

Билиходзе Георгий Васильевич  
студент магистратуры  
Финансовый университет при Правительстве РФ  
e-mail: bilihodze\_g@mail.ru

Научный руководитель  
Станик Наталья Андреевна  
доцент Департамента финансовых рынков и банков  
Финансовый университет при Правительстве РФ  
e-mail: NStanick@fa.ru

## ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТИТОРОВ НА РОССИЙСКОМ И ЗАРУБЕЖНЫХ РЫНКАХ

**Аннотация:** в статье проводится сравнение требований, выдвигаемых регуляторами, в отношении формирования активов институциональных инвесторов на национальном и развитых финансовых рынках. Автор приходит к выводу о том, что, несмотря на схожесть общей направленности требований регуляторов, требования, предъявляемые к структуре активов европейских фондов, позволяют фондам осуществлять более широкий спектр операций по сравнению с российскими институциональными инвесторами.

**Ключевые слова:** коллективные инвесторы, институциональные инвесторы, риск, доходность, волатильность.

Bilikhodze Georgy Vasilievich  
master's student  
Financial University under the government  
of the Russian Federation  
e-mail: tatusss@mail.ru

Scientific adviser

Stanik, Natalia Andreevna  
associate Professor, Department of financial markets and banks  
Financial University under the government of the Russian Federation

e-mail: NStanick@fa.ru

## **LEGAL REGULATION OF ACTIVITY OF INSTITUTIONAL INVESTORS IN THE RUSSIAN AND FOREIGN MARKETS**

**Abstract:** the article compares the requirements put forward by regulators in relation to the formation of assets of institutional investors in the national and developed financial markets. The author comes to the conclusion that, despite the similarity of the General direction of the regulatory requirements, the requirements imposed on the asset structure of European funds allow funds to carry out a wider range of operations compared to Russian institutional investors.

**Keywords:** collective investors, institutional investors, risk, profitability, volatility.

Неотъемлемой составляющей экономического роста и повышения качества жизни в любой стране является степень развитости ее финансового рынка. Одна из трактовок определения финансового рынка гласит, что он представляет совокупность субъектов, взаимодействующих между собой в ходе процесса аккумуляции и перераспределения финансовых ресурсов. Отсюда можно заключить, что тщательное изучение характера поведения участников процесса торговли / инвестирования на финансовом рынке позволит понять, как те или иные действия инвесторов способствуют развитию или, наоборот, упадку отрасли и, в последующем, экономики страны. Значение сферы инвестирования в последние десятилетия серьезно возросло, ежегодно увеличиваются объемы средств, обращающихся на финансовых рынках развитых и развивающихся стран. Велика в

этом процессе роль коллективных инвесторов, так как именно в их руках аккумулируются триллионы долларов и доля на рынке, занимаемая институциональными инвесторами значительно больше, чем у индивидуальных инвесторов, анализ их деятельности позволяет более точно спрогнозировать направление развития финансовых рынков, так как крупные игроки обычно задают тренд, которого, в конечном счете придерживаются все остальные.

Общие требования к составу и структуре активов инвестиционных фондов устанавливаются на законодательном уровне и определяют базовые правила диверсификации активов. Состав и ликвидность инструментов финансового рынка, которые могут быть использованы для формирования активов российских инвестиционных фондов, ограничены, и именно этим обусловлены особенности требований по диверсификации активов в нашей стране.

Таблица 1. Требования к активам коллективных инвесторов

Вид актива	Россия	Европа
Ценные бумаги одного эмитента или группы связанных эмитентов	Не более 10% инвестиционного портфеля	Не более 5% активов фонда (возможно увеличение до 10% в случае, если общая стоимость ценных бумаг и инструментов денежного рынка, которыми владеет фонд в эмитентах, в каждый из которых инвестировано более 5% активов фонда, не превышает 40% активов фонда)
Депозиты в кредитной организации и ценные бумаги, эмитированные этой кредитной	В сумме не более 25% инвестиционного портфеля фонда	Не более 20% активов фонда

организацией		
Государственные ценные бумаги	Доля бумаг одного выпуска не более 35% инвестиционного портфеля	Не более 35% активов фонда
Ценные бумаги иностранных эмитентов	Не более 20% инвестиционного портфеля	Ограничения отсутствуют
Ценные бумаги других инвестиционных фондов	Не более 10% инвестиционного портфеля	Не более 10% активов (лимит может быть поднят до 20% при согласовании с органами власти)
Контроль за деятельностью эмитентов ценных бумаг	Ограничения отсутствуют	Не более 10% долговых ценных бумаг или неголосующих акций одного эмитента

Источник: Федеральный закон от 7 мая 1998 г. N 75-ФЗ, Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Directive 2009/65/EC

Требования, касающиеся доли денежных средств, находящихся на счетах и вкладах в одной кредитной организации относительно схожи для российских и европейских инвестиционных фондов. Более значимы различия в регулировании вложений в ценные бумаги одного эмитента. В российском законодательстве определены следующие ограничения по структуре портфеля инвестиционного фонда:

1. максимальная доля ценных бумаг одного эмитента (группы связанных эмитентов) не должна превышать 10% стоимости инвестиционного портфеля;
2. максимальная доля акций одного эмитента не должна превышать 10% его капитализации;

3. максимальная доля облигаций одного эмитента не должна превышать 40% облигаций данного эмитента, находящихся в обращении;
4. максимальная доля ценных бумаг одного эмитента не должна превышать 50% совокупного объёма ценных бумаг данного эмитента, находящихся в обращении.

Приведённые выше требования ограничивают возможность инвестиционного фонда контролировать эмитентов, что отличает данные структуры от инвестиционных банков и холдинговых компаний. Для европейских инвестиционных фондов (UCITS) существуют более жёсткие требования по дифференциации активов. Так, согласно Директиве, они не могут инвестировать более 5% активов в акции одного эмитента. Законодательство страны может увеличить ограничение до 10 % при условии, что общая стоимость активов портфеля инвестированных с учётом расширенного ограничения не превысит 40% активов фонда. В Европе отсутствуют ограничения по приобретению голосующих акций, тем не менее, у управляющих компаний отсутствует возможность оказывать существенное влияние на акционерные общества, поскольку действуют следующие ограничения структуры активов:

1. не более 10% неголосующих акций/ долговых ценных бумаг/ инструментов денежного рынка одного эмитента;
2. не более 25% паев иного инвестиционного фонда.

Российские инвестиционные фонды, в отличие от зарубежных, лимитированы по инвестированию в зарубежные ценные бумаги (20% стоимости активов), это ограничивает круг объектов инвестирования и способствует тому, что отечественные инвестиционные фонды часто неконкурентоспособны на глобальном рынке по параметрам рынка и доходности.

Для рынка США, в пункте 3 (а) параграфа 851 Налогового Кодекса определены следующие требования к регулируемой инвестиционной компании<sup>1</sup>:

1. не менее 50% активов должны быть представлены денежными активами, государственными ценными бумагами и бумагами иных «regulated investment companies»;
2. максимальная доля активов, инвестированных в одного эмитента – 5%;
3. инвестирование активов в не более, чем 10% голосующих акций одного эмитента, находящихся в обращении.

Исполнение перечисленных требований позволяет американским инвестиционным фондам получить налоговые льготы и избежать системы двойного налогообложения доходов.

Таким образом, требования по составу и структуре активов инвестиционных фондов в России и за рубежом можно считать схожими, за исключением ужесточенных ограничений в странах-членах ЕС относительно вложений в голосующие акции и в акции одного эмитента. Тем не менее, учитывая ограничения российских фондов по объёмам срочных сделок и вложениям в ценные бумаги иностранных эмитентов, требования, предъявляемые к европейским инвестиционным фондам можно назвать более благоприятными для деятельности инвестиционных структур и их становления в качестве финансовых посредников на международном рынке.

Рассматривая правовые основы функционирования коллективных инвесторов, нельзя не остановиться на особенностях регулирования такого института как хедж-фонд. Большая доходность с одной стороны и высокий риск - с другой в первую очередь объясняется практически полным отсутствием нормативной базы, определяющей их деятельность. Лишь в 2006 году IOSCO (Международная организация комиссии по ценным бумагам) разработала документ, помогающий

---

<sup>1</sup>United States Code, 2006 Edition, Supplement 4, Title 26 - INTERNAL REVENUE CODE

производить оценку портфелей хедж – фондов для целей определения степени рискованности их деятельности. «Принципы оценки портфелей хедж-фондов»<sup>2</sup> обязывают в письменном виде излагать: политику и процедуру оценки финансовых активов, которыми владеет фонд и в которые он планирует инвестировать, методологию оценки инструментов, процесс отклонения оценки стоимости актива, если такая оценка является неприемлемой. Кроме того, все изменения и дополнения к указанным пунктам должны быть общедоступными, так же, как и информация о квалификации участников оценочной деятельности фонда. В Российской практике существует более жесткое регулирование деятельности хедж-фондов в силу того, что в соответствии с Федеральным законом № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах», хедж-фонды входят в состав ПИФов и обязаны соблюдать все требования, предъявляемые к их активам.

Расширение инвестиционных возможностей для российских паевых инвестиционных фондов может способствовать усилению их роли в инвестиционном процессе в стране.

#### Литература.

4. Федеральный закон от 25.02.1999 N 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» (ред. от 25.12.2018) [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
5. Федеральный закон от 29.11.2001 N 156-ФЗ (ред. от 27.07.2010) "Об инвестиционных фондах" (принят ГД ФС РФ 11.10.2001) (ред. от 27.07.2010) [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
6. Федеральный закон от 07.05.1998 N 75-ФЗ (ред. от 27.07.2010) "О негосударственных пенсионных фондах" (принят ГД ФС РФ 08.04.1998) (ред.

---

<sup>2</sup> Кривошеев В.В. Регулирование деятельности хедж-фондов / В.В. Кривошеев // Финансовые исследования. – 2016. - №4» - 12 с.

от 27.07.2010) [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

7. Федеральная закон от 18.07.2009 N 190-ФЗ "О кредитной кооперации" (принят ГД ФС РФ 03.07.2009) [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
8. Указ Президента РФ "Об утверждении Комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров" № 408 (от 21 марта 1996 г.) [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
6. Ноздрева И. Е. Небанковские институциональные инвесторы: зарубежный и отечественный опыт// дис. канд. экон. наук – М.- 2002 – 142 с.
7. Андропова, Н.Э. Воздействие финансовой глобализации на трансформацию мировой финансовой архитектуры и проблемы участия России в этих процессах :дис. докт. экон. наук : 08.00.14 / Андропова Нелли Эдуардовна. – М., 2015. – 562 с.
8. Андросова Л.Н. Негосударственные пенсионные фонды в современной финансовой системе России. // Инновационная наука. - 2017. - №03-1/2017. – 23 с.
9. Арсеньев В.В. Паевые инвестиционные фонды / В.В Арсеньев. – М: Альпина Паблишер, 2005. – 144 с.
10. Аттали, Ж. Мировой экономический кризис... А что дальше? / Ж. Аттали. – СПб.: Питер, 2009. – 176 с.
11. Богл, Д. Не верьте цифрам! Размышления о заблуждениях инвесторов, капитализме, «взаимных» фондах, индексном инвестировании, предпринимательстве, идеализме и героях / Д.Богл. – М.: АЛЬПИНА ПАБЛИШЕР, 2013. – 545 с.
12. Братов А.Б. Хедж-фонды как вид альтернативных инвестиций. // Финансы, Денежное обращение и кредит. – 2014. - №83. – 19 с.



13. Волков, А.М. Усиление макропруденциального надзора в ЕС, Мировая экономика и международные экономические отношения / А.М. Волков // МЭ и МЭО. – 2011. – №7(80). – С.217
14. Головин, М. Финансовая глобализация и ограничения национальной денежно-кредитной политики / М. Головин // Вопросы экономики. – 2007. – №7. – С. 20-34
15. Дынкин, А.А. Мировая экономика: прогноз до 2020 года / А.А. Дынкин, И.С. Королев; под. общ. ред. А.А. Дынкина. – М.: Магистр, 2008. – 429 с.
16. Забула Н.А. Формирование эффективной модели хеджевых фондов на финансовом рынке России :дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Забула Наталья Анатольевна. – М., 2010. – 189 с.
17. Здоровенин В.В. Хедж-фонды: инвестиционная деятельность и оценка ее эффективности / В.В. Здоровенин. – М.: Изд. Дом ГУ ВШЭ, 2008. – 139 с.
18. Зуев В.Н. Глобальное экономическое регулирование / В.Н. Зуев. – М.: Магистр. 2011. – 576 с.
19. Ершова И.В. Предпринимательское право. Правовое сопровождение бизнеса. Учебник для магистров / Ершова И.В. — 1-е изд. — М: "Проспект", 2017. — 111 с.
16. Коллективные инвестиции на мировых финансовых рынках: учеб. пособие / [О. А. Школик, Е. Г. Князева, Н. Н. Мокеева, Л. И. Юзвович ; под общ. ред. О. А. Школика] ; М-во образования и науки Рос. Федерации, Урал. федер. ун-т. — Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та, 2017. — 156 с.
17. Кривошеев В.В. Регулирование деятельности хедж-фондов. // Финансовые исследования. – 2016. - №4» - 12 с.
18. Кредитные союзы. Теория и практика. Учебное пособие / Под общей редакцией Плахотной Д. Г. — 2000. — 240 с.
19. Миркин, Я.М. Англо-русский толковый словарь по финансовым рынкам. Свыше 13000 терминов / Я.М. Миркин, В.Я. Миркин. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 778 с.

20. Смирнов, Ф.А. Деконструкция мировой финансово-экономической архитектуры. Часть 2.4 Хедж-фонды / Ф.А.Смирнов // Новый университет, Серия «Экономика и право». – 2013. – №10(32). – С. 24 – 41.
21. Тропина Ж.Н. Роль негосударственных пенсионных фондов в инвестиционном процессе. // Вестник ИЭАУ. 2017. №15. С.19
22. Тропина Ж.Н. Специфика организации процесса реализации инвестиционных проектов посредством паевых инвестиционных фондов. Вестник ИЭАУ. 2016. №13. С.21.
23. Тропина Ж.Н. Инвестиционные стратегии, реализуемые в рамках закрытых инвестиционных фондов недвижимости. Вестник ИЭАУ. 2015. №11. С.105-110.
24. Тропина Ж. Н. Эволюция институтов коллективного инвестирования российского финансового рынка. // Вестник ИЭАУ. 2015. №7. С.11.
25. Хасбулатов, Р.И. Современное состояние мировой экономики и базовые конструкции экономической политики / Р.И. Хасбулатов // Вестник РЭУ им. Г.В.Плеханова. – 2013. – №9 (63). – С. 5-13
26. Шарп, У. Инвестиции: пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. – М.: ИНФРА-М, 2009. – 352 с.
27. A. Khari. Hedge Funds: 1997 Asian Financial Crisis / Khari A // Bepress. – 2017. - №11. – 21 p.
28. BCG Global Asset Management Market-Sizing Database –2018. URL: [http://image-src.bcg.com/Images/BCG-The-Digital-Metamorphosis-July-2018-R\\_tcm9-197509.pdf](http://image-src.bcg.com/Images/BCG-The-Digital-Metamorphosis-July-2018-R_tcm9-197509.pdf)
29. Bloomberg report. «Asset Management Outlook to 2025». URL: <https://www.bloomberg.com/company/announcements/optimistic-forecasts-aum-growth-asset-management-industry-overinflated-according-new-survey/> (дата обращения 20.04.2019).
30. Bonnefoy P.K. Macro Strategy Is Dead. Long Live Global Macro / P.K. Bonnefoy // The Hedge fund journal. – 2018. - №31. – 8 p.

31. Ciara Connolly. Road Dedicated Short Bias Hedge Funds: Diversification and Alpha during Financial Crises / Department of Accounting, Finance & Information Systems University College Cork. – 2017. – 3 p.
32. Dhar R.B. The Trade of the Century / R.B. Dhar // Priceconomics. – 2014. - №61. – 2 p.
33. Europe Finance / EPFC Group Member. URL: <https://www.europe-finance.ru/fixed-income-arbitrage> (дата обращения 03.03.2019)
34. Final report on elements of international regulatory standards on fees and expenses of investment funds// IOSCO – 2004
35. Financial Industry Regulatory Authority / FINRA – Types of Investments. URL: <https://www.finra.org/investors/types-investments>
36. F.I. Nikolai and D.H. Robinson. The long road towards ESG integration. URL: <https://expertinvestoreurope.com/the-long-road-toward-esg-integration/>
37. Hsieh D. A. / Measuring the market impact of hedge funds / Fung W. Hsieh D. A // Journal of Empirical Finance. – 2018. - №7(1). - 1–36 p.
38. HFR Hedge Fund Strategy Definitions – Relative value / Hedge Fund Research. URL: <https://www.hedgefundresearch.com/hfr-hedge-fund-strategy-definitions-relative-value> (дата обращения 01.03.2019)
39. Guide to sound practices for European hedge fund managers, The Alternative Investment Management Association Limited (AIMA), 2017. – 116 p.
40. Investment company institute / Worldwide Mutual Fund Market. URL: <https://www.iciglobal.org/iciglobal/research/stats/ww>
41. Koh, Francis and KuoChuen. Investing in Hedge Funds: Risks, Returns and Pitfalls / Ferrell Focus Working Paper. – 2018. – 11 p.
42. Prof. D.C. Raposo. The impact of hedge funds on financial markets since 1990 / Raposo D.C. // ISCTE Business School, Departamento de Finanças. 2014. – 52 p.
43. Ram Navakadadcham. Performance Analysis of Hedge Fund Strategies: Macro and Micro Factors // London School of Economics & Political Science (LSE). – 2015. – 9 p.

44. The Digital Metamorphosis - Global Asset Management 2018 / The Boston Consulting Group
45. Thompson J., Choi S-M., Government Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries// OECD, Paris, 2001.
46. Tornell A.V. The Mexican peso crisis: Sudden death or death foretold? / A.V. Tornell // Journal of International Economics, Elsevier. - №41(3-4). - 265-283 p.
47. Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Directive 2009/65/EC. URL: [https://ec.europa.eu/info/law/undertakings-collective-investment-transferable-securities-ucits-directive-2009-65-ec\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/undertakings-collective-investment-transferable-securities-ucits-directive-2009-65-ec_en)
48. United States Code, 2006 Edition, Supplement 4, Title 26 - INTERNAL REVENUE CODE
49. Yuval Atsmon, Ari Kertesz, and Ireena Vittal. Is your emerging-market strategy local enough? // McKinsey & Company. – 2016. – 11 p.
50. 2018 Preqin Global hedge fund report / Preqin. URL: <https://docs.preqin.com/samples/2018-Preqin-Global-Hedge-Fund-Report-Sample-Pages.pdf>