

# СОЗДАНИЕ И ФУНКЦИОНИРОВАНИЕ ЗПИФОВ В УСЛОВИЯХ НОВОГО НОРМАТИВНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ.

Оксана Секретарева  
Ведущий юрист ИМАС





Оксана Секретарева  
Ведущий юрист IMAC®

## СОЗДАНИЕ И ФУНКЦИОНИРОВАНИЕ ЗПИФОВ В УСЛОВИЯХ НОВОГО НОРМАТИВНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ.

Сегодня мы можем с уверенностью говорить, что переходный период, связанный с вступлением в силу нормативных актов, существенно изменяющих регулирование рынка коллективных инвестиций в России, завершается. Каким же образом изменения в законодательстве отразятся на создании и функционировании закрытых ПИФов? Ведь именно на этот тип фондов в максимальной степени ориентированы новации в законодательстве об инвестиционных фондах.

Закрытые ПИФы традиционно для российского рынка являются проектными фондами, работающими в реальном секторе экономики и, прежде всего, в венчурных проектах, в частности, финансировании предприятий наукоемких и высокотехнологических отраслей, в строительстве и девелопменте. Долгосрочность и, как правило, существенный размер вложений в ЗПИФы обуславливают тот факт, что эти фонды ориентированы на крупных стратегических инвесторов, обеспечивающих решение с помощью данной конструкции собственных бизнес - задач.

Изменения, которые произошли в законодательстве, в первую очередь, расширяют возможности закрытых ПИФов, работающих с такого рода задачами, где инвесторы и менеджмент профессионально оценивают риски и перспективы проекта и с помощью инструментария рынка коллективных инвестиций осуществляют управление ими, реализуя стоящие перед ними цели.

### НОВАЦИИ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА О ЗПИФАХ

Среди изменений, коснувшихся функционирования закрытых фондов можно отметить следующие:

1) более гибкий по сравнению с ранее действующим нормами подход к регулированию деятельности общего собрания владельцев инвестиционных паев фонда, квази - корпоративного органа, создающегося только в закрытых ПИФах, с помощью которого пайщики могут обеспечить соблюдение их долгосрочных инвестиционных интересов управляющей компанией. Взамен жесткой

нормы о количестве голосов, необходимых для принятия решения данным органом, в размере  $\frac{3}{4}$  голосов, предоставляемых по паям, появилась возможность самостоятельного установления проектантами отвечающего их задачам соответствующего порядка голосования. Базовым является требование о большинстве голосов, но большее количество голосов, необходимых для принятия решения общим собранием, может быть также предусмотрено правилами доверительного управления ЗПИФом. Эта возможность может быть важна при привлечении сторонних инвесторов, когда организаторы могут зафиксировать за собой небольшой пакет паев (например, 11%), при этом, установив, что для принятия решения собранием пайщиков требуется значительный пакет (например, 90%). Соответственно, такое решение как смена управляющей компании не сможет быть принято, и организаторы не потеряют собственный проект;

2) в целях обеспечения интересов инвесторов, передающих в фонд реальные активы, управляющая компания правилами фонда может быть ограничена в совершении сделок с недвижимостью, находящейся в составе активов ПИФа;

3) обязательность выплаты промежуточного дохода пайщикам в фондах новой категории - рентных фондах, базовым активом которых является готовая недвижимость и права на нее;

4) возможность поэтапного финансирования проекта за счет:

(а) процедуры дополнительного выпуска паев, решение о проведении которой может быть принято управляющей компанией

самостоятельно в пределах количества «объявленных» паев, предусмотренного правилами управления фондом;

(б) неполной оплаты паев при формировании фонда. В данном случае имеются свои особенности и ограничения: во-первых, паи данного фонда должны быть ограничены в обороте, то есть предназначены для квалифицированных инвесторов, во-вторых, оплата паев в данной ситуации может быть осуществлена исключительно денежными средствами. С большой долей вероятности можно предположить, что данный конкретный способ поэтапного финансирования проекта не станет таким популярным, нежели дополнительный выпуск паев, именно по причине последнего ограничения.

Следуя общемировой практике, новации в законодательстве о рынке коллективных инвестиций расширили линейку закрытых фондов. Появились новые категории фондов, которые могут быть только закрытыми, это кредитные фонды, базовым активом которых являются обеспеченные права требования по обеспеченным и застрахованным кредитным договорам, и рентные фонды, выделившиеся из фондов недвижимости. Среди новых категорий фондов, создание которых возможно в закрытом и интервальном типе, хедж-фонды, предполагающие достаточно свободную линейку, и фонды товарного рынка (базовый актив - металлические счета и фьючерсы на драгметаллы).

### **ПИФЫ ДЛЯ ПРОФЕССИОНАЛОВ**

Одним из наиболее существенных изменений, без сомнения, является появление категории квалифицированного инвестора, в результате чего выделились две группы лиц, поименованных в федеральном законе либо отвечающих установленным признакам, которые могут осуществлять вложения в рискованные активы, тем самым расширяя свои инвестиционные возможности.

Базовым требованием для признания юридического или физического лица квалифицированным инвестором является соответствие квалифицирующим признакам, установленным нормативным актом ФСФР России. При этом сами управляющие компании, организующие ПИФ, в случае, если считают это целесообразным, могут предусмотреть повышенные требования для признания лица квалифицированным. Учитывая, что в условиях российской действительности требования нормативного акта ФСФР России в отношении значительного количества участников реального сектора экономики, выступающих инвесторами в проектных фондах, зачастую можно считать трудновыполнимыми, можно предположить, что управляющие компании

обозначенной возможностью пользоваться будут крайне редко.

Признавать лиц, желающих приобрести паи фонда, квалифицированными инвесторами должны управляющие компании таких фондов на основании сведений, которые должны представить данные лица. Управляющим компаниям вменяется обязанность вести реестр лиц, признанных ими квалифицированными и с 2009 года направлять соответствующий ежеквартальный отчет государственному регулятору. При этом управляющие компании также несут ответственность за выдачу инвестиционных паев, ограниченных в обороте, лицам, не отвечающим установленным признакам.

В связи с тем, что в отношении квалифицированных инвесторов презюмируется осознание ими принимаемых на себя рисков, только они смогут осуществлять инвестирование в фонды таких новых категорий, как хедж-фонды и кредитные фонды. Из ранее действующих к фондам, паи которых должны быть ограничены в обороте, новое законодательство отнесло фонды прямых и венчурных инвестиций, а также фонды недвижимости, инвестиционная декларация которых предполагает возможность инвестировать, помимо прав из договоров на доленое участие в строительстве, также в права по инвестиционным контрактам на строительство, подрядам договорам, доли и акции строительных организаций, проектно-сметную документацию.

Все остальные категории фондов также могут быть заявленными как предназначенные для квалифицированных инвесторов. При этом, в отношении них будут действовать нормы, позволяющие более свободно структурировать активы в составе имущества фонда, а также распространяться все дополнительные возможности фондов «для профессионалов».

Среди дополнительных возможностей организаторов проектов и управляющих компаний закрытых фондов, паи которых ограничены в обороте, позволяющих ПИФам функционировать на новых условиях, наиболее интересными представляются возможность инвестора участвовать в управлении проектом и возможность самого ПИФа оперировать кредитными/заемными средствами.

Именно в конструкции фонда для квалифицированных инвесторов заложена гибкость подхода в установлении принципов управленческого участия инвесторов-пайщиков, заключающаяся в возможности создания Инвестиционного комитета, к компетенции которого может быть отнесено ограничение управляющей компании в совершении сделок, путем необходимости их одобрения данным

органом. С помощью данного органа инвесторы-организаторы проекта получают возможность контролировать деятельность управляющей компании и соответствующим образом оказывать влияние на сам процесс управления их активами (а зачастую, и принимать соответствующие непосредственные управленческие решения). Это важно и при передаче проекта в менеджмент рыночной управляющей компании, и при привлечении в проект под управлением собственной управляющей компании сторонних инвесторов.

Появившаяся возможность привлечения и выдачи займов и кредитов, а соответственно залога активов фонда в обеспечение долговых обязательств, в максимальной степени приближает инструментарий паевых фондов к традиционным механизмам привлечения инвестиций в проекты реального сектора экономики. Привлечение заемных средств в фонды ограничивается лишь тем, что кредитором/займодавцем может быть только квалифицированный инвестор, при том, что кредитная организация уже в силу закона является таковым. Выдача же займов из средств фонда ограничивается лимитом долговых инструментов для соответствующей категории ПИФа.

Принимая во внимание рассмотренные дополнительные возможности закрытых фондов для квалифицированных инвесторов, можно говорить о том, что ПИФ становится действительно полноценным партнером банков, как основных стратегических инвесторов при организации проектов, особенно в сфере рынка недвижимости. В связи с этим, можно выделить две основные формы привлечения банка в проект: традиционное долговое участие (кредитование фонда либо пайщика под залог инвестиционных паев) и партнерское доленое, когда банк может являться пайщиком фонда, имея при этом существенные гарантии соблюдения его интересов.

В модели фонда, где банк выступает его кредитором, используется традиционный способ участия банка в проекте, когда организаторами привычно используются заемные средства. Управляющая компания, действующая от имени фонда, заключает с банком стандартный кредитный договор и на заемные средства осуществляет финансирование строительства. В качестве обеспечения банковских интересов кредитной организации недвижимое имущество, находящееся в фонде, передается в залог.

В новых условиях также более широкое, нежели ранее, распространение может получить кредитование пайщика под залог инвестиционных паев при соблюдении ряда дополнительных обеспечительных мер. Так, в

правилах фонда могут быть прописаны ограничения управляющей компании по распоряжению недвижимостью, составляющей активы фонда, кроме того, передавая паи в залог, пайщик может передать банку право на участие в инвестиционном комитете с правом голоса. В итоге, для кредитной организации создаются дополнительные гарантии работы с привычным для нее инструментарием кредитования под залог надлежащих активов.

Второй формой участия банка в финансировании проекта через ЗПИФ является его партнерское паевое участие в фонде на новых, также гарантирующих его интересы условиях. В данном случае также обеспечением инвестиционных интересов банка, как стратегического инвестора фонда, является его участие в Инвестиционном комитете и закрепление в правилах доверительного управления ограничений управляющей компании на распоряжение недвижимым имуществом фонда (например, запрет на совершение определенных правилами категорий сделок с недвижимыми активами).

Таким образом, в новых условиях с помощью инструментария закрытых ПИФов возможно не только решать задачи повышения эффективности проекта, в том числе благодаря уже известным большинству участникам российского рынка особенностям налогообложения доходов, образуемых внутри фонда, но и обеспечивать реализацию задач, связанных с привлечением инвестиций в соответствующие проекты.

#### **«ПИФЫ ДЛЯ ВСЕХ»**

Говоря о новых возможностях фондов, предназначенных для квалифицированных инвесторов, нельзя не оценить ситуацию с ПИФаами, паи которых в обороте не ограничены.

С одной стороны, законодатель их «лишил» возможности работать рисковыми инструментами. Так, продавать паи неквалифицированным инвесторам могут только те фонды недвижимости, в инвестиционной декларации которых предусмотрена возможность (в отношении профильных активов) вложения исключительно в готовую недвижимость, права на нее и права из договоров долевого участия в строительстве. А паи венчурных фондов и фондов прямых инвестиций вообще не могут быть проданы неквалифицированному инвестору. (Примечание: в силу сложившейся на российском рынке ситуации ФСФР России установлено, что венчурные фонды, срок формирования которых заканчивается не позднее 01.03.2009, могут не заявлять об ограничении паев в обороте)

Однако, стоит отметить, что данный факт не может рассматриваться «однобоко», как ограничение прав инвесторов паевых инвестиционных фонды. Налицо работа государственного регулятора на рынке ценных бумаг, направленная на обеспечение интересов рядовых потребителей финансовых услуг, малых и средних инвесторов, не имеющих соответствующего опыта и возможности реально оценить риски собственной инвестиционной деятельности, в том числе с привлечением посредников.

С другой стороны, такое нововведение, как возможность применения упрощенной процедуры дополнительного выпуска паев, позволяет рыночным неквалифицированным инвесторам заходить капиталами в уже работающий проект. Причем, интересы таких инвесторов гарантируются пониженным риском вложений в допустимые инвестиционной декларацией фонда активы.

Принимая во внимание, что в условиях сложившейся ситуации большинство российских организаторов проектов, использующих конструкцию ЗПИФ с целью повышения экономической эффективности бизнес-проекта, как правило, не отвечают признакам квалифицированных инвесторов, конструкция закрытых ПИФов недвижимости, осуществляющих строительство исключительно по договору долевого участия в строительстве, и конструкция рентного фонда, активы которого формирует готовая недвижимость, будут крайне востребованы на российском рынке.

Причем, и в этих фондах возможно участие банков как инвесторов проекта либо кредиторов пайщиков на условиях, максимально гарантирующих их интересы. Главным гарантом в данном случае может выступить закрепление в правилах фонда запрета на совершение управляющей компанией сделок с недвижимыми активами фонда.

## **ОСОБЕННОСТИ ФОРМИРОВАНИЯ ЗПИФОВ В НОВЫХ УСЛОВИЯХ**

Новации в законодательстве коснулись не только особенностей функционирования уже сформированных закрытых фондов. Порядок их создания также претерпел существенные изменения.

Во-первых, как можно предположить, в целях недопущения формирования «пустого» фонда, установлен новый перечень активов, которые могут быть переданы в фонд при его формировании: это (традиционно) денежные средства, ценные бумаги, денежные требования по обеспеченным ипотекой обязательствам из кредитных договоров, включая права залогодержателя по договорам об ипотеке, доли в уставном капитале обществ с ограниченной ответственностью, недвижимое

имущество. Как можно увидеть, что в новом перечне отсутствуют права на недвижимое имущество, а также права по различного рода договорам, связанным со строительством недвижимости.

Во-вторых, момент начала возникновения отношений доверительного управления и права общей долевой собственности пайщиков на имущество, внесенное в фонд, обуславливается датой окончания формирования фонда, направления в ФСФР России отчета об итогах формирования и регистрацией соответствующих изменений в правила доверительного управления ЗПИФов, связанных с указанием в них количества размещенных инвестиционных паев.

Все денежные средства, поступающие в оплату инвестиционных паев при формировании фонда аккумулируются на транзитных счетах и лишь после окончания формирования поступают на счет управляющей компании Д.У. соответствующего ПИФа. Данные нормы в целом направлены на обеспечение интересов пайщиков, исключая, с одной стороны, возможность управляющей компании распоряжаться средствами, не включенными в активы фонда, с другой стороны- зачисление на счет фонда средств, ошибочно перечисленных на данный счет.

Аналогичная ситуация с ценными бумагами, зачисляемыми при формировании фонда изначально на транзитный счет ДЕПО в специализированном депозитарии ПИФа.

Наибольшие сложности и вопросы вызывает новый порядок передачи недвижимого имущества в фонд.

Как установлено действующим гражданским законодательством, переход прав на недвижимое имущество обуславливается фактом государственной регистрации такого перехода. Общая долевая собственность на имущество фонда возникает с того момента, когда он считается сформированным, а для Закрытых ПИФов это дата государственной регистрации изменений в правила доверительного управления фонда в части, касающейся количества выданных паев. Таким образом, возникает коллизия правовых норм. По сути, передача имущества в фонд при его формировании должна производиться по передаточному акту и включаться в состав фонда до государственной регистрации перехода прав на данное имущество. Регистрация же перехода прав на недвижимость (в общую долевую собственность пайщиков) будет осуществляться после формирования фонда, создавая для такого фонда риски, связанные с тем, что, в случае, если по какой-либо причине регистрация общей долевой собственности не состоится, фонд фактически не будет сформирован. При этом, правовых последствий

для такой ситуации нормативные акты не предусматривают.

В заключение хотелось бы отметить, что, несмотря на отдельные вопросы, которые вызывают некоторые нормы обновленного законодательства о паевых инвестиционных фондах и на которые, можно надеяться, ответы в скором времени будут даны как практикой, так и государственным регулятором, в целом изменения можно оценить крайне позитивно. И среди положительных новаций особо значимыми представляются расширение инвестиционного инструментария для квалифицированных инвесторов, ограничение рисков непрофессионалов рынка, значительная перестройка механизмов работы закрытых ПИФов при структурировании различных проектов в реальных секторах экономики и при привлечении инвестиций с учетом индивидуальных особенностей проекта и обеспечением сведения наиболее эффективным образом интересов участников инвестиционного процесса.

© Компания IMAC.