

# IPO инвестиционных паев ПИФов

01.08.2006

С начала появления фондов на рынке в 1995 г. на основании Указа Президента РФ № 765 от 26 июля 1995 г. «О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации» паи ПИФов достаточно свободно участвовали в обороте. Во время обвала инвестиционных «пирамид» ПИФы выглядели более чем достойно, и многие из них пережили кризис 1998 г. Именно конструкция паевого инвестиционного фонда стала наиболее востребованной при «преобразовании» чековых инвестиционных фондов, когда в соответствии с Указом Президента РФ от 23 февраля 1998 г. № 193 «О дальнейшем развитии деятельности инвестиционных фондов» (п. 10) последние получили возможность перейти в соответствующий правовой режим. Данный период можно условно характеризовать как «рыночно-принудительный».

С принятием Федерального закона от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» в условиях относительно стабильного фондового рынка оборот инвестиционных паев стал более четким, последовательным и вполне рыночным. Начав с достаточно узкого сегмента, характеризующегося высокой «стоимостью входа» (приобрести пакет паев могли себе позволить только крупные инвесторы), рынок постепенно вошел в «розничный» период (теперь покупать паи могли обычные граждане). На волне повышенной прибыльности ПИФов отмечался переток средств из консервативных банковских депозитов в более доходные фонды, население стало активно превращаться из вкладчиков в пайщиков. Сегодня паи ПИФов начинают проникать на рынок организованной (биржевой) торговли.

Пунктом 2 ст. 14 Федерального закона «Об инвестиционных фондах» инвестиционный пай исключен из числа эмиссионных ценных бумаг. Такое решение законодателя вряд ли следует назвать абсолютно верным, хотя его мотивы очевидны: определение инвестиционного пая в качестве эмиссионной бумаги потребовало бы изменения значительного массива законодательных актов, и прежде всего Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

Несмотря на это, эмиссионная природа рассматриваемого инструмента не подлежит сомнению. Более того, инвестиционный пай достаточно четко подпадает под формальное определение эмиссионной ценной бумаги, закрепленное ст. 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», т. е. имеет необходимые для этого признаки: - является именной бездокументарной ценной бумагой (абз. 1 п. 1 и абз. 2 п. 2 ст. 14 Федерального закона «Об инвестиционных фондах»); - закрепляет совокупность имущественных и

неимущественных прав(примеч.1) . В данном случае речь идет о вещных правах на имущество ПИФа – доля в общей собственности и обязательственных правах – право требования к управляющей компании о добросовестном и разумном управлении имуществом в интересах пайщика (п. 1 ст. 14 Федерального закона «Об инвестиционных фондах»); - размещается выпусками. Совокупность инвестиционных паев одного ПИФа представляют собой единый выпуск (абз. 3 п. 2 ст. 14 Федерального закона «Об инвестиционных фондах»); - имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги (абз. 5 п. 1 ст. 14 Федерального закона «Об инвестиционных фондах»).

Интересен тот факт, что согласно одному из ближайших (и географически, и системно) национальных законодательств (Республика Казахстан) паи ПИФов являются эмиссионными ценными бумагами (п. 13 ст. 1 Закона Республики Казахстан от 7 июля 2004 г. № 576-II «Об инвестиционных фондах»).

Эмиссионная природа инвестиционной ценной бумаги — основа для осуществления ее публичного размещения и обращения. Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» (п. 5 ст. 14) декларирует о свободе обращения инвестиционных паев, в частности абз. 2 упоминает «инвестиционные паи, обращающиеся через организатора торговли». Более прямолинейно говорится в п. 4.1 Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг (утв. Приказом ФСФР России от 15 декабря 2004 г. № 04-1245/пз-н): «к торгам у организатора торговли могут быть допущены, в том числе, инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов в процессе их выдачи и обращения». Таким образом, применительно к паевым инвестиционным фондам устоявшаяся в России аббревиатура IPO (Initial Public Offering) будет означать выдачу паев путем объявления публичного предложения, осуществляемого впервые (в целях оптимизации восприятия будем использовать также и принятый перевод – «первоначальное публичное предложение»). Очевидно, что использование этой категории для инвестиционных паев будет носить в известной мере условный характер, поскольку многие юридические признаки, характерные для IPO акций или облигаций, в этом случае вряд ли применимы. Тем не менее, учитывая изложенные выше мотивы, мы попытаемся найти не только точки соприкосновения, но и отличия традиционных процедур, характерных для IPO эмиссионных ценных бумаг (в строгом смысле этой категории), и процедуры первоначального публичного предложения инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов.

## СПОСОБЫ РАЗМЕЩЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПАЕВ. «ПУБЛИЧНЫЕ» И «ЧАСТНЫЕ» ПИФЫ

Первоначальное публичное предложение паев имеет традиционную для любого IPO базовую цель – привлечение капитала (формирование фонда) за счет возможностей открытого организованного рынка. При этом специфичность проведения IPO паев определена особенностями юридической конструкции ПИФов.

Для выпуска инвестиционных паев существует только один предусмотренный законом способ размещения – так называемая «выдача паев». При этом единственная классификация разновидностей данного способа размещения – это деление на выдачу паев в ходе формирования фонда и после формирования фонда, которая в свою очередь будет иметь свою специфику для различных типов фондов.

Для традиционных эмиссионных инструментов IPO представляет собой ограниченный во времени процесс, имеющий четкие моменты начала и окончания. В узком смысле это начало и окончание размещения, в широком смысле IPO будет включать необходимые процедуры, предшествующие размещению, а также совершаемые после.

IPO инвестиционных паев будет выглядеть таким образом только при выдаче паев при формировании фонда (для любого типа ПИФа) и при выдаче паев после формирования фонда (только для фондов закрытого типа).

Выдача паев после формирования открытого фонда происходит непрерывно, т. е. мы имеем своего рода «текущее public offering». Что касается интервальных фондов, то публичное предложение их паев можно назвать «периодическим». Впрочем, это не исключает использование термина IPO в ситуации, когда изначально открытый или интервальный фонд был сформирован за счет средств заранее определенного круга учредителей управления, а паи были предложены публично в последующем. Такая важная особенность выдачи паев открытых и интервальных фондов после их формирования, как возможность одновременного предъявления паев к погашению, влияет на процедуры IPO.

Формирование или увеличение паевого фонда предполагает внесение денежных средств (или иного имущества для закрытых фондов) в оплату инвестиционных паев, выдаваемых управляющей компанией инвесторам. В случае публичного характера предложения (если оно совершается впервые) выдача паев будет иметь признаки IPO.

По своей сути, выдача паев наиболее близка «подписке» — способу размещения, характерному для эмиссионных ценных бумаг, посредством которого осуществляется IPO акций или облигаций, также

предполагающему формирование или увеличение капитала за счет возмездного отчуждения размещаемого инструмента. При использовании компаративистского подхода мы можем попробовать провести такую аналогию: сравнить выдачу паев при формировании фонда с размещением акций при учреждении акционерного общества. Но здесь мы не обнаружим важной для размещения акций при учреждении характеристики – обязательный закрытый круг приобретателей акций, ограниченный лишь учредителями общества, подписавшими договор о создании АО.

Другими словами, нет юридического (законодательного) разделения на «открытую» или «закрытую» выдачу паев (сравним открытую и закрытую подписки). Такое деление возможно лишь фактически. Это означает, что любое размещение паев может носить публичный характер (и при формировании фонда, и уже после его создания).

В этом смысле обнаруживается некоторая «усредненность» регулирования в данном вопросе, не учитывающая, что на практике размещение паев одних фондов носит частный характер, то есть паи размещаются заранее определенному кругу лиц (аналог закрытой подписки), паи других фондов размещаются путем предложения неограниченному кругу лиц (аналог открытой подписки). Такая дихотомия отражает фактически существующее деление паевых фондов, функционирующих, соответственно, в частном и публичном режимах. И хотя в целом это деление примерно соответствует делению фондов на открытые/интервальные («живущие» в публичном режиме) и закрытые (как правило, частные проекты с узким кругом инвесторов), однако точно не совпадает. Так закрытый фонд при его формировании или увеличении количества паев может предложить свои паи широкому кругу лиц. И наоборот, открытый фонд (несмотря на обязанность в любой день принимать заявки на выдачу/погашение паев) может в принципе существовать в частном (закрытом с точки зрения привлечения новых участников) режиме, который обеспечивается например, лишь целевой рекламой или вообще ее полным отсутствием.

Вывод, который напрашивается, можно сформулировать следующим образом: законодателем презюмируется публичность любого и каждого паевого инвестиционного фонда, независимо от его типа и фактических особенностей его организации. Является ли такое положение вещей оправданным? Надо полагать, что на этот счет возможны критические замечания, и прежде всего это касается традиционно выделяемых для корпораций различий при существовании в разных режимах. Центральным отличием является степень информационной открытости и прозрачности инвестиционного института; состояние публичности предполагает более полное

раскрытие информации и до момента выхода, и постоянно после него.

## РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ В ХОДЕ IPO И ПОСЛЕ

С точки зрения экономического анализа права эффективной считается норма, направленная на увеличение благосостояния, в том числе за счет снижения издержек, в первую очередь необоснованных. Очевиден тот факт, что издержки на существование в публичном и частном режимах отличаются. Особенно ярким примером, подтверждающим это, является нормативное регулирование раскрытия информации. Так за публичными компаниями закрепляется обязанность раскрывать информацию, необходимую и достаточную для принятия широким и постоянно изменяющимся кругом инвесторов. Это является обязанностью эмитента, поскольку издержки инвесторов на поиск информации не соизмеримы с издержками эмитента по ее предоставлению. Для закрытых компаний, круг инвесторов которых ограничен, издержки на публичное раскрытие информации будут необоснованно велики. То есть с позиции эффективности регулирования для закрытых компаний рационально раскрытие информации частным образом, предполагающим скорее активность инвестора, чем эмитента.

Продолжая сравнивать, отметим, что IPO компании, предполагающей публичное размещение и/или обращение своих ценных бумаг, сопровождается не только регистрацией выпуска (Решения о выпуске ценных бумаг), но и подготовкой и регистрацией проспекта ценных бумаг. Проспект ценных бумаг – важнейший документ для IPO. Именно его содержание (полнота, достоверность, точность), с одной стороны, гарантирует права и интересы инвесторов, а с другой, обеспечивает возможность эмитенту с помощью рынка оценить собственную инвестиционную привлекательность, то есть выяснить спрос на свои обязательства. Содержание проспекта ценных бумаг в настоящее время достаточно детально регламентируется Положением о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утвержденным Приказом ФСФР России от 16 марта 2005 г. № 05-5/пз-н (далее — Положение). Особое внимание в Положении уделяется разделам, позволяющим принять бизнес-решение, т. е. экономическим, финансовым, рыночным достижениям и перспективам эмитента, составу органов управления и прочей существенной информации.

Ничего этого нельзя сказать о раскрытии информации при выпуске паев ПИФов. Несмотря на презюмируемую законодателем публичность размещения, требования к раскрытию информации, необходимой для принятия более или менее обоснованного инвестиционного решения, оставляют желать лучшего. Единственные требования на этот счет содержатся в Типовых

правилах доверительного управления соответствующими типами фондов, утвержденные соответственно Постановлениями Правительства РФ от 25 июля 2002 г. № 564, от 27 августа 2002 г. № 633, от 18 сентября 2002 г. № 684. Сравнивая требования разделов III – VIII Приложения 9 к Положению о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг и раздела II Типовых правил, можно увидеть, что последние обязывают отразить в инвестиционной декларации фонда лишь: общие цели инвестиционной политики управляющей компании; объекты инвестирования, их состав и краткое описание; структуру активов фонда; описание рисков, связанных с инвестированием. Если узость таких требований для «частных» фондов может быть оправдана, то для фондов «публичных» это кажется недопустимым.

Раскрытие информации после размещения, регулируемое Положением о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, а также к содержанию раскрываемой информации, утв. Приказом ФСФР России от 22 июня 2005 г. № 05-23/пз-н, также имеет единые правила. При этом отсутствуют элементарные требования о сообщении «существенных фактов», касающихся финансово-хозяйственных вопросов, сопровождающих деятельность паевых инвестиционных фондов. Например, нет требования о предоставлении сведений о «крупных сделках» (такая категория сделок для ПИФов вообще не введена, что также необоснованно), изменениях в составе менеджмента и корпоративных процедурах в управляющей компании. И если для открытых фондов, обязанных ежедневно отражать стоимость пая, еще возможно следить за результатами деятельности и в нужный момент отреагировать соответствующим образом, предъявив пай к погашению, то для пайщиков «публичных» закрытых и интервальных фондов, ликвидность которых может быть невелика (погасить их в любой момент вообще невозможно), отсутствие своевременных сведений о существенных событиях, которые влияют или могут повлиять на эффективность управления ПИФом, может иметь критические последствия.

Источник такого «проблемного» регулирования видится именно в отсутствии законодательного разделения режимов существования паевых инвестиционных фондов на «публичный» и «частный». И вновь мы вынуждены констатировать, что на практике только «социально ответственные» управляющие компании при подготовке инвестиционной декларации максимально подробно раскрывают информацию. Особенно это касается биржевого размещения, где предложение адресуется профессиональным участникам рынка ценных бумаг, которые не приобретут паи ПИФа «Серая Лошадка», хотя и такая возможность не исключена (так

называемая adverse selection problem). Однако известная формула: «чем ниже уровень развития фондового рынка, тем подробнее должно быть регулирование» — только подтверждает необходимость ограждения непрофессиональной в вопросах инвестиций, но «падкой до высоких дивидендов» публики от недобросовестного или неквалифицированного поведения организаторов программ коллективного инвестирования.

## **ЦЕНА РАЗМЕЩЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПАЕВ**

Другая традиционно выделяемая цель IPO — справедливая оценка ценной бумаги — для IPO инвестиционных паев имеет особое преломление, которое носит в некотором смысле проблемный характер.

При размещении паев в ходе формирования фонда сумма денежных средств, внесенных в паевой инвестиционный фонд (стоимость пая), должна быть единой для всех участников размещения. При выдаче паев в период функционирования фонда размещение осуществляется по расчетной стоимости пая, при этом надбавка не может превышать 1,5% (и устанавливается только в целях возмещения расходов, связанных с выдачей). Иными словами, допустим только один метод определения цены размещения — «метод фиксированной цены».

С одной стороны, прослеживается очевидная задача не допустить ущемления прав инвесторов путем размывания доли участия в фонде (claim dilution problem), в противном случае один пайщик на 100 руб. мог бы купить 10 паев, а другой на 10 руб. — 100 паев. С другой стороны, обнаруживается жесткий характер данного правила, который ограничивает возможность сформировать фонд наиболее эффективно с позиции установления справедливой цены размещения. Соответствующей цели служит, например, аукцион по определению цены размещения акций или облигаций, проводимый в ходе размещения путем подписки эмиссионных ценных бумаг (п. 6.1.12 Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утвержденных Приказом ФСФР России от 16 марта 2005 г. № 05-4/пз-н).

В этой связи небезосновательным может показаться вывод о возможности (и целесообразности) разрешения аукциона для определения цены размещения паев фонда, если выдача паев осуществляется в ходе организованных торгов. Естественно аукционный метод определения цены размещения инвестиционных паев возможен только при формировании фонда или при размещении дополнительных паев закрытых фондов. Для пайщиков последних цена размещения в этом случае будет прекрасным индикатором реальной стоимости их паев.

Правилами доверительного управления ПИФом регламентируется размер фонда, при котором он считается сформированным, и устанавливается количество паев, размещаемых в ходе формирования фонда. Это вполне может помочь определению своего рода минимальной цены размещения (обязательная «цена отсечения»), роль которой при размещении акций, например, играет ее номинальная стоимость (о необходимости которой в настоящее время рядом специалистов высказываются небезосновательные сомнения). При размещении дополнительных паев закрытых фондов «ценой отсечения» (минимальной ценой) должна служить расчетная стоимость пая.

Невозможно проведение аукциона только для размещения паев уже сформированных открытых и интервальных фондов, ввиду одновременного приема заявок на погашение паев (разница в цене размещения и цене погашения может образовать дисбаланс положения пайщиков). Кроме того, в сформированных открытых фондах этому препятствует «текущий» характер размещения. Поэтому единственным параметром определения цены размещения в данном случае остается расчетная стоимость пая.

Вопрос о возможности аукционного определения цены при выдаче паев в ходе формирования фонда может иметь возражения практического свойства, а именно, необходимость вообще проведения аукциона в отношении «товара», стоимость которого установить рыночным путем «невозможно». Однако неправовой характер вопроса предполагает неправовой характер ответа: рациональность проведения аукциона обуславливается обеспечением возможности определения рыночной цены пая только формируемого фонда, через максимально подробную и определенную инвестиционную декларацию ПИФа, систему гарантий исполнения инвестиционной декларации и систему полного раскрытия информации об управляющей компании и предстоящей деятельности фонда.

Следует обратить внимание на то, что среди методов приобретения публичного статуса существует также возможность открытой продажи паев не только управляющей компанией, но и пайщиком фонда (это может быть, например, SPV или банк/андеррайтер, осуществляющий кредитную поддержку размещения). В этой ситуации продажа паев также может быть осуществлена с помощью аукциона, при этом раскрытие информации должно соответствовать публичному характеру предложения.

## **НЕКОТОРЫЕ ВОПРОСЫ ДЛЯ РАЗМЫШЛЕНИЯ**

Помимо указанных выше целей (привлечение капитала и определение справедливой цены), посредством IPO достигаются некоторые иные цели. Так приобретение публичного статуса является самостоятельной

ценностью, предполагающей высокие уровни проекта и стандарты управления, долгосрочность и перспективность инвестиций, а также социальную ответственность и положительную деловую репутацию эмитента (управляющей компании).

Необходимость выделения в законодательстве наряду с типами фондов также и режимов их существования на данный момент не имеет однозначного ответа. Возможно, следует при развитии законодательства тем или иным образом учитывать существование не только фондов с небольшим количеством участников (а то и вообще единственным пайщиком), но и «публичных» фондов, управляющих средствами широкого круга лиц, в том числе на организованных рынках. При этом очевидно, что в качестве границы, разделяющей «частные» и «публичные» ПИФы выступает именно факт IPO. Безусловно, такое публичное предложение инвестиционных паев должно сопровождаться важными для инвесторов гарантиями их интересов, и в первую очередь раскрытием информации, необходимой и достаточной для принятия текущего и планирования последующих инвестиционных решений.

#### **Примечания:**

*1 - Не может быть применена только следующая часть нормативной формулы: «...подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных настоящим Федеральным законом формы и порядка». Указанные «форма и порядок» установлены Федеральным законом «Об инвестиционных фондах».*