

УСЛУГИ ДОВЕРИТЕЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ ДЛЯ ЭФФЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Н.П. Гришина

Несмотря на значительное развитие фондового рынка в России, индивидуальное доверительное управление как услуга на этом рынке все еще не достаточно развита. В статье рассматриваются элементы процесса доверительного управления, а также основные его участники. Особая часть статьи посвящена сравнительному анализу форм доверительного управления: коллективное и индивидуальное инвестирование. В заключении представлены основные современные трудности и направления деятельности по их устранению в отношении развития услуги индивидуального доверительного управления в России для целей как частных, так и институциональных инвесторов.

Трастовые операции являются достаточно новыми для Российской экономики. Необходимость в доверительном управлении имуществом возникает только тогда, когда это имущество по своим размерам достигает таких масштабов и приобретает такие формы, что сам собственник уже не может квалифицированно распоряжаться им.

Западный опыт показывает, что трастовые операции связаны с управлением собственностью в виде крупных денежных фондов, недвижимости, но в первую очередь в виде портфеля ценных бумаг. Поэтому развитие трастовых операций напрямую зависит от состояния рынка ценных бумаг и наличия квалифицированных специалистов.

В соответствии с законодательством России, деятельностью по доверительному управлению ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги является осуществление доверительным управляющим от своего собственного имени за вознаграждение в течение определенного договором срока любых правомерных юридических и фактических действий с ценными бумагами учредителя управления в интересах выгодоприобретателя, а также действий по приобретению в интересах учредителя управления или в интересах иного указанного им лица ценных бумаг.

Обобщение опыта этой деятельности в России позволяет определить основные процедуры механизма доверительного управления:

1. Учредитель управления (физическое или юридическое лицо) определяет порядок управления активами с финансовым посредником – доверительным управляющим в соответствии с условиями предоставления услуги и, подписывает договор доверительного управления.
2. На основании подписанного договора учредитель перечисляет определенную денежную сумму в банк на счет доверительного управления, открываемый управляющему. В другом случае денежные средства поступают в кассу инвестиционной компании, предоставляющей услуги доверительного управления. В случае передачи в доверительное управление ценных бумаг учредитель переводит их на счет депо (счет доверительного управляющего) в депозитарии.
3. Управляющий формирует и управляет инвестиционным портфелем на рынке ценных бумаг, совершая допустимые договором и законодательством операции, используя при этом счет доверительного управления в банке (инвестиционной компании) и счет депо. На счет доверительного управления в банке (инвестиционной компании) поступают все средства, получаемые в ходе управления, а на счет депо – ценные бумаги.
4. Управляющий обеспечивает информационное обслуживание учредителя об исполнении договора доверительного управления, предоставляя соответствующие отчеты по указанным в договоре формам и срокам.
5. Получение выгодоприобретателем по окончании действия условий договора активов и дохода от управления в виде денежных средств и /или ценных бумаг.

Сегодня и предприятия, и частные лица имеют возможность использовать временно свободные активы для среднесрочных вложений с целью получения прибыли,

превышающий банковский процент по депозитам. Однако менеджеры предприятий, тем более, частные вкладчики по тем или иным причинам, часто не могут самостоятельно осуществлять эффективные операции на финансовых рынках. Это побуждает обращаться к профессионалам и с их помощью выбирать наиболее выгодные способы вложения средств. К таким профессиональным участникам фондового рынка относятся страховые компании, негосударственные пенсионные фонды, инвестиционные фонды, коммерческие банки, инвестиционные и управляющие компании.

Развитый рынок ценных бумаг служит основой для привлечения различных инвесторов, например, таких как *страховые компании*. В целях обеспечения финансовой устойчивости и гарантий выплат они законодательно обязаны инвестировать страховые резервы на принципах диверсификации, возвратности, прибыльности и ликвидности. Основным направлением инвестиций в данном случае являются государственные ценные бумаги, ценные бумаги субъектов Российской Федерации и органов местного самоуправления, банковские вклады, приобретение прав собственности на долю в уставном капитале акционерных обществ, недвижимое имущество и валютные ценности.

Негосударственные пенсионные фонды также входят в группу участников рынка ценных бумаг. С целью обеспечения социальной поддержки населения они осуществляют накопление добровольных пенсионных взносов с созданием пенсионных резервов и их размещением с соблюдением принципов надежности, сохранности, ликвидности и доходности.

Инвестиционные фонды являются одними из самых активных участников фондового рынка, к тому же и самыми первыми формированиями, которые получили возможность аккумулировать денежные средства населения. Они представляют собой открытые акционерные общества, которые осуществляют деятельность по привлечению денежных средств населения с целью их приумножения. Фонды размещают свои средства через управляющие компании, которые принимают на себя обязательство обеспечить приращение и возврат переданных ему финансовых ресурсов по договору доверительного управления.

Существует различная классификация форм доверительного управления. Как правило, выделяют коллективное и индивидуальное управление средствами. Коллективное инвестирование – это услуги доверительного управления финансовыми ресурсами в целях максимизации прибыли, которая достигается в результате концентрации финансового капитала и вложения его в надежные и высокоприбыльные активы. Классическим примером может служить *паевый инвестиционный фонд* (ПИФ) (хотя существуют и другие виды финансовых посредников). Организация и функционирование ПИФов позволяют инвесторам объединять свои сбережения с целью выгодных и безопасных вложений. Имущество пайщиков фондом сдается в доверительное управление профессионалам – финансовым менеджерам. Обычно это управляющая компания, которая имеет специальную лицензию и квалифицированный персонал. Таким образом, управляющая компания, оказывая инвестиционные услуги клиентам, принимает на себя обязательство приумножения их доходов.

Характерной чертой развития этой отрасли на современном этапе является стабильность. Это проявляется как в поступательном развитии инфраструктуры отрасли, так и в устойчиво хороших финансовых показателях. Перспективы развития отрасли во многом зависят от целого ряда факторов политического и экономического характера. На перспективы роста активов фондов влияет и привлечение новых инвесторов. На самом деле паевые фонды до сих пор ни разу не испытывали на себе массового притока пайщиков. Пока клиентура ПИФов – это, как правило, довольно искушенные инвесторы. Большое значение для развития отрасли будет иметь происшедшая либерализация законодательной базы паевых фондов (увеличение доли ценных бумаг одного эмитента в активах фонда и доли недвижимости в активах интервального фонда). Более прочному положению фондов на рынке будет способствовать появление новых достаточно

надежных и ликвидных финансовых инструментов, таких, например, как корпоративные облигации Газпрома, ЛУКОЙла.

С другой стороны, развитие системы паевых фондов в России сдерживается низкой инвестиционной грамотностью населения. Процесс вовлечения населения в инвестиционный процесс будет в первую очередь зависеть от активности информационной работы, как со стороны частных компаний, так и со стороны государственных органов. Сдерживающим фактором является также неэффективное налогообложение инвестируемых средств. В этой связи предлагается освободить от налогообложения средства физических лиц, инвестированных через инвестиционные фонды, снижая тем самым налогооблагаемую базу. В свою очередь, все средства, выводимые из фонда, облагать налогом полностью, т.е. облагать не прибыль, а выручку. Такая схема действует во многих развитых странах, где коллективное инвестирование получило широкое развитие.

Важнейшей проблемой коллективных инвесторов является отсутствие единых стандартов управления инвестициями и единого законодательства, регулирующего взаимоотношения в этой сфере. Единство стандартов означает распространение общих принципов управления на все виды коллективных инвестиций.

В отличие от паевых инвестиционных фондов, относящихся к коллективному инвестированию и объединяющих в единый портфель небольшие суммы сотен и тысяч инвесторов, индивидуальное доверительное управление предоставляет инвестору с солидной суммой средств все многообразие способов зарабатывания на ценных бумагах для достижения его инвестиционных целей.

Сегодня состоятельные инвесторы становятся все более опытными в работе на финансовых рынках и требовательными к качеству предоставляемых услуг. В этих условиях доверительные управляющие делают ставку на разнообразие и качество предоставляемых услуг и сопутствующих продуктов. При этом особое внимание уделяется тому, чтобы услуги в области управления активами были представлены ноу-хау. Кроме того, в современных условиях большое значение придается сегментации клиентской базы. Данные опроса 105 ведущих европейских участников рынка управления активами свидетельствуют¹, что в качестве основных целей группы клиентов выступают: улучшение обслуживания, разработка соответствующих продуктов для каждой категории клиентов, позволяющих удерживать существующих и привлекать новых инвесторов. Кроме того, в ходе сегментации выявляются наиболее приоритетные группы клиентов, с которыми связано получение наибольшего дохода, на них и концентрируется работа персонала. Критерии формирования групп клиентов многообразны: по величине накопленного состояния, по склонности к риску, по инвестиционным целям и др.

Заметим, что индивидуальное доверительное управление, являясь эксклюзивной, элитной услугой, учитывает, в отличие от ПИФов, предпочтения инвестора – он самостоятельно для себя определяет ту портфельную стратегию, которая отвечает его запросам доходности и риска и фиксируется в инвестиционной декларации. Кроме того, индивидуальное управление не ограничено в объектах инвестирования, как в случае паевых фондов. Если состав и структура активов паевого фонда каждого вида и типа чрезмерно ограничены и находятся под контролем депозитария, то индивидуальное доверительное управление допускает различные способы получения дохода.

Наряду с вышеперечисленным, индивидуальное доверительное управление имеет ряд других преимуществ перед паевыми фондами. Так, ПИФы подвержены снижению доходности на падающем рынке, однако в случае индивидуального доверительного управления можно зарабатывать даже на падении котировок акций. Суть вопроса в том, что индивидуальное доверительное управление допускает использование маржинальной торговли или торговли в кредит. В расчете на падение рынка заемные ценные бумаги

¹ European wealth and private banking Industry survey / IBM Business Consulting Services. 2003. P. 24.

продаются, а после падения окупаются для возврата – полученный доход идет в портфель клиенту. В расчете на рост котировок акции могут покупаться как на все клиентские, так и на заемные деньги. За счет этого возрастает доход на каждый вложенный учредителем управления рубль. При этом адекватно возрастают и суммы возможных убытков.

С ценными бумагами и в интересах клиента доверительный управляющий может совершать и так называемые «сделки РЕПО». Операции РЕПО – это фактически кредитование под залог ценных бумаг: сделки по продаже (покупке) ценных бумаг с обязательной последующей обратной их покупкой (продажей) через определенное время по определенной цене. Доверительный управляющий может также выйти на срочный рынок и совершать высокодоходные операции с фьючерсами и опционами или хеджировать (страховать) риски с помощью этих инструментов.

И, наконец, при индивидуальном доверительном управлении есть возможность установить ряд условий для ограничения риска. Это может быть «стоп-лосс», который гарантирует инвестору, что его портфель не опустится ниже заданного уровня, например, 95% от первоначальной стоимости (если инвестор нетерпим к риску), либо управляющий может даже гарантировать минимальную доходность на уровне 5 – 10%.

Выделенные формы доверительного управления наглядно отражены в сравнительной таблице (табл. 1).

Таблица 1

Сравнительный анализ форм доверительного управления

Коллективное инвестирование	Индивидуальное инвестирование
Среднее качество предоставляемых услуг	Высокое качество обслуживания клиента
Низкая степень свободы выбора инвестиционной стратегии	Не ограниченный выбор объектов инвестирования
Снижение доходности на падающем рынке	Возможность зарабатывать на падении котировок акций
Использование собственных средств исключительно	Возможность маржинальной торговли
Небольшой размер начального капитала	Сравнительно крупный начальный взнос для открытия счета
Ограничение риска на усмотрение управляющей компании	Установление «стоп-лосса» по решению инвестора

Особенностью доверительного управления ценными бумагами в России является тот факт, что в силу сложившегося законодательства, существует три различные системы применения механизма доверительного управления по отношению к одним и тем же объектам – ценным бумагам и средствам инвестирования:

1. Доверительное управление в качестве профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.
2. Доверительное управление по схеме ОФБУ.
3. Доверительное управление по схеме ПИФа.

В основе каждой системы лежат единые принципы. Банки и управляющие компании ПИФов свободны в своем выборе и могут сочетать в своей практике эти системы. Сам механизм доверительного управления в соответствии с ГК РФ можно представить в виде процесса. Учредитель управления определяет порядок управления активами доверительным управляющим и подписывает договор доверительного управления. На основании подписанного договора учредитель перечисляет определенную денежную сумму в банк на счет доверительного управляющего или на счет управляющей инвестиционной компании. В случае передачи в доверительное управление ценных бумаг учредитель переводит их на счет ДЕПО в депозитарий. Доверительный управляющий формирует и управляет инвестиционным портфелем на рынке ценных бумаг, совершая на нем допустимые договором и законодательством операции, используя при этом счет доверительного управления и/или счет ДЕПО. Доверительный управляющий

предоставляет соответствующий отчет учредителю и выгодоприобретателю по указанным в договоре формам и срокам. В договоре о доверительном управлении необходимо четко оговорить состав предоставляемой управляющим информации. Для учредителя управления должна быть доступна информация о деятельности доверительного управляющего, предоставленная в следующих документах:

- справке о состоянии инвестиционного портфеля на определенную дату. В ней должны быть отражены структура портфеля, балансовая и оценочная стоимость портфеля;
- отчете о движении денежных средств и ценных бумаг по счету клиента;
- итоговом отчете, включающем в себя доходы / убытки, сумму расходов и комиссионного вознаграждения.

Далее выгодоприобретатель по окончании действия договора получает активы, доход от управления в виде денежных средств или ценных бумаг. Деятельность по доверительному управлению ценными бумагами и денежными средствами осуществляется на основании договора, заключаемого между учредителем управления и доверительным управляющим. Важными пунктами договора являются:

- состав имущества, передаваемого в доверительное управление;
- наименование юридического лица или имя гражданина – выгодоприобретателя;
- система вознаграждения управляющего;
- инвестиционная декларация;
- срок действия договора.

Чаще всего доходы доверительного управляющего устанавливаются в виде комиссионного вознаграждения, которое определяется как регулярные (раз в квартал, раз в год) отчисления от дохода или прибыли – доход без гарантированной ставки. Однако вознаграждение может устанавливаться и как определенный процент от основной суммы имущества, переданного в доверительное управление, уплачиваемой периодически или после окончания действия договора о трасте, – гарантированная ставка дохода.

Договоры с гарантированной ставкой подразумевают консервативное управление имуществом учредителя. Если говорить о фондовом рынке, то это покупка государственных и муниципальных ценных бумаг. Недостатком этой системы является отсутствие у управляющего стимула в эффективном размещении активов, так как независимо от того, будет получена прибыль или нет, он получает фиксированную комиссию.

При заключении договора без гарантированной ставки к перечисленным в первом варианте видам вложений добавляются корпоративные ценные бумаги и инструменты срочного рынка. Вознаграждение управляющего составляет долю от полученного по договору дохода.

Если рассматривать траст в классическом его представлении, то следует отметить, что договором не предусматривается условие возвратности оценочной стоимости инвестиционного портфеля или первоначальной суммы средств инвестирования. В России же при прекращении договора доверительного управления учредитель не получает назад свои ценные бумаги, а только их стоимость в денежной форме. Несовершенство нормативной базы, проявление различных форм экономического мошенничества и другие факторы создают проблемы для развития доверительного управления. Управляющий испытывает затруднения при привлечении активов и их размещении. Поэтому, помимо обязательных условий, установленных законодательством РФ, договор доверительного управления средствами инвестирования в ценные бумаги должен содержать инвестиционную декларацию управляющего, в которой определяются направления и способы инвестирования денежных средств учредителя управления.

С одной стороны, эта декларация ограничивает свободу действия доверительного управляющего. В ней указываются такие объекты инвестирования, приобретение которых

учредитель управления рассматривает как наиболее эффективное. С другой стороны, декларация защищает его от возможных претензий учредителя управления по поводу несоблюдения интересов последнего. Следовательно, риск возникновения убытков распределяется между доверительным управляющим и учредителем управления. Приобретение доверительным управляющим указанных учредителем управления ценных бумаг не означает отсутствия необходимости управляющему действовать разумно и добросовестно, не допуская ущемления интересов учредителя.

Таким образом, *размещение средств в акции и другие ценные бумаги посредством доверительного управления является, по мнению большинства аналитиков, наиболее прибыльным способом увеличить свой капитал частному инвестору, хотя и достаточно рискованным*. Несмотря на возможность временной потери стоимости инвестиций, в целом ценные бумаги демонстрируют рост в среднесрочном и долгосрочном периоде (год и более). Но существует и ряд значительных проблем.

Российский фондовый рынок по-прежнему характеризуется негативными особенностями, препятствующими применению принципов портфельного инвестирования, что в определенной степени сдерживает интерес субъектов рынка к этим возможностям.

Прежде всего, следует отметить невозможность ведения нормальных статистических рядов по большинству финансовых инструментов, т.е. отсутствие исторической статистической базы, что приводит к невозможности применения в современных российских условиях классических западных методик, да и вообще любых строго количественных методов анализа и прогнозирования.

Следующая проблема общего характера – это проблема внутренней организации тех структур, которые занимаются портфельным менеджментом. Как показывает опыт, даже во многих достаточно крупных банках до сих пор не решена проблема текущего отслеживания собственного портфеля (не говоря уж об управлении). В таких условиях нельзя говорить о каком-либо более или менее долгосрочном планировании развития банка в целом.

Хотя нельзя не отметить, что в последнее время во многих банках создаются отделы и даже управления портфельного инвестирования, однако нормой жизни это еще не стало. И в результате отдельные подразделения банков не осознают общую концепцию, что приводит к нежеланию, а в ряде случаев и к потере возможности эффективно управлять как портфелем активов и пассивов банка, так и клиентским портфелем.

На сегодняшний день в России существуют и специфические проблемы, препятствующие развитию услуг доверительного управления для предприятий и предпринимателей:

- 1) проблема взаимодействия клиентов и доверительных управляющих;
- 2) проблема моделирования и прогнозирования;
- 3) проблема оптимального достижения целей инвестирования;
- 4) проблема постановки задачи управления портфелем.

Рассмотрим более подробно каждую из них.

Проблема выбора управляющего в настоящее время решается на уровне личных отношений. Сейчас сложилась практика, когда инвесторы выбирают себе доверительного управляющего не по таким объективным критериям, как финансовая устойчивость, отношение к клиенту, наличие квалифицированного персонала и т. п., а по знакомству, что зачастую приводит к серьезным конфликтам и разочарованиям.

В то же время получить достоверную информацию для выбора управляющего трудно. Это объясняется как отсутствием централизованного источника информации о финансовых организациях, предоставляющих услуги по доверительному управлению, так и отсутствием сведений о подобных услугах в информации общего характера о банках, а также объясняется неунифицированностью названий управлений и отделов банков, выполняющих такие функции.

Даже если банк или финансовая компания декларируют, что занимаются данным видом деятельности, получить у них исчерпывающую информацию, необходимую для принятия решения об инвестировании, затруднительно. Примерным ориентиром могли бы служить типовые формы договоров и схемы распределения прибыли, однако нормы договорных взаимоотношений на российском рынке пока еще не выработаны, и бытующие формы договоров и оговариваемые ими условия отличаются друг от друга весьма значительно. Названия заключаемых договоров обычно содержат такие понятия, как «траст» или «доверительное управление». Тем не менее, часто банки и иные финансовые организации довольствуются брокерскими операциями. Договоры, заключаемые фактически на брокерское обслуживание, содержат в себе инородные блоки о разделении прибыли и т. п.

В настоящее время остро стоит проблема прозрачности действий управляющих и их низкой ответственности перед клиентами. Практика показывает, что существует определенная тенденция (особенно среди небанковских доверительных управляющих), когда четкое разделение собственных средств управляющего и средств клиентов не проводится, а ведется синтетический учет одновременно нескольких портфелей, и группировка договоров и платежей осуществляется не по принадлежности операции к портфелю того или иного клиента, а по типу актива.

Удивительно, но хотя это в первую очередь отвечает их интересам, клиенты очень редко требуют от управляющих твердых договоренностей относительно отчетности. Ведь если речь идет о трасте в смысле доверительного управления, клиент обязательно должен требовать полной прозрачности действий управляющего. К сожалению, ситуация, когда управляющий, пользуясь непрозрачностью отчетности, трактует статистические данные в свою пользу, очень распространена.

Далее, большой блок проблем связан с процессом математического моделирования и управления портфелями ценных бумаг. Портфель финансовых активов – это сложный финансовый объект, имеющий собственную теоретическую базу. Таким образом, при прогнозировании встают проблемы моделирования и применения математического аппарата, в частности, статистического. Конечно, в ряде случаев, когда можно говорить не о портфеле, а о некоторых элементах «портфельного подхода», удастся обойтись более простыми приемами, но перед каждым, кто занимается данной проблематикой, рано или поздно встают серьезные расчетные и исследовательские задачи. Причем универсального подхода к решению всех возникающих задач не существует, и специфика конкретного случая требует модификации базовых моделей.

На данный момент адекватного математического аппарата для всех возможных схем еще не разработано. Это связано как с небольшим опытом развития подобных взаимоотношений в России, так и с объективной математической сложностью возникающих моделей. Особенно велико разнообразие моделей в трасте доверительного управления, а именно он наиболее распространен в России.

Теперь перейдем к проблеме оптимального достижения целей инвестирования. Независимо от выбираемого уровня прогнозирования и анализа, для постановки задачи формирования портфеля необходимо четкое описание параметров каждого инструмента финансового рынка в отдельности и всего портфеля в целом. Это означает точное определение таких понятий, как доходность и надежность отдельных видов финансовых активов, а также конкретное указание, как на основании этих параметров рассчитывать доходность и надежность всего портфеля. Таким образом, требуется дать определение доходности и надежности, а также спрогнозировать их динамику на ближайшую перспективу.

При этом возможны два подхода: эвристический – основанный на приблизительном прогнозе динамики каждого вида активов и анализе структуры портфеля, и статистический – основанный на построении распределения вероятности доходности каждого инструмента в отдельности и всего портфеля в целом.

Второй подход практически решает проблему прогнозирования и формализации понятий риска и доходности, однако степень реалистичности прогноза и вероятность ошибки при составлении вероятностного распределения находятся в сильной зависимости от статистической полноты информации, а также подверженности рынка влиянию изменения макропараметров.

После описания формальных параметров портфеля и его составляющих необходимо описать все возможные модели формирования портфеля, определяемые входными параметрами, которые задаются клиентом и консультантом.

Используемые модели могут иметь различные модификации в зависимости от постановки задачи клиентом. Клиент может формировать как срочный, так и бессрочный портфель.

Портфель может быть пополняемым или отзываемым. Под пополняемостью портфеля понимается возможность в рамках уже действующего договора увеличивать денежное выражение портфеля за счет внешних источников, не являющихся следствием прироста первоначально вложенной денежной массы. Отзываемость портфеля – это возможность в рамках действующего договора изымать часть денежных средств из портфеля. Пополняемость и отзываемость могут быть регулярными и нерегулярными. Пополняемость портфеля считается регулярной, если имеется утвержденный сторонами график поступления дополнительных средств. Модификации моделей могут определяться и задаваемыми клиентом ограничениями на риски.

Уместно вводить также ограничение на ликвидность портфеля (делается это на случай возникновения у клиента непредусмотренной в договоре необходимости срочного расформирования всего портфеля). Уровень ликвидности определяется как число дней, необходимых для полной конвертации всех активов портфеля в денежные средства и перевода их на счет клиента.

Следующий блок проблем связан уже непосредственно с решением оптимизационных задач. Необходимо определиться с главным критерием оптимизации в процедуре формирования портфеля. Как правило, в качестве целевых функций (критериев) могут выступать лишь доходность и риск (или несколько видов рисков), а все остальные параметры используются в виде ограничений.

При формировании портфеля возможны три основные формулировки задачи оптимизации:

- целевая функция – это доходность (остальное в ограничениях);
- целевая функция – это надежность (остальное в ограничениях);
- двухмерная оптимизация по параметрам «надежность – доходность» с последующим исследованием оптимального множества решений.

Зачастую бывает, что небольшим уменьшением значения одного критерия можно пожертвовать ради значительного увеличения значения другого (при одномерной оптимизации такого рода возможности отсутствуют). Естественно, что многомерная оптимизация требует применения более сложного математического аппарата, но проблема выбора математических методов решения оптимизационных задач – это тема особого разговора.

В заключение рассмотрим проблему постановки задачи управления портфелем. Следующий уровень в модифицировании базовых моделей возникает при переходе от статических задач (формирование портфеля) к динамическим (управление портфелем).

Разумно полагать, что в течение заранее оговоренного промежутка времени (срока действия договора) клиент не может изменить инвестиционные приоритеты. Однако возможность уточнения прогноза по ходу реализации задачи вносит в нее определенный динамизм. Кроме того, срок окончательных расчетов может быть однозначно не определен, и тогда с позиций статистического подхода мы имеем дело со случайным процессом.

Однако вышесказанным круг проблем не ограничивается. Сдерживающим

фактором развития доверительного управления на рынке ценных бумаг выступает недостаточная степень развития законодательной базы. Тем не менее, имея тенденцию к дальнейшему развитию, оно должно быть направлено на:

- устранение практики регулирования отношений доверительного управления ценными бумагами подзаконными нормативными актами путем принятия единого закона, учитывающего особенности доверительного управления этим объектом;
- использование ведомственного нормотворчества исключительно для развития положений закона;
- совершенствование механизмов и повышение ответственности субъектов правоотношений за исполнение принятых обязательств;
- развитие схем по усилению защиты прав инвесторов на рынке ценных бумаг;
- формирование нормативной базы, регулирующей отношения по доверительному управлению на фондовом рынке с участием иностранного элемента.

Для того чтобы изменить ситуацию к лучшему на российском рынке частных инвестиций, необходимы совместные усилия трех сторон – государства, профессиональных участников рынка и инвесторов.

Государство может стимулировать инвестиции различными способами, среди которых одним из наиболее эффективных является льготное налогообложение небольших сумм физических лиц, инвестируемых в ценные бумаги.

Профессиональные участники рынка должны сконцентрировать свои усилия на повышении рентабельности операций с инвесторами и сокращении издержек по их обслуживанию. Наконец, сами инвесторы должны сделать шаг вперед в своем образовании. Только тогда, даже с небольшой суммой денег, они будут чувствовать себя на финансовом рынке как дома.