

## ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ: АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ И ВОЗМОЖНОСТИ ВОСПРИЯТИЯ

© 2011 А.А. Пащенко

Санкт-Петербургский государственный университет

E-mail: OET2004@yandex.ru

Проанализированы основные особенности регулирования рынков коллективных инвестиций в зарубежных странах. Подчеркнуто значение восприятия зарубежного опыта для преодоления последствий финансово-экономического кризиса.

*Ключевые слова:* инвестиции, коллективные инвестиции, государственная поддержка, ценные бумаги.

Коллективное инвестирование - это схема, при которой средства множества вкладчиков инвестируются профессиональным управляющим в ценные бумаги или иные активы в целях получения прироста на вложенный капитал. Рынок коллективных инвестиций появился в России относительно недавно. Однако он интенсивно развивается. Рынок сегодня представлен тремя финансовыми институтами: паевыми инвестиционными фондами (ПИФы), акционерными инвестиционными фондами (АИФы) и общими фондами банковского управления (ОФБУ). Данные формы коллективного инвестирования охватывают практически все виды инвестиций: ценные бумаги, денежные средства и т.д. Актуальность совершенствования регулирования данного рынка, в том числе на основе восприятия зарубежного опыта, обусловлена тем, что его развитие затрагивает множество приоритетных для страны отраслей.

Для достижения цели данной статьи - анализа ключевых особенностей практики регулирования рынков коллективных инвестиций в зарубежных странах - в первую очередь отметим, что в парадигме зарубежных разработок все коллективные инвестиции можно идентифицировать как "пулы активов" (pools of assets). В процессе их размещения принимают участие все инвесторы специфического портфеля. Однако юридические формы коллективного инвестирования различаются. В частности, в странах ОЭСР существуют три базовые юридические структуры коллективного инвестирования:

1) корпоративная форма (corporate form), когда коллективные инвестиции являются отдельным корпоративным юридическим лицом, а инвесторы являются акционерами;

2) форма траста (trust form), когда коллективные инвестиции организуются как траст;

3) договорная (контрактная) форма (contractual form), когда коллективные инвестиции являются контрактом, в соответствии с которым инвестиционный менеджер размещает средства от имени последнего инвестора.

В ряде стран разрешена лишь одна юридическая форма коллективного инвестирования, в других - больше одной. Основу формируют коллективные инвесторы развитых стран. Они активно расширяют свою деятельность по территориальному признаку. Частные фонды акций, расположенные главным образом в США и Великобритании, традиционно предпочитали работать на национальных рынках. Однако в настоящее время можно отметить тенденцию переноса деятельности таких инвесторов в другие страны и регионы мира. В 2009 г. 10 % их вложений были осуществлены вне Европы и Северной Америки. В Азии их внимание привлекают компании с увеличивающимся потенциалом, но с проблемами финансового характера, обусловленными финансовым кризисом (или длительной рецессией - в Японии).

Тенденции динамики мировой экономики оказывают существенное воздействие на экспортирование и импортирование средств коллективных инвесторов.

Во-первых, усиливающаяся конкуренция на мировом финансовом рынке и финансовое дерегулирование в экономически развитых странах облегчают вложение капитала коллективных инвесторов, не всегда подпадающих под действие норм национального законодательства.

Во-вторых, в течение последних десятилетий многие страны с экономическими системами, на-

ходящимися в переходном состоянии, ориентированы на финансовую либерализацию рынков, что интенсифицирует конкуренцию; они открывают страновые рынки для иностранных эмитентов и инвесторов, банковских и небанковских финансовых посредников, в том числе коллективных инвесторов.

В дополнение к увеличивающейся открытости рынков перед инвестициями иностранных посредников либерализация, дерегулирование, во-первых, обусловили возникновение конгломератов, предлагающих банковские услуги параллельно с услугами по управлению ценными бумагами, финансовыми и иными активами, страховыми и другими финансовыми продуктами. Во-вторых, консолидации также способствовало увеличение активности коллективных инвесторов в области слияний и поглощений. В-третьих, процесс секьюритизации и расширения рынков деривативов дал возможность коллективным инвесторам переводить и распределять (как внутри, так и вне границ страны) диапазон рисков, которые ранее непосредственно отражались на величине их прибыли. Ряд крупных коллективных инвесторов играют важную роль на рынках специализированных продуктов, таких как услуги другим важным субъектам, в частности, оказание первичных брокерских услуг хеджевыми фондами. В-четвертых, коллективные инвесторы увеличили свои возможности по управлению рисками в целом.

В развитых странах сформирована широкая информационная база, охватывающая нормы наблюдения и контроля, нормативные структуры и принципы организации, а также управление коллективными инвестициями. Отдельное внимание уделяется анализу нормативной структуры и системам управления коллективными инвестициями, главным образом механизмам обеспечения защиты инвесторов и урегулирования конфликтов интересов.

Одним из подходов к разрешению потенциальных конфликтов может быть формирование высоких ограничительных правил для регуляторов коллективных инвестиций. Однако большая часть исследователей данной проблемы считают, что такой подход будет крайне жестким. Вместо этого применяется практика формирования строго очерченных, но одновременно гибких управляющих структур, включающих в себя: 1) общепринятые нормы поведения, интегрирующие

официальные правила и примеры из практики индустрии; 2) юридическую и регулятивную среду, в которой детально отслеживается соответствие таким нормам.

Рассмотрим примеры из зарубежной практики.

В США Комиссия по ценным бумагам и биржам предложила правило, требующее от зарегистрированных инвестиционных советников фонда раскрывать свои полномочия по практике голосования в доступной широким слоям населения регистрационной форме.

Законодательство ФРГ о коллективных инвестициях обязывает инвестиционных менеджеров функционировать только в интересах индивидуальных инвесторов и особо подчеркивает важность реализации прав голосования в данном контексте. Как правило, инвестиционная компания обязана соблюдать права голосования, привязанные к акциям. Инвестиционная компания может предоставлять третьему лицу право голосования только в исключительных случаях. Тогда она обязана предоставить инструкции по реализации такого права. Наблюдатель за банками уполномочен разрабатывать директивы в этой области.

Комиссия по биржевым операциям Франции регулирует деятельность коллективных инвесторов, функционирующих в области корпоративного управления. Операторы коллективных инвестиций обязаны иметь возможность свободной реализации прав, обусловленных владением акциями коллективного инвестора: право приходить на собрания акционеров, принимать участие в ассоциациях по защите прав акционеров и инициировать юридические действия (процедуры). Данные права должны быть реализованы только в интересах индивидуальных инвесторов, а от операторов коллективных инвестиций требуется реализация прав голосования в годовых отчетах коллективного инвестора.

Законодательство Японии о коллективных инвестициях требует от операторов коллективных инвестиций реализации права голосования от имени индивидуальных инвесторов, равно как и иные права акционера, обусловленные наличием акций из портфеля коллективного инвестора. От операторов коллективного инвестирования требуется действовать в интересах индивидуальных инвесторов.

Все иностранные директивы индустрии коллективного инвестирования не являются обяза-

тельными, они не диктуют, обязаны ли коллективные инвесторы или операторы коллективных инвестиций всегда голосовать или реализовывать иные права акционера. Они скорее увеличивают потребность операторов коллективных инвестиций функционировать строго в соответствии с интересами коллективного инвестора. Операторы коллективных инвестиций могут сами принимать решение о степени собственного влияния на управление объектами коллективного инвестирования. Особое внимание в зарубежных директивах уделяется необходимости раскрытия информации перед индивидуальными инвесторами.

Можно особо подчеркнуть ряд проблем, обуславливающих актуальность восприятия зарубежного опыта регулирования рынка коллективных инвестиций в России: 1) недостаточно проработанная законодательная база, связанная с финансовым рынком и важностью регламентации всех сторон деятельности публичных компаний; 2) лимитированное предложение ценных бумаг широким слоям населения; 3) недостаточный уровень развития ключевых институтов финансового рынка. Для решения таких проблем важно обеспечить концентрацию торговли на регулируемых рынках, а равно обеспечить развитие нормативной базы деятельности инвестиционных посредников, чья деятельность связана с наибольшими рисками.

Указанные действия будут способствовать развитию рынка коллективного инвестирования в РФ. Важно отметить еще один фактор - соответствие международным нормам. Требования к регистрации на международных биржах значительно выше, чем на национальных; это же относится и к конкуренции. Одновременно с регистрацией на международном рынке паи отечественных компаний должны пройти листинг в России. На национальных биржах должно быть предложено не менее 10 % их паев. Это будет

способствовать как насыщению отечественного рынка высококачественными бумагами, так и укреплению связи с мировым финансовым рынком.

Можно сделать вывод о том, что одной из актуальных ключевых тенденций развития рынков коллективных инвестиций является интеграция их субъектов. Это обусловлено интернационализацией финансовых рынков, универсализацией норм деятельности коллективных инвесторов, увеличением диапазона финансовых инструментов. Интеграция является фактором финансовой стабильности таких рынков. Однако нельзя однозначно утверждать, что она представляет собой фактор стабилизации финансовой системы в целом. Это подчеркивает важность оптимизации странового законодательства, ориентированной на рост степени интеграции коллективных инвесторов. Для максимизации выгод и минимизации потенциальных рисков важно совершенствовать механизмы многонационального сотрудничества как для реализации функций надзора, так и для антикризисного управления.

---

1. Булатов В.В. Закрытый паевой инвестиционный фонд и секьюритизация коллективных инвестиций в недвижимость // Реальность и перспективы . 2004. № 10.

2. Гончаренко Л.И., Тепляшина С.М. Влияние налогообложения на развитие рынка коллективных инвестиций в России (на примере налогообложения доходов инвесторов - физических лиц) // Финансы и кредит. 2007. № 6.

3. Куценко В.В. Закрытый паевой инвестиционный фонд как коллективный инструмент инвестирования // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2004. № 7.

4. Тепляшина С.М. К вопросу о налоговом регулировании российского рынка коллективных инвестиций // Финансы и кредит. 2008. № 7.

5. Шевченко Г.Н. Ценные бумаги "коллективного инвестирования" // Журн. рос. права. 2005. № 6.

*Поступила в редакцию 03.02.2011 г.*