход распределяется по счетам и увеличивает будущую пенсию участников. Однако следует помнить, что часть дохода направляется на вознаграждение управляющего (НПФ или НПФ и УК), на пополнение страхового резерва и на оплату расходов по обслуживанию фонда. При выходе участника на пенсию НПФ (а в ряде случаев — в соответствии с договором — вкладчик), исходя из накопленной суммы, определяет размер негосударственной пенсии и порядок ее получения.

¹⁵ СЗ РФ. 2003. № 51. Ст. 4872.

Далее возникает вопрос, как инвестируются пенсионные резервы НПФ? В соответствии с действующим законодательством негосударственные пенсионные фонды могут размещать свои пенсионные резервы самостоятельно или через УК. НПФ вправе самостоятельно размещать средства в государственные и муниципальные ценные бумаги, ценные бумаги субъектов РФ, на банковский депозит или в объекты недвижимости. Взаимоотношения НПФ и УК строятся на основании договоров доверительного управления. В свою очередь УК обязана иметь лицензию на те виды деятельности, по которым она осуществляет операции со средствами пенсионных фондов.

Среди НПФ можно выделить такие группы фондов, как корпоративные, — Лукойл-Гарант, Сургутнефтегаз, отраслевые — НПФ Электроэнергетики, Мосэнерго, Дальмагистраль, региональные — Ермак, Таганрогский, пенсионные фонды банков и страховых организаций — Внешэкономбанк, НПФ Сберегательного банка.

Основу российской негосударственной пенсионной системы составляют именно корпоративные фонды. Это так называемые фонды закрытого типа, которые создаются только для участников, сгруппированных по определенному признаку (работников, состоящих в штате одного или нескольких предприятий, учредивших фонд; работников какой-либо отрасли, профессии и т. п.). Представляется, что корпоративное пенсионное обеспечение — это цивилизованный способ проведения социальной политики, управления персоналом и конкуренции между предприятиями за качественных наемных работников.

Размещение резервов как у негосударственных пенсионных фондов, так и у страховых компаний регламентируется нормативными документами и контролируется соответствующими органами. Формирование нормативной базы, регуливающей размещение пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов, в том числе вложение в ценные бумаги, определилось в 1999–2000 гг. Основными из нормативных документов были Постановление Правительства РФ от 23 декабря 1999 г. № 1432 «Об утверждении Правил размещения пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроля за их размещением» и приказ Инспекции негосударственных пенсионных фондов от 27 декабря 1999 г. № 135 «Об утверждении требований к составу и структуре резервов негосударственных пенсионных фондов».

Размещение пенсионных резервов НПФ должно соответствовать следующим требованиям к их составу:

- стоимость пенсионных резервов, размещенных в один объект, не может превышать 10 % общей стоимости пенсионных резервов;
- общая стоимость пенсионных резервов, размещенных в ценные бумаги без признаваемых котировок, не должна превышать 20 % стоимости пенсионных резервов;
- общая стоимость пенсионных резервов, размещенных в ценные бумаги, выпущенные учредителями и вкладчиками фонда, не должна превышать 30 % стоимости пенсионных резервов, за исключением случаев, когда указанные ценные бумаги включены в котировальный лист РТС первого уровня;
- не более 50 % стоимости пенсионных резервов допускается размещать суммарно в федеральные (государственные) ценные бумаги, за исключением случаев их приобретения в результате проведения новации;
- не более 50 % стоимости пенсионных резервов — в государственные ценные бумаги РФ и муниципальные ценные бумаги;
- не более 50 % стоимости пенсионных резервов — в ценные бумаги других эмитентов.¹⁶

¹⁶ www.pension.spros.ru.

Для населения России обращение к услугам НПФ — вопрос времени и доверия. Подключение НПФ к системе обязательного пенсионного страхования не только создаст для НПФ новый рынок, но и придаст новый импульс добровольному пенсионному обеспечению за счет повышения узнаваемости НПФ как института коллективного инвестирования.

Далее рассмотрим следующий вид коллективного инвестора — инвестиционный фонд. Законодатель выделяет акционерные и паевые инвестиционные фонды. К числу юридических лиц относится только акционерный инвестиционный фонд, создаваемый в форме открытого акционерного общества, которое привлекает денежные средства граждан и юридических лиц путем открытой эмиссии своих акций, предполагает инвестировать или инвестирует не менее 50 % стоимости активов в ценные бумаги других эмитентов и фирменное наименование которого содержит слова «акционерный инвестиционный фонд» или «инвестиционный фонд». Акционерный инвестиционный фонд вправе осуществлять свою деятельность только на основании специального разрешения (лицензии). Акционерами акционерного инвестиционного фонда не могут являться специализированный депозитарий, регистратор, оценщик и аудитор, заключившие соответствующие договоры с этим акционерным инвестиционным фондом.

Имущество акционерного инвестиционного фонда подразделяется на имущество, предназначенное для инвестирования (инвестиционные резервы), и имущество, предназначенное для обеспечения деятельности его органов управления и иных органов акционерного инвестиционного фонда, в соотношении, определенном уставом акционерного инвестиционного фонда.

Устав акционерного инвестиционного фонда в дополнение к положениям, предусмотренным Федеральным законом «Об акционерных обществах», должен содержать положение о том, что исключительным предметом деятельности этого акционерного инвестиционного фонда является инвестирование в имущество, определенное в соответствии с законом и указанное в его инвестиционной декларации.

Инвестиционная декларация, изменения или дополнения к ней утверждаются общим собранием акционеров акционерного инвестиционного фонда, если ее утверждение не отнесено его уставом к компетенции совета директоров (наблюдательного совета) этого фонда. Инвестиционная декларация, а также все изменения или дополнения к ней в 10-дневный срок со дня утверждения представляются в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Специалисты в области работы акционерных инвестиционных фондов, например В. М. Аскинадзи, В. Ф. Максимова, В. С. Петров считают, что в настоящее время основными проблемами являются устаревшая нормативная база, проблема двойного налогообложения (сначала фонды должны платить налог на полученную прибыль, а затем акционеры фондов платят налог на доходы физических лиц), отсутствие жесткого государственного регулирования депозитариев инвестиционных фондов.¹⁷ Представляется, что в новых условиях назрела необходимость того, чтобы правовая база была приведена в соответствие с требованиями к коллективным инвесторам и к повышению уровня защиты прав индивидуальных инвесторов.

С конца 1996 г. на российском рынке функционируют новые институты коллективного инвестирования — паевые инвестиционные фонды (ПИФ). В начале декабря 2001 г.

¹⁷ Аскинадзи В. М., Максимова В. Ф., Петров В. С. Инвестиционное дело. С. 42.

вступил в силу Федеральный закон № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».¹⁸ При разработке Закона учитывались нормы и директивы европейского сообщества о регулировании инструментов коллективных инвестиций (EU UCITS). В соответствии со ст. 10 Закона ПИФ — обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией.¹⁹

Паевой инвестиционный фонд, в отличие от акционерного фонда, как упоминалось выше, не является юридическим лицом. Коллективным инвестором является управляющая компания инвестиционного фонда. Идея законодателя в следующем: в нашей стране ПИФы создавались по зарубежному образцу для совершенствования инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг. В качестве образца была выбрана модель контрактных фондов.²⁰ Достоинство такой модели в российских условиях заключается в том, что контрактный фонд может быть создан без образования юридического лица, что позволяет избежать двойного налогообложения, которому подвергаются негосударственные пенсионные фонды (НПФ) в России. Это означает, что плательщиком налога на доходы, полученные в виде прироста стоимости пая, будут юридические и физические лица — пайщики фонда. Доход от владения паем возникает только в момент его реализации (выкупа) и облагается по принятой ставке обложения дохода. Дивидендов по инвестиционным паям не начисляется.

Иными словами, ПИФ представляет собой «денежный мешок», сформированный из средств вкладчиков. Средства таких инвесторов аккумулируются в единый пул, который в дальнейшем управляющая компания (УК) на основе договора о доверительном управлении размещает в некие активы. Таким образом, имущество фонда увеличивается или уменьшается на величину прибыли или убытка, полученных от управления средствами пайщиков.

Учредитель доверительного управления передает имущество управляющей компании для включения его в состав паевого инвестиционного фонда с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления. Имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, является общим имуществом владельцев инвестиционных паев и принадлежит им на праве общей долевой собственности. Раздел имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и выдел из него доли в натуре не допускаются.

В основе взаимодействия пайщика, ПИФа и УК лежит *договор доверительного управления*. Согласно ст. 1012 ГК РФ по договору доверительного управления имуществом одна сторона (учредитель управления) передает другой стороне (доверительному управлению) на определенный срок имущество в доверительное управление, а другая сторона обязуется осуществлять управление этим имуществом в интересах учредителя управления или указанного им лица (выгодоприобретателя).²¹ Как видно из легального

¹⁸ Федеральный закон от 3 декабря 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» // СЗ РФ. 2001. № 49. Ст. 4562.

¹⁹ Федеральный закон от 3 декабря 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах». Ст. 10.

²⁰ Аскинадзи В. М., Максимова В. Ф., Петров В. С. Инвестиционное дело. С. 43.

²¹ Гражданский кодекс РФ, часть вторая. Федеральный закон от 26 января 1996 г. № 14-ФЗ // СЗ РФ. 1996. № 5. Ст. 410.

определения, договор считается реальным, т. е. он считается заключенным с момента передачи имущества учредителем управления доверительному управляющему (п. 2 ст. 433 ГК РФ).

В. В. Витрянский относит данный договор по своей целевой направленности к категории гражданско-правовых обязательств по оказанию услуг, так как «именно в качестве услуги можно квалифицировать осуществление доверительным управляющим управления доверенным ему имуществом в интересах собственника (учредителя доверительного управления) или назначенного им лица (выгодоприобретателя)».²² При этом реальный характер договора имеет значение для квалификации данного типа обязательств как обязательства по оказанию услуг, поскольку учредитель доверительного управления не несет обязанности по передаче имущества доверительному управляющему, как это имеет место в обязательствах по передаче имущества (например, в купле-продаже, мене, аренде и др.).

Как справедливо отмечает З. Э. Беневоленская, «реальный характер договора не является очевидным», так как согласно ст. 433 ГК РФ, если в соответствии с законом для заключения договора необходима передача имущества, договор считается заключенным с момента передачи имущества. Глава 53 ГК РФ не предусматривает передачу имущества как обязательный признак основания заключения договора. Тем не менее З. Э. Беневоленская признает, что данный договор является реальным, так как на это указывают многие положения главы 53 ГК РФ.²³ Представляется, что к передаче имущества должны применяться правила ст. 224 ГК РФ (передача вещи) в силу указания п. 2 ст. 433 ГК РФ (момент заключения договора), так как в главе 53 ГК РФ специальные нормы об этом отсутствуют.

Срок действия договора доверительного управления ПИФом, указываемый в правилах доверительного управления ПИФом, не должен превышать 15 лет. Владельцы инвестиционных паев несут риск убытков, связанных с изменением рыночной стоимости имущества, составляющего ПИФ. Передача учредителями доверительного управления в доверительное управление ПИФом имущества, находящегося в залоге, не допускается.

Организациями, участвующими в управлении и обслуживании фонда, являются УК, специализированный депозитарий, регистратор и аудитор. Федеральная служба по финансовым рынкам России (ФСФР) лицензирует всех этих участников. Взаимоотношения между всеми этими организациями регулируются договорами. Предусмотренное законодателем разделение функций направлено на защиту интересов пайщиков. Кроме того, все участники должны иметь государственные лицензии, а компании, участвующие в инвестировании, должны раскрывать информацию о деятельности фонда и предоставлять оперативную отчетность в ФСФР.

УК осуществляет доверительное управление ПИФом путем совершения любых юридических и фактических действий в отношении составляющего его имущества, а также осуществляет все права, удостоверенные ценными бумагами, составляющими ПИФ, включая право голоса по голосующим ценным бумагам. Эта схема управления сочетает в себе одновременно простоту и надежность. ПИФ не акционерное общество (которое является юридическим лицом), у него нет совета директоров, правления или дирекции,

²² Брагинский М. И., Витрянский В. В. Договорное право. Книга третья: Договоры о выполнении работ и оказании услуг. М., 2002. С. 839.

²³ Беневоленская З. Э. Доверительное управление имуществом в сфере предпринимательства. М., 2002. С. 105.

ему не нужно проводить общие собрания акционеров, что позволяет избежать многих трудностей, которые в настоящее время в России зачастую ставят в сложное положение общество в связи со значительным числом акционеров.

Л. Г. Ефимова под доверительным управлением понимает «профессиональную деятельность управляющего, которая заключается в совершении им комплекса юридически значимых и фактических действий (включая организационные) с имуществом учредителя, направленных на получение максимально возможной прибыли».²⁴

Необходимо отметить, что доверительное управление в соответствии с вышеупомянутой ст. 1012 Гражданского кодекса Российской Федерации — прежде всего *деятельность* доверительного управляющего. Таким образом, если в договоре доверительного управления не предусмотрена цель, а это допускается законом, то оценивать управление с точки зрения достигнутого результата невозможно. Так и управление имуществом ПИФа позволяет не гарантировать результат (доходность), а лишь говорит о профессиональном управлении, позволяющем инвестировать вложения пайщиков в доходные активы.

В соответствии с п. 6 ст. 11 Закона правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом должны содержать одно из следующих условий:

— наличие у владельца инвестиционных паев права в любой рабочий день требовать от управляющей компании погашения всех принадлежащих ему инвестиционных паев и прекращения тем самым договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом между ним и управляющей компанией или погашения части принадлежащих ему инвестиционных паев;

— наличие у владельца инвестиционных паев права в течение срока, установленного правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом, требовать от управляющей компании погашения всех принадлежащих ему инвестиционных паев и прекращения тем самым договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом между ним и управляющей компанией или погашения части принадлежащих ему инвестиционных паев;

— отсутствие у владельца инвестиционных паев права требовать от управляющей компании прекращения договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом до истечения срока его действия иначе, как в случаях, предусмотренных законом.²⁵

Паевые инвестиционные фонды, правила доверительного управления которых предусматривают одно из указанных выше условий, называются соответственно открытыми паевыми инвестиционными фондами, интервальными паевыми инвестиционными фондами и закрытыми паевыми инвестиционными фондами. Каждый инвестиционный пай удостоверяет одинаковую долю в праве общей собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, и одинаковые права.

Инвестиционный пай не является эмиссионной ценной бумагой. Права, удостоверяемые инвестиционным паем, фиксируются в бездокументарной форме. Количество инвестиционных паев, выдаваемых управляющими компаниями открытого и интервального паевых инвестиционных фондов, не ограничивается. Количество

²⁴ Ефимова Л. Г. Доверительные (трастовые) операции коммерческих банков // Хозяйство и право. 1994. № 1. С. 30–50.

²⁵ Федеральный закон от 3 декабря 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах». Пункт 6 ст. 11 // СЗ РФ. 2001. № 49. Ст. 4562.

инвестиционных паев, выдаваемых управляющей компанией закрытого паевого инвестиционного фонда, указывается в правилах доверительного управления этим паевым инвестиционным фондом. Инвестиционный пай не имеет номинальной стоимости. Количество инвестиционных паев, принадлежащих одному владельцу, может выражаться дробным числом. Выпуск производных от инвестиционных паев ценных бумаг не допускается.

Открытые фонды могут выпускать и выкупать паи по требованию инвестора. Как правило, паи таких фондов продаются и покупаются по стоимости чистых активов фонда в расчете на пай. Существует опасность того, что открытые фонды могут инвестировать в активы с ограниченной ликвидностью, например, недвижимость. Тогда, в случае предъявления требований о выкупе большой группой инвесторов фонд будет вынужден продать неликвидные активы и, следовательно, получит за них более низкую, по сравнению с рыночной, цену. Таким образом, инвесторы, оставшиеся в фонде, будут нести непропорционально большой ущерб в результате падения стоимости активов фонда. Поэтому регулятор должен ограничивать круг активов, в которые открытый фонд может инвестировать средства.

Закрытые фонды, как правило, осуществляют первичное размещение паев путем публичной продажи. После этого они могут осуществлять дополнительные выпуски паев только при согласии всех существующих инвесторов фонда. Закрытые фонды по своей организационной структуре больше всего напоминают акционерные общества. Закрытые фонды обычно не вправе выкупать доли инвесторов, кроме случаев официального уменьшения размера капитала, что тоже осуществляется с согласия акционеров.

С целью повышения защиты вкладчиков ФСФР требует от управляющих компаний четко указывать категорию фонда в зависимости от основных направлений инвестирования: фонды недвижимости; фонды денежного рынка; фонды смешанных инвестиций; фонды акций; индексные фонды (формируются из акций в той пропорции, в которой они представлены в выбранном фондовом индексе); фонды венчурных инвестиций; фонды прямых инвестиций.

Законодатель предъявляет различные требования к минимальной сумме, по достижении которой фонд считается сформированным. Для открытых и закрытых паевых фондов это 2,5 млн рублей, а для интервальных эта сумма равна 5 млн рублей. В состав активов инвестиционных фондов могут входить:

- денежные средства, в том числе в иностранной валюте;
- государственные ценные бумаги Российской Федерации и государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации;
- муниципальные ценные бумаги;
- акции и облигации российских открытых акционерных обществ;
- ценные бумаги иностранных государств;
- акции иностранных акционерных обществ и облигации иностранных коммерческих организаций;
- иные ценные бумаги, предусмотренные нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Законодатель предъявляет определенные требования и к структуре портфеля. УК, к примеру, не может вкладывать все деньги в акции одной компании, поскольку ФСФР устанавливает предел для ценных бумаг одного эмитента — не более 20 % от стоимости активов фонда.

Еще один вид коллективного инвестора — страховые компании. Источники прибыли любой страховой компании, как правило, — это прибыль от инвестиционной деятельности. Следует отметить, что источником прибыли может быть и страховая деятельность компании, однако такой ситуации при «справедливом» расчете премий практически быть не должно или же прибыль мала, иначе нарушается принцип эквивалентности потоков платежей. В общемировой практике объем выплат составляет более 90 % от величины собранных премий, но в нашей стране этот показатель в среднем равен 70 %, т. е. по существу российские страховщики завышенно оценивают принимаемые риски и вероятность наступления страховых случаев.

Однако на современном этапе развития Российской Федерации все большее значение приобретает необходимость расширения инвестиционной деятельности страховых компаний. Инвестиционная деятельность определяет саму возможность предоставления страховых услуг за счет обеспечения формирования достаточного страхового фонда. Прежде всего это касается тех видов страхования, где планируемая доходность от инвестиций учитывается при расчете тарифов (страхование жизни), или там, где обязательства страховщика выражены в денежных единицах, отличных от тех, в которых формируются страховые резервы. Наряду с этим хорошо организованная инвестиционная деятельность обеспечивает качество предоставляемых услуг и определяет рыночное положение страховщика, а также влияет на основные характеристики страхового продукта, прежде всего на его стоимость, и на фактическое исполнение обязательств страховщика, определяемое сроками страховых выплат.

Инвестиционная деятельность страховщика, как и любого другого инвестора, регулируется Федеральным законом от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений». Из-за специфики страховой деятельности помимо норм Закона размещение страховщиками временно свободных средств регулируется также положениями Закона РФ «Об организации страхового дела в Российской Федерации» и Правилами размещения страховщиками страховых резервов (утвержденными приказом Минфина России от 8 августа 2005 г. № 100н).²⁶

Реализация инвестиционного потенциала страховой организации представляет собой процесс инвестирования страхового фонда и собственного капитала.

Инвестиционный доход — дополнительный источник прибыли страховщика, кроме прибыли от проведения страховых операций. Доходы от инвестиционной деятельности могут быть использованы как на компенсацию убытков от страховых операций, на развитие страхового дела, так и в коммерческих целях или на потребление.

По мнению В. А. Сухова, концентрация страховщиками в своих руках значительных финансовых ресурсов превращает страхование в важнейший фактор развития экономики путем активной инвестиционной политики.²⁷

Страховая компания самостоятельно определяет свою инвестиционную стратегию для размещения собственных средств и страховых резервов. При выборе объекта инвестиций следует учитывать взаимозависимость риска и дохода, т. е. соблюдать принцип диверсификации вложений. Так, часть средств может быть направлена

²⁶ Закон РФ от 27 ноября 1992 г. № 4015-1 (ред. от 27 июля 2010 г.) «Об организации страхового дела в Российской Федерации» // Российская газета. 1993. 12 янв.

²⁷ Сухов В. А. Государственное регулирование финансовой устойчивости страховщиков. М., 1995. С. 45.

в низкодоходные и малорискованные инвестиции, а другая часть — в высокодоходные, но с высокой степенью риска. В результате инвестиционный риск будет распределен между различными видами вложений, что обеспечит устойчивость инвестиционного портфеля страховщика.

Для защиты страхователей от потерь, которые они могут понести в случае неплатежеспособности страховщиков, органы государственного страхового надзора осуществляют регулирование инвестиционной деятельности страховых организаций и в первую очередь контролируют инвестирование средств страховых резервов. В частности, порядок осуществления страховыми организациями инвестиционной деятельности регламентирован «Правилами размещения страховщиками страховых резервов», утвержденными Приказом министра финансов РФ от 22 февраля 1999 г. В соответствии с этими правилами страховые резервы могут быть размещены в следующие виды активов:

- 1) государственные ценные бумаги РФ — без ограничений;
- 2) государственные ценные бумаги субъектов РФ и муниципальные ценные бумаги — в размере не более 30 % от суммарной величины страховых резервов. При этом суммарная стоимость государственных ценных бумаг одного субъекта РФ не может превышать 15 % от суммарной величины страховых резервов, а суммарная стоимость муниципальных ценных бумаг одного органа местного самоуправления не может превышать 10 % от суммарной величины страховых резервов;
- 3) вклады (депозиты) и векселя банков, имеющих лицензию на осуществление банковских операций, выданную Центральным банком РФ, а также депозитные сертификаты банка, условия выпуска и обращения которых утверждены выпускающим банком и зарегистрированы в Центральном банке РФ, — в размере не более 40 % от суммарной величины страховых резервов;
- 4) денежные средства на счетах в банках, в том числе в иностранной валюте;
- 5) акции (за исключением акций страховых организаций) и облигации, включенные в котировальные листы организаторов торговли на рынке ценных бумаг, — в размере не более 30 % от суммарной величины страховых резервов. При этом суммарная стоимость ценных бумаг, эмитированных одним юридическим лицом и включенных в котировальный лист первого уровня хотя бы одним организатором торговли на рынке ценных бумаг, не может превышать 10 % от суммарной величины страховых резервов. Суммарная стоимость ценных бумаг, эмитированных одним юридическим лицом и не включенных в котировальный лист первого уровня ни одним организатором торговли на рынке ценных бумаг, но включенных в котировальный лист второго уровня хотя бы одним организатором торговли на рынке ценных бумаг, не может превышать 5 % от суммарной величины страховых резервов;
- 6) доли в уставном капитале обществ с ограниченной ответственностью и вклады в складочный капитал товариществ на вере (за исключением долей и вкладов в уставном или складочном капитале страховщиков), в учредительных документах которых не предусмотрено правовых оснований, препятствующих изъятию средств в разумно короткие сроки, а также ценные бумаги, не включенные в котировальный лист ни одним организатором торговли на рынке ценных бумаг, — не более 10 % от суммарной величины страховых резервов;
- 7) жилищные сертификаты — в размере не более 5 % от суммарной величины страховых резервов;

8) инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов, проспект эмиссии и правила которых зарегистрированы Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг, и сертификаты долевого участия в общих фондах банковского управления, зарегистрированных в установленном порядке в Центральном банке РФ, — в размере не более 5 % от суммарной величины страховых резервов;

9) недвижимое имущество, за исключением отдельных квартир, а также воздушных, водных судов и космических объектов, — не более 20 % от страховых резервов по страхованию жизни и не более 10 % от страховых резервов по иным видам страхования. При этом максимальная стоимость одного объекта недвижимости не может превышать 10 % от суммарной величины страховых резервов;

10) денежную наличность;

11) слитки золота и серебра, находящиеся на территории РФ, — не более 10 % от суммарной величины страховых резервов.

При этом суммарная стоимость ценных бумаг, прав собственности на долю в уставном капитале, средств на банковских вкладах (депозитах), в том числе удостоверенных депозитными сертификатами, а также в общих фондах банковского управления одного банка не может превышать 15 % от суммарной величины страховых резервов. Кроме того, страховые резервы могут быть размещены только в ценные бумаги, которые отвечают следующим требованиям:

а) допущены к выпуску и обращению на территории РФ, прошли государственную регистрацию в органах, определенных законами и другими правовыми актами, и получили в установленном порядке государственный регистрационный номер, если иное не предусмотрено законодательством;

б) выпущены иностранными эмитентами и допущены к обращению на фондовых биржах или иных организаторах торговли на рынке ценных бумаг, имеющих лицензию (разрешение) на осуществление деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, выданную соответствующим уполномоченным органом.

Величина страховых резервов, размещенных в активах, не относящихся к активам, расположенным на территории РФ, не может составлять более 20 % от суммарной величины страховых резервов страховщика.

Известно, что у европейских и американских страховщиков основной центр прибыли находится именно в сфере управления активами, для большинства российских компаний инвестиционная деятельность носит вспомогательный характер, а основные доходы страховые компании получают непосредственно от деятельности по страхованию.

В то же время страховщики, которые уделяют недостаточно внимания получению инвестиционного дохода от размещения средств страховых резервов, уже через несколько лет рискуют оказаться проигравшими в конкурентной борьбе, ведь компании, получающие более высокий инвестиционный доход, могут снижать тарифы, причем это будет отражением их реальных конкурентных преимуществ.