

УДК 336.71

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ ФОРМИРОВАНИЯ ИНСТРУМЕНТАРИЯ ДОВЕРИТЕЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

А.А. Водяников

ФГБОУ ВО «Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова», Москва,
email: vodyannikov.art@gmail.com

Аннотация. В статье исследуются институциональные факторы формирования и развития инструментария доверительного управления активами в Российской Федерации. Рассматриваются особенности правовой модели доверительного управления, характер финансово-надзорного регулирования и налогового режима, влияющие на структуру и возможности применения инструментов управления капиталом. На основе институционального и сравнительно-правового анализа проводится сопоставление российской модели доверительного управления с трастовой моделью, сформировавшейся в странах общего права. Показано, что особенности российской институциональной среды ограничивают использование гибких и высокоиндивидуализированных инструментов управления активами и способствуют стандартизации управленческих решений. В работе предложена типология институциональных эффектов регулирования доверительного управления, включающая стандартизирующий, сдерживающий, защитный и институционально-замещающий эффекты. Сделан вывод о том, что развитие доверительного управления активами в значительной степени зависит от совершенствования институциональной среды и расширения возможностей применения сложных инструментов управления капиталом.

Ключевые слова: доверительное управление активами, управление частным капиталом, институциональная среда, финансовое регулирование, инструменты управления активами, институциональные ограничения

INSTITUTIONAL CONSTRAINTS ON THE DEVELOPMENT OF TRUST ASSET MANAGEMENT INSTRUMENTS IN RUSSIA

A.A. Vodiannikov

Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, email: vodyannikov.art@gmail.com

Abstract. The article examines the institutional factors shaping the formation and development of asset trust management instruments in the Russian Federation. The study analyzes the legal model of trust management, as well as the role of financial supervision and the tax regime in determining the structure and applicability of capital management instruments. Based on institutional and comparative legal analysis, the Russian model of trust management is compared with the trust-based model developed in common law jurisdictions. The findings show that the characteristics of the Russian institutional environment limit the use of flexible and highly customized asset management instruments and contribute to the standardization of managerial decisions. The paper proposes a typology of institutional regulatory effects in trust management, including standardizing, constraining, protective, and institutionally substitutive effects. It is concluded that the development of asset trust management largely depends on improvements in the institutional environment and the expansion of opportunities for applying complex capital management instruments.

Keywords: asset trust management, private wealth management, institutional environment, financial regulation, asset management instruments, institutional constraints

Дата поступления статьи в редакцию: 15.03.2026

Дата принятия статьи в печать: 20.04.2026

Введение

Развитие рынков частного капитала и усложнение структуры активов собственников обуславливают рост значимости доверительного управления как института профессионального управления капиталом. В современных финансовых системах доверительное управление выполняет функции финансового посредничества, позволяя собственникам делегировать принятие инвестиционных и управленческих решений профессиональным управляющим и тем самым повышать эффективность использования активов. Подобный механизм делегирования управления капи-

талом рассматривается в финансовой и институциональной экономике как форма финансового посредничества, направленная на снижение агентских и транзакционных издержек управления активами [1]. Наряду с инвестиционной функцией доверительное управление рассматривается как инструмент долгосрочного управления капиталом, обеспечивающий его сохранение, структурирование и воспроизводство.

В зарубежной практике доверительное управление сформировалось как развитый институт управления капиталом, тесно связанный с механизмами управления благосостоянием, private banking и управления семейным капиталом. Современные исследования в области управления благосостоянием подчеркивают, что доверительное управление выступает ключевым инструментом комплексного управления частным капиталом, объединяя инвестиционные, правовые и организационные механизмы управления активами [2; 3]. В рамках англо-саксонской правовой традиции данная модель базируется на институте траста, обеспечивающем правовое обособление управляемых активов, формирование фидуциарных обязанностей управляющего и возможность долгосрочного структурирования собственности. Правовая природа траста и его роль в управлении капиталом подробно раскрываются в современных работах, где данный институт рассматривается как фундаментальный механизм долгосрочного управления активами и защиты интересов бенефициаров [4]. Наличие данных институциональных предпосылок позволяет использовать широкий спектр инструментов доверительного управления, включающий инвестиционные, правовые, организационные и наследственные механизмы управления капиталом.

В российской практике доверительное управление развивалось в иной институциональной логике. В соответствии с гражданским законодательством оно представляет собой договорную конструкцию, в рамках которой право собственности на активы сохраняется за учредителем управления, а управляющий действует в пределах полномочий, определённых договором и нормативными требованиями финансового регулирования. Такая модель во многом ориентирована на управление финансовыми активами и реализацию инвестиционных стратегий, тогда как использование доверительного управления для долгосрочного структурирования капитала, защиты активов и межпоколенческого планирования остаётся ограниченным.

Несмотря на значительное внимание, уделяемое доверительному управлению в научной литературе, анализ данного института часто ограничивается исследованием инвестиционных стратегий и финансовых результатов управления активами. При этом недостаточно изученным остаётся влияние институциональной среды — правового, финансово-надзорного и налогового регулирования — на формирование и развитие инструментария доверительного управления. В результате остаётся не до конца раскрытым вопрос о том, в какой степени существующая институциональная модель доверительного управления в Российской Федерации способствует или, напротив, ограничивает развитие его инструментов и практик.

Согласно данным Банка России, по состоянию на конец 2025 года объем активов в доверительном управлении достиг исторического максимума и составил 3,3 трлн руб. [5] При этом, 2,2 трлн руб. приходится на физических лиц, что подчеркивает рост масштабов частного капитала и развития рынка управления активами. Стоит также отметить, что после введения ограничений на хранение и управление российским частным капиталом за рубежом в 2022 году рост активов физических лиц в доверительном управлении в РФ ускорился (+50% г/г). При этом анализ структуры счетов физических лиц в ДУ по размеру показывает, что более 30% объема активов приходится на счета, превышающие 1 млрд руб., при этом от общего количества такие счета составляют всего 0,02% (рис.1). Это говорит о повышенном спросе на услуги доверительного управления со стороны крупнейших владельцев частного капитала. Таким образом исследование институциональных факторов формирования инструментария доверительного управления приобретает особую актуальность, а понимание взаимосвязи между характеристиками институциональной среды и конфигурацией используемых инструментов позволяет более полно оценить потенциал развития доверительного управления и выявить направления совершенствования его практики.

Цель исследования

Целью настоящего исследования является выявление институциональных ограничений формирования и развития инструментария доверительного управления активами в Российской Федерации. В рамках исследования выдвигается гипотеза о том, что ограниченность инстру-

ментария доверительного управления в Российской Федерации обусловлена, прежде всего, особенностями институциональной среды — правовой моделью доверительного управления, характером финансово-надзорного регулирования и налоговым режимом, — которые формируют структурные ограничения для применения сложных и высокоиндивидуализированных инструментов управления капиталом. Для достижения данной цели в статье проводится анализ правовой модели доверительного управления, особенностей финансово-надзорного и налогового регулирования, а также их влияния на структуру и возможности применения инструментов управления активами.

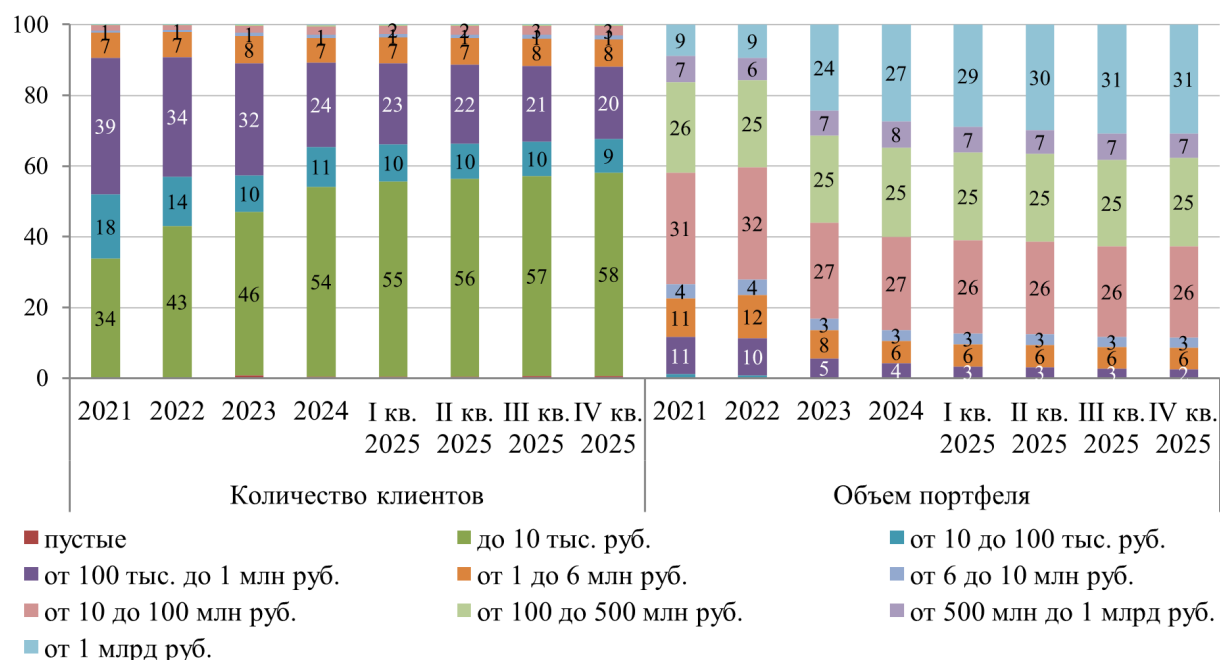


Рис. 1. Динамика структуры счетов физических лиц в доверительном управлении в РФ по данным ЦБ РФ

Материал и методы исследования

Объектом исследования выступает система доверительного управления активами как института профессионального управления капиталом, функционирующего в рамках финансового рынка и обеспечивающего делегирование управленческих полномочий от собственника активов профессиональному управляющему.

Предметом исследования являются институциональные условия формирования инструментария доверительного управления активами, включая правовые, финансово-надзорные и налоговые механизмы регулирования, оказывающие влияние на структуру и возможности применения инструментов управления капиталом в Российской Федерации.

Теоретическую основу исследования составляют труды отечественных и зарубежных ученых в области управления активами, институциональной экономики и финансового посредничества, а также исследования, посвященные доверительному управлению, управлению благосостоянием (wealth management) и управлению частным капиталом. В работе использованы научные публикации, раскрывающие экономическую сущность доверительного управления, особенности его правовых моделей и институциональные факторы развития инструментов управления капиталом.

Информационной базой исследования выступают нормативно-правовые акты Российской Федерации, регулирующие деятельность по доверительному управлению активами, включая положения Гражданского кодекса Российской Федерации, федеральные законы о рынке ценных бумаг и об инвестиционных фондах, а также нормативные акты Банка России, устанавливающие требования к деятельности управляющих компаний и профессиональных участников финансового рынка.

В процессе исследования использовались методы институционального и сравнительно-правового анализа, позволившие сопоставить особенности регулирования доверительного управления в различных правовых системах и выявить их влияние на формирование инструментария

управления активами. Кроме того, применялись методы системного анализа и научного обобщения, направленные на выявление взаимосвязей между характеристиками институциональной среды и конфигурацией инструментов доверительного управления. Использование указанных методов позволило определить ключевые институциональные факторы, ограничивающие развитие инструментария доверительного управления в российской практике.

Результаты исследования

Институциональные предпосылки формирования инструментария доверительного управления

Формирование и развитие инструментария доверительного управления активами напрямую зависит от институциональной среды, в рамках которой функционирует данный институт. В экономической литературе подчеркивается, что эффективность финансовых институтов и используемых ими инструментов во многом определяется характеристиками правовой и институциональной инфраструктуры, обеспечивающей реализацию экономических отношений.

В странах общего права доверительное управление исторически развивалось в рамках трастовой модели, основанной на институциональном разделении функций владения и управления активами. Ключевым элементом данной модели является разделение юридического и бенефициарного титулов собственности, при котором доверительный управляющий осуществляет управление активами в интересах бенефициаров, обладая юридическим титулом на имущество [4]. Такая конструкция обеспечивает правовое обособление активов и формирует устойчивую институциональную основу для долгосрочного управления капиталом.

Наличие правового обособления активов позволяет рассматривать управляемое имущество как автономный объект управления, изолированный от имущественных рисков учредителя управления и доверительного управляющего. Это снижает неинвестиционные риски и транзакционные издержки, связанные с изменением имущественного положения участников управления, и создает предпосылки для использования сложных инструментов долгосрочного структурирования капитала [6].

Важным элементом институциональной архитектуры доверительного управления в странах общего права являются фидуциарные обязанности управляющего. Так, стандарты фидуциарного поведения управляющих систематизированы в Uniform Trust Code [7] и широко применяются в судебной практике при оценке действий доверительных управляющих. Данные обязанности предполагают приоритет интересов выгодоприобретателей и закрепляют стандарты добросовестного поведения управляющего. Экономическая функция фидуциарных обязанностей заключается в снижении агентских издержек, возникающих вследствие асимметрии информации между собственником и управляющим. Наличие формализованных стандартов поведения управляющего способствует развитию сложных и высокоиндивидуализированных инструментов доверительного управления, поскольку снижает необходимость детального контрактного регулирования.

Еще одной институциональной предпосылкой развития инструментария доверительного управления является портфельный стандарт разумного инвестирования. Данный стандарт получил нормативное закрепление, например, в американском законодательстве в рамках Uniform Prudent Investor Act [8], который устанавливает требования к диверсификации портфеля и оценке инвестиционных решений управляющего с точки зрения характеристик портфеля в целом. В соответствии с данным стандартом оценка действий управляющего осуществляется не по отдельным инвестиционным решениям, а с учетом характеристик портфеля активов в целом, включая диверсификацию и соотношение риска и доходности. Такой подход позволяет использовать широкий спектр инвестиционных стратегий и инструментов управления активами, не увеличивая при этом юридические риски для управляющего.

Наконец, существенное значение имеет возможность долгосрочного структурирования собственности и управления капиталом. В трастовой модели учредительные документы могут закреплять правила владения и распределения активов на длительный период, включая межпоколенческую перспективу [9]. Это создает институциональные условия для использования доверительного управления в целях сохранения капитала, наследственного планирования и управления семейным богатством.

Таким образом, можно заключить, что развитый инструментарий доверительного управления формируется в условиях институциональной среды, обеспечивающей правовое обособле-

ние активов, фидуциарную ответственность управляющего, гибкость инвестиционных решений и возможность долгосрочного структурирования собственности.

Особенности институциональной модели доверительного управления в Российской Федерации

В российской правовой системе доверительное управление сформировалось в иной институциональной логике. В соответствии с положениями Гражданского кодекса Российской Федерации доверительное управление представляет собой договорную конструкцию, в рамках которой учредитель управления передает управляющему имущество в управление, сохраняя право собственности на активы [10].

Отсутствие разделения юридического и бенефициарного титулов собственности означает, что активы, переданные в доверительное управление, не образуют автономной имущественной массы. В экономическом смысле это ограничивает возможности использования доверительного управления в целях защиты активов и долгосрочного структурирования собственности, поскольку имущество продолжает оставаться частью имущественной сферы учредителя управления. В результате доверительное управление в российской практике в большей степени ориентировано на управление финансовыми активами и реализацию инвестиционных стратегий.

Существенным отличием российской модели является также характер обязанностей доверительного управляющего. В отечественном праве данные обязанности закрепляются преимущественно как договорные требования добросовестности и разумности поведения (ст. 1022 ГК РФ). В отличие от стран общего права, данные нормы не формируют полноценную систему фидуциарного права, что снижает уровень институциональной защиты интересов выгодоприобретателей и повышает значение договорных механизмов регулирования отношений между сторонами.

Особенности институциональной среды проявляются и в характере финансового регулирования доверительного управления. Деятельность управляющих компаний в России осуществляется в условиях жесткого надзора со стороны Банка России и регулируется законодательством о рынке ценных бумаг и инвестиционных фондах, а также нормативными актами Банка России, устанавливающими требования к деятельности по управлению ценными бумагами и управлению активами. Регуляторные требования устанавливают ограничения на структуру активов, порядок раскрытия информации и систему управления рисками [11-14].

Экономическим следствием такого регулирования является склонность инструментария доверительного управления к стандартизации. Управляющие компании ориентируются на использование типовых инвестиционных стратегий и унифицированных процедур управления активами, поскольку применение нестандартных инструментов связано с ростом транзакционных и комплаенс-издержек.

Дополнительное влияние на развитие инструментария доверительного управления оказывает налоговая система. В российском налоговом праве доверительное управление не образует самостоятельного налогового субъекта, а налоговые обязательства сохраняются за учредителем управления или выгодоприобретателем. В результате доверительное управление не формирует автономного налогового режима и не обеспечивает преимуществ, связанных с долгосрочной капитализацией доходов.

В этих условиях отдельные функции доверительного управления реализуются через альтернативные институциональные формы. Наиболее распространенным примером является использование закрытых паевых инвестиционных фондов, которые обеспечивают обособление активов и иной налоговый режим [15]. Такая практика свидетельствует о наличии институционального перераспределения функций между различными механизмами управления капиталом.

Институциональные эффекты регулирования доверительного управления

Проведенный институциональный анализ регулирования доверительного управления позволяет выделить систему эффектов, посредством которых регуляторная среда влияет на структуру и конфигурацию инструментария управления активами. В рамках настоящего исследования предлагается типология институциональных эффектов регулирования доверительного управления, отражающая основные механизмы воздействия правовых и надзорных институтов на развитие инструментов управления капиталом (табл. 1).

Таблица 1

Институциональные эффекты регулирования доверительного управления

Эффект	Содержание	Проявление в российской практике
Стандартизирующий	Формирование типовых инвестиционных решений	Доминирование стандартных инвестиционных стратегий
Сдерживающий	Рост транзакционных и комплаенс-издержек	Ограниченное применение сложных структур управления
Защитный	Защита прав инвесторов	Требования раскрытия информации и депозитарного учета
Институционально-замещающий	Развитие альтернативных конструкций	Использование ЗПИФ и личных фондов для структурирования активов

Представленная типология институциональных эффектов регулирования демонстрирует, что влияние институциональной среды на развитие доверительного управления носит не только ограничительный, но и структурообразующий характер, формируя институциональную архитектуру применения инструментов управления капиталом.

Во-первых, регулирование оказывает стандартизирующий эффект, проявляющийся в формировании типовых моделей управления активами и предпочтении инструментов, легко вписывающихся в нормативные требования финансового регулирования. Это приводит к доминированию стандартных инвестиционных решений и ограничивает развитие индивидуализированных моделей управления капиталом.

Во-вторых, можно выделить сдерживающий эффект, связанный с ростом транзакционных и комплаенс-издержек использования сложных инструментов управления активами. Чем более сложным и нестандартным является используемый инструмент, тем выше требования к его внутреннему согласованию, мониторингу и отчетности.

В-третьих, регулирование выполняет защитную функцию, направленную на обеспечение сохранности активов и защиту прав инвесторов. В условиях отсутствия развитой фидуциарной доктрины финансово-надзорные механизмы частично компенсируют данный институциональный дефицит за счет формальных процедур контроля и раскрытия информации.

Наконец, можно выделить институционально-замещающий эффект, проявляющийся в развитии альтернативных механизмов управления капиталом, выполняющих функции доверительного управления. Использование закрытых паевых инвестиционных фондов и иных структур свидетельствует о стремлении участников рынка компенсировать ограничения договорной модели доверительного управления.

Таким образом, институциональная среда оказывает комплексное и разнонаправленное воздействие на формирование инструментария доверительного управления активами. С одной стороны, регулирование обеспечивает стабильность финансового рынка и защиту инвесторов. С другой стороны, оно ограничивает развитие гибких и высокоиндивидуализированных инструментов управления капиталом, особенно в сегменте управления семейными и персональными активами.

Заключение

Проведенное исследование позволило выявить институциональные факторы, определяющие формирование и развитие инструментария доверительного управления активами. Результаты анализа показывают, что структура и возможности применения инструментов доверительного управления в значительной степени зависят от характеристик институциональной среды, включающей правовую модель доверительного управления, систему финансово-надзорного регулирования и налоговый режим.

Во-первых, установлено, что развитие инструментов доверительного управления тесно связано с характеристиками институциональной среды, в рамках которой осуществляется управление капиталом. В странах общего права формирование развитого инструментария доверительного управления обеспечивается сочетанием нескольких институциональных предпосылок, включая правовое обособление управляемых активов, наличие фидуциарных обязанностей управляющего, применение портфельного стандарта разумного инвестирования и возможность дол-

госрочного структурирования собственности. Наличие данных институтов создает условия для использования широкого спектра финансовых, правовых и организационных инструментов управления капиталом.

Во-вторых, показано, что институциональная модель доверительного управления, сложившаяся в Российской Федерации, существенно отличается от классической трастовой модели. Российская модель носит преимущественно договорный характер, не предполагает разделения юридического и бенефициарного титулов собственности и не формирует автономной имущественной оболочки управляемых активов. В результате доверительное управление в российской практике в большей степени ориентировано на инвестиционное управление финансовыми активами и менее приспособлено для решения задач долгосрочного структурирования капитала, защиты активов и межпоколенческого управления собственностью.

В-третьих, установлено, что финансово-надзорное и налоговое регулирование оказывает комплексное воздействие на структуру и возможности применения инструментов доверительного управления. Регуляторные требования, направленные на обеспечение стабильности финансового рынка и защиту инвесторов, формируют институциональные рамки деятельности управляющих компаний, определяют допустимые модели управления активами и оказывают влияние на степень индивидуализации управленческих решений.

В-четвёртых, выявлено, что влияние регулирования на формирование инструментария доверительного управления проявляется через совокупность институциональных эффектов. К числу таких эффектов относятся стандартизирующий эффект, выражающийся в распространении типовых моделей управления активами; сдерживающий эффект, связанный с ростом транзакционных и комплаенс-издержек использования сложных инструментов; защитный эффект, обеспечивающий сохранность активов и защиту интересов инвесторов; а также институционально-замещающий эффект, проявляющийся в использовании альтернативных механизмов управления капиталом.

Таким образом подтверждается выдвинутая гипотеза о ключевой роли институциональной среды в формировании структуры инструментов доверительного управления активами. Полученные результаты позволяют сделать вывод о необходимости дальнейшего совершенствования институциональной среды доверительного управления активами, направленного на расширение возможностей применения гибких и индивидуализированных инструментов управления капиталом. Учет выявленных институциональных ограничений имеет важное значение для развития практики доверительного управления, особенно в сегменте управления семейными и персональными активами, где требуется использование комплексного и долгосрочно ориентированного инструментария управления капиталом.

Литература

1. Bodie Z., Kane A., Marcus A.J. Investments. 12th ed. New York: McGraw-Hill Education, 2021. 966 p.
2. Brunel J.L.P. Goals-Based Wealth Management: An Integrated and Practical Approach to Changing the Structure of Wealth Advisory Practices. Hoboken: Wiley, 2015. 384 p.
3. Clark G.L., Monk A.H.B. Institutional Investors in Global Markets. Oxford: Oxford University Press, 2017. 368 p.
4. Sitkoff R.H., J. Dukeminier, Wills, Trusts, and Estates, 11th edition. New York: Wolters Kluwer, Aspen Casebook Series), 2021. 1096 p.
5. Обзор ключевых показателей управляющих компаний за IV квартал 2025 года: информационно-аналитический материал // Банк России. [Электронный ресурс]. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/59736/review_uk_25Q4.pdf (дата обращения: 12.02.2026).
6. Sitkoff R.H. An Agency Costs Theory of Trust Law // Cornell Law Review. 2004. Vol. 89. no. 3. P. 621-684.
7. Uniform Trust Code (2023) // Uniform Law Commission (National Conference of Commissioners on Uniform State Laws). [Электронный ресурс]. URL: <https://www.uniformlaws.org/viewdocument/final-act-132?CommunityKey=193ff839-7955-4846-8f3c-ce74ac23938d&tab=librarydocuments> (дата обращения: 12.02.2026).
8. Uniform Prudent Investor Act (1994). // Uniform Law Commission (National Conference of Commissioners on Uniform State Laws). [Электронный ресурс]. URL: <https://www.uniformlaws.org/viewdocument/final-act-108?CommunityKey=58f87d0a-3617-4635-a2af-9a4d02d119c9&tab=librarydocuments> (дата обращения: 12.02.2026).

9. Gretton G., Steven A. Property, Trusts and Succession. 5th ed. London: Bloomsbury Professional, 2024. 512 p.
10. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая): федеральный закон от 26.01.1996 № 14-ФЗ; (ред. от 28.03.2017) // Собрание законодательства РФ. 29.01.1996. № 5.
11. О рынке ценных бумаг: Федеральный Закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ. [Электронный ресурс]. URL: <https://base.garant.ru/10106464/> (дата обращения: 12.02.2026).
12. Об инвестиционных фондах: Федеральный Закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ. [Электронный ресурс]. URL: <https://base.garant.ru/12124999/> (дата обращения: 12.02.2026).
13. Положение Банка России от 11.08.2015 № 482-П «О требованиях к деятельности по управлению ценными бумагами». [Электронный ресурс]. URL: <https://base.garant.ru/71277310/> (дата обращения: 12.02.2026).
14. Положение Банка России от 03.08.2020 № 714-П «О требованиях к системе управления рисками и внутреннего контроля управляющей компании». [Электронный ресурс]. URL: <https://base.garant.ru/74010469/> (дата обращения: 12.03.2026).
15. Шаймарданов Р.Р., Погодин А.А. Закрытые паевые инвестиционные фонды как способ инвестирования и структурирования активов. Развитие ЗПИФ в России и преимущества в сравнении с другими паевыми инвестиционными фондами // Universum: экономика и юриспруденция. 2022. № 10 (97). [Электронный ресурс]. URL: <https://7universum.com/ru/economy/archive/item/14239> (дата обращения: 12.02.2026).

