ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ИНСТИТУТ
МЕЖДУНАРОДНЫХ ОТНОШЕНИЙ (УНИВЕРСИТЕТ)
МИНИСТЕРСТВА ИНОСТРАННЫХ ДЕЛ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»

На правах рукописи

Фридман Антон Ильич

Правовое регулирование инвестиционных фондов в России, США и Люксембурге

Специальность 12.00.03 - Гражданское право; предпринимательское право; семейное право; международное частное право

Диссертация на соискание ученой степени

кандидата юридических наук

Научный руководитель:

к.э.н., к.ю.н.

Шамраев Андрей Васильевич

Москва 2019

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение 3

Глава 1 Инвестиционные фонды: понятие, правовое регулирование деятельности и роль в экономике 16

§ 1.1 Понятие инвестиционного фонда и место инвестиционных фондов в экономике 16

§ 1.2 Нормативная база регулирования деятельности инвестиционных фондов в России, США и Люксембурге 29

§ 1.3 Понятие инвестиционного фонда, разновидности инвестиционных фондов и регулирование деятельности инвестиционных фондов в России, США и Люксембурге 40

§ 1.4 Сравнительно-правовой анализ понятий инвестиционного фонда, инвестиционной компании и организации коллективных инвестиций. Предложения по изменению российского законодательства, регулирующего деятельность инвестиционных фондов. 90

Глава 2 Содержание правоотношений между инвестором и управляющим 103

§ 2.1 Содержание правоотношений между инвестором и управляющим в России, США и Люксембурге 103

§ 2.2 Сравнительно-правовой анализ правоотношений между инвестором и управляющим. Предложения по изменению российского законодательства в части регулирования содержания правоотношений между инвестором и управляющим 140

Заключение 148

Библиографический список 159

Введение

Актуальность темы научного исследования

Инвестиционные фонды играют значительную роль как в мировой, так и в российской экономике. При этом отрасль инвестиционных фондов в России развита значительно слабее, чем в США, которые являются мировым лидером по объему активов, управляемых инвестиционными фондами, Люксембурге и многих других странах.

Развитию инвестиционных фондов в России может способствовать совершенствование правового регулирования их деятельности. При этом важно достичь приемлемого уровня рисков для управляющих фондами и инвесторов фондов при обеспечении прав последних. В этой связи особенно актуальным является сравнение правового регулирования деятельности инвестиционных фондов в России, инвестиционных компаний в США и организаций коллективных инвестиций в Люксембурге, так как США и Люксембург обладают развитым правовым регулированием деятельности инвестиционных компаний и организаций коллективных инвестиций, что подтверждается значительным размером активов, находящихся под управлением инвестиционных компаний и организаций коллективных инвестиций, зарегистрированных соответственно в США и Люксембурге.

Степень научной разработанности темы исследования

В российской юридической литературе поднимались вопросы о правовой природе отношений между пайщиками и управляющими компаниями паевых инвестиционных фондов; о том принадлежит ли имущество, входящее в состав паевого инвестиционного фонда пайщикам на праве собственности; является ли паевой инвестиционный фонд имущественным комплексом. Значительный вклад в исследование данных вопросов внесли следующие правоведы: Жегалова А.С., Иванова Е.В., Оксюк Т.Т.

Жегалова А.С. исследовала теоретические основы коллективных инвестиций, содержание и роль паевых инвестиционных фондов в системе коллективных инвестиций в России; предложила определение системы коллективного инвестирования. Жегалова А.С. опубликовала в том числе следующие научные работы: диссертация на соискание научной степени кандидата экономических наук «Паевые инвестиционные фонды в системе коллективного инвестирования в Российской Федерации»; статья в журнале Экономические науки (2013 №6) «Развитие института коллективных инвестирования в России».

Иванова Е.В. исследовала гражданско-правовое положение паевых инвестиционных фондов и выработала концепцию понимания паевого инвестиционного фонда как формы коллективных инвестиций; сформулировала принципы правового регулирования паевых инвестиционных фондов как формы коллективных инвестиций; аргументировала отсутствие общей долевой собственности пайщиков на имущество паевого инвестиционного фонда. В рамках своей деятельности Иванова Е.В. опубликовала в том числе следующие научные работы: диссертация на соискание научной степени кандидата юридических наук «Гражданско-правовое положение паевых инвестиционных фондов: вопросы теории и практики»; статья в журнале «Актуальные вопросы российского права» (2009 № 11) «К вопросу о правосубъектности паевого инвестиционного фонда».

Оксюк Т.Т. исследовал гражданско-правовое регулирование доверительного управления паевыми инвестиционными фондами и опубликовал первую в отечественной цивилистической литературе монографическое исследование гражданско-правового регулирования доверительного управления паевыми инвестиционными фондами. В рамках своей деятельности Оксюк Т.Т. опубликовал в том числе следующие работы: диссертация на соискание научной степени кандидата юридических наук

«Гражданско-правовое регулирование доверительного управления паевыми инвестиционными фондами»; статья в журнале «Законодательство» (2004 № 11) «Правовое положение управляющей компании паевого инвестиционного фонда».

Исследованием правового регулирования деятельности инвестиционных фондов также занимались: Гридчин А.Г., Бобров Е.В., Комраков К.И., Прокудин А.А., Плющев М.В., Лебедев В.Н., Зайцев О.Р.

В то же время в российской юридической науке практически не исследовано правовое регулирование деятельности инвестиционных фондов в зарубежных странах. В то же время отмечу Макарчук З.В., исследовавшую правовое регулирование деятельности инвестиционных компаний в США.

Среди зарубежных ученых, изучающих правовое регулирование деятельности инвестиционных компаний и организаций коллективных инвестиций, можно выделить Morley John D., Dirk A. Zetzsche, Daniel Capocci, David Stowell, Scott J. Lederman, Filippo Annunziata.

Morley John D изучал структурирование и регулирование инвестиционных компаний в США, опубликовал в том числе работу "The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation" и обосновал, что главным отличительным признаком инвестиционных фондов является их структура, разделяющая активы и инвестиционных управляющих.

Dirk A. Zetzche исследует правовое регулирование инвестиционных фондов в Европейском союзе и опубликовал в том числе работу "The Anatomy of European Investment Fund Law", где описывает правовое регулирование инвестиционных фондов в Европейском союзе, определяет понятие организации коллективных инвестиций, описывает разные виды организаций коллективных инвестиций, определяет их и раскрывает отличия между такими видами организаций коллективных инвестиций.

Таким образом, степень теоретической исследованности правового регулирования деятельности инвестиционных фондов в России и зарубежных странах нельзя признать достаточной.

Объект и предмет исследования

Объектом исследования является современное правовое регулирование деятельности инвестиционных фондов в России, США и Люксембурге.

Предметом исследования являются понятия инвестиционного фонда, инвестиционной компании и организации коллективных инвестиций, установленные правом России, США и Люксембурга. Предметом исследования являются правоотношения между инвесторами и управляющими компаниями паевыми инвестиционными фондами, между инвесторами и инвестиционными фондами, между инвесторами и инвестиционными компаниями в США, между инвесторами и организациями коллективных инвестиций в Люксембурге.

Цель и задачи исследования

Целями диссертации является комплексное рассмотрение и сравнение правового регулирования деятельности инвестиционных фондов в России, США и Люксембурге, определение особенностей правового регулирования деятельности инвестиционных фондов в России, США и Люксембурге и выработка предложений по совершенствованию российского правового регулирования деятельности инвестиционных фондов.

Для достижения вышеуказанных целей в рамках исследования были поставлены, в том числе, следующие задачи:

1. определить функции инвестиционных фондов, инвестиционных компаний и организаций коллективных инвестиций;

2. определить и сравнить понятия инвестиционной компании и организации коллективных инвестиций, установленных правом США и

правом Люксембурга, с понятием инвестиционного фонда, установленного российским правом;

3. определить и сравнить содержание правоотношений, вытекающих из договора, заключаемого между пайщиком и управляющей компанией паевого инвестиционного фонда; из договора инвестиционного товарищества в соответствии с российским правом; между инвесторами и инвестиционной компании в соответствии с правом США; между инвесторами и организациями коллективных инвестиций в соответствии с правом Люксембурга;

4. уточнить содержание понятия инвестиционного фонда, установленного российским законодательством, с учетом зарубежного опыта правового регулирования деятельности инвестиционных фондов;

5. разработать предложения по совершенствованию правового регулирования деятельности инвестиционных фондов в России.

Методология и методы исследования

Методологическую основу исследования составляют формально-юридический, сравнительно-правовой, логический, лингвистический методы исследования.

Научная новизна

В рамках исследования проведен комплексный анализ правового регулирования инвестиционных фондов в России, инвестиционных компаний в США и организаций коллективных инвестиций в Люксембурге. В рамках работы автор обосновал отсутствие права собственности пайщиков на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд; несоответствие договора, заключаемого пайщиком паевого инвестиционного фонда с управляющей компанией паевого инвестиционного фонда, правовой природе договора доверительного управления имуществом. В рамках работы было также исследовано содержание правоотношений, вытекающих из договора,

заключаемого между пайщиком и управляющей компанией паевого инвестиционного фонда; содержание правоотношений, вытекающих из договора инвестиционного товарищества в соответствии с российским правом; содержание правоотношений между инвесторами и инвестиционной компанией в соответствии с правом США; содержание правоотношений между инвесторами и организациями коллективных инвестиций в соответствии с правом Люксембурга.

Ранее в литературе не проводилось сравнение понятий и правового регулирования деятельности инвестиционных фондов в России, инвестиционных компаний в США и организаций коллективных инвестиций в Люксембурге.

До сих пор большинство российских исследований деятельности инвестиционных фондов носит лишь экономический характер, объектом исследования юридических работ является, в основном, только российское право; при этом предметом юридических исследований в большинстве случаев выступает правовая природа отношений, существующих между пайщиками паевых инвестиционных фондов и управляющими компаниями паевых инвестиционных фондах, а также правовой статус инвестиционных фондов.

В рамках данной работы автор также разработал новые классификации инвестиционных фондов, которые могут быть использована Центральным банком Российской Федерации в целях построения регулирования инвестиционных фондов на основе рисков, предполагаемых инвестиционными стратегиями таких инвестиционных фондов; на основе размера инвестиционных фондов. Автор также предложил отказаться от выделения интервальных и биржевых паевых инвестиционных фондов в качестве отдельных видов паевых инвестиционных фондов.

Научные положения, выносимые на защиту и их достоверность

В рамках исследования выносятся на защиту следующие научные положения, сформулированные в рамках исследования:

1. Понятие инвестиционной компании, установленное правом США, и понятие организации коллективных инвестиций, установленное правом Люксембурга, шире, чем понятие инвестиционного фонда, установленное российским законодательством, так как правопорядки США и Люксембурга включают соответственно в понятия инвестиционной компании и организации коллективных инвестиций организации, занимающиеся или созданные в целях осуществления инвестиций, за рядом исключений, в то время как российское законодательство определяет понятие инвестиционного фонда в качестве имущественного комплекса, соответствующего ряду дополнительных критериев, и в качестве акционерного общества, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты, предусмотренные ФЗ «Об инвестиционных фондах», и фирменное наименование которого содержит слова «акционерный инвестиционный фонд» или «инвестиционный фонд».

В то же время широкое определений понятий инвестиционной компании и организации коллективных инвестиций имеет ряд преимуществ перед узким определением понятия инвестиционный фонд в российском законодательстве. Так, к преимуществам более широкого определения понятий инвестиционной компании и организаций коллективных инвестиций относительно более узкого можно отнести распространение правового регулирования на более широкий круг лиц; отсутствие возможности уклонения от правового регулирования посредством ведения деятельности, аналогичной деятельности инвестиционного фонда, через юридическое лицо, не имеющее лицензию управляющей компании на осуществление

деятельности по управлению инвестиционными фондами, негосударственными пенсионными фондами.

В связи с этим предложено внести изменения в действующее российское законодательство, в том числе, исключить из законодательства понятия акционерного инвестиционного фонда и паевого инвестиционного фонда и определить понятия инвестиционного юридического лица и инвестиционного фонда в авторской формулировке.

2. Объем прав пайщиков в отношении паевых инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов свидетельствует об отсутствии у пайщиков права собственности на имущество паевого инвестиционного фонда и о наличии между пайщиками и управляющими компаниями паевых инвестиционных фондов обязательственных правоотношений, схожих с правоотношениями, вытекающими из договоров негосударственного пенсионного обеспечения и об обязательном пенсионном страховании, а не договора доверительного управления имуществом.

Вывод об отсутствии у пайщиков права собственности на имущество паевого инвестиционного фонда подтверждается в том числе отсутствием у пайщиков прав, которыми обладают собственники общего долевого имущества в отношении общего долевого имущества и других собственников такого имущества, в том числе преимущественного права покупки доли в праве общей собственности; наличием возможности формирования паевого инвестиционного фонда только из обязательственных прав, что исключает возможность признания паевого инвестиционного фонда имущественным комплексом и вещью. При этом отсутствие у пайщиков права собственности на имущество, входящее в паевой инвестиционный фонд, исключает возможность признания договора, заключаемого пайщиком с управляющей

компанией паевого инвестиционного фонда, договором доверительного управления.

Вывод о наличии между пайщиками и управляющей инвестиционной компанией обязательственных отношений, схожих с правоотношениями, вытекающими из договоров негосударственного пенсионного обеспечения и об обязательном пенсионном страховании, подтверждается отсутствием существенных отличий между правами, которыми обладают пайщики в отношении паевого инвестиционного фонда и участники (застрахованные лица) в отношении негосударственного пенсионного фонда. Единственное существенное отличие прав указанных лиц заключается в разных возможностях осуществления ими права на получение денежных средств от управляющей компании инвестиционного фонда или соответственно от негосударственного пенсионного фонда.

В связи с вышесказанным предложено внести изменения в действующее законодательство и исключить из действующего законодательства нормы, квалифицирующие правоотношения, складывающиеся между управляющей компанией паевого инвестиционного фонда и пайщиком паевого инвестиционного фонда, в качестве отношений по доверительному управлению имуществом; а также исключить из действующего законодательства нормы, закрепляющие право долевой собственности пайщиков паевого инвестиционного фонда на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд.

3. В большинстве случаев инвесторы имеют ограниченный объем прав в отношении управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, инвестиционных советников инвестиционных компаний и организаций коллективных инвестиций. Обычно при инвестировании инвестору приходится выбирать между правами на погашение и продажу принадлежащих ему паев или акций, с одной стороны, и правами

согласовывать инвестиционные решения управляющей компании, инвестиционного советника, в том числе посредством осуществления корпоративных прав в отношении инвестиционной компании или организации коллективных инвестиций, с другой стороны. Таким образом, инвестор вынужден выбирать между ликвидностью своих инвестиций, с одной стороны, и возможностью участвовать в принятии инвестиционных решении и контролировать деятельность управляющей компании, инвестиционного советника, инвестиционной компании или организации коллективных инвестиций, с другой стороны.

4. В большинстве случаев интересы инвесторов защищаются, в основном, административно-правовыми нормами, ограничивающими возможности управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, инвестиционных советников инвестиционных компаний и управляющих организаций коллективных инвестиций принимать решение в отношении имущества паевого инвестиционного фонда, инвестиционной компании и организации коллективных инвестиций. В то же время, обычно интересы инвесторов, имеющих право контролировать деятельность и/или согласовывать решения управляющих, в меньшей степени защищаются административно-правовыми нормами. При этом административно правовые механизмы защиты интересов инвесторов в большей степени направлены на защиту мелких инвесторов, инвестирующих в инвестиционные фонды открытого типа, чем на защиту интересов крупных квалифицированных инвесторов, которые обладают достаточными ресурсами для защиты своих прав с помощью механизмов частного права.

Наличие вышеуказанной зависимости свидетельствует о частичной взаимозаменяемости норм частного права и публичного права, о существовании возможности защиты интересов инвесторов как механизмами частного права, так и механизмами публичного права. Вышеуказанная

зависимость также свидетельствует о приоритетности для государства защиты прав мелких инвесторов перед защитой прав крупных инвесторов.

Достоверность научных положений, выносимых автором на защиту, подтверждается значительным объемом нормативных и научных источников, проанализированных автором в рамках исследования, и применением автором научных методов в ходе исследования.

Теоретическая и нормативная база исследования

При написании диссертации автором использовались монографии, исследования, публикации как российских, так и зарубежных исследователей.

В рамках диссертации использовались работы многих российских исследователей, в том числе таких известных исследователей как Степанов С.А., Иванова Е.В. При анализе иностранного регулирования автором использовались в том числе обширные монографии известных зарубежных авторов David Stowell, Daniel Capocci, Scott J. Lederman, Morley, John D., Dirk A. Zetzche, Filippo Annunziata.

При проведении исследования автор уделил значительное внимание не только исследованию научной литературы, но и изучению большого количества нормативно-правовых актов, регулирующих деятельность инвестиционных фондов в России, США, Европейском Союзе и Люксембурге, в том числе Федерального закона от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»; Акта об инвестиционных компаниях 1940 года, Директивы Европейского союза об организациях коллективных инвестиций и управляющих фондами альтернативных инвестиций, а также ряд судебных актов.

Теоретическая и практическая (экономическая, социальная) значимость полученных результатов

Теоретическая значимость исследования заключается в разработанных автором понятиях «инвестиционное юридическое лицо» и «инвестиционный фонд»; в проведенном впервые сравнительном анализе правового регулирования деятельности и правого статуса инвестиционных фондов в России, инвестиционных компаний в США и организаций коллективных инвестиций в Люксембурге.

Практическая значимость исследования заключается в сделанных автором предложениях об изменении российского законодательства, регулирующего деятельность инвестиционных фондов.

Результаты настоящего диссертационного исследования могут быть востребованы и использованы Центральным банком Российской Федерации, Министерством экономического развития РФ, Министерством финансов РФ, а также научно-исследовательскими организациями и практикующими юристами, чья деятельность связана с инвестициями. Результаты исследования можно и следует использовать для совершенствования правового регулирования деятельности инвестиционных фондов, а также лиц, занимающихся инвестиционной деятельностью, но сейчас не признающихся инвестиционными фондами, в том числе негосударственных пенсионных фондов.

Апробация результатов исследования

Отдельные положения диссертации были изложены автором в форме доклада на научной конференции «Проблемы и достижения науки в современном мире» и опубликованы в качестве следующей научной статьи: Фридман А.И. Содержание правоотношений между инвестором и управляющим в соответствии с российским правом // Lingvo-Science. 2017. - № 1. С.51-55.

По теме диссертации опубликованы следующие 4 научные статьи в печатных изданиях, рецензируемых ВАК:

1. Фридман А. И. Развитие инвестиционных фондов в мире и их место в экономике // Экономический журнал. 2015. - №4 (40). С. 68-84.
2. Фридман А. И. Правовая природа сделок по выдаче инвестиционных паев и по их погашению // Банковское право. 2017. - №1. С. 50-52.
3. Фридман А. И. Инвестиционные компании в праве США // Современная наука: актуальные проблемы теории и практики. Серия «Экономика и право». 2017. - № 5. С.117-121.
4. Фридман А. И. Понятие инвестиционного фонда и инвестиционного юридического лица // Право. Журнал Высшей школы экономики. 2017. - № 2. С.68-79.

Структура исследования.

Структура диссертационного исследования соответствует логике поставленной цели и решению исследовательских задач и состоит из введения, двух глав, объединяющих шесть параграфов, заключения и библиографического перечня источников, использованных при написании диссертации.

Глава 1 Инвестиционные фонды: понятие, правовое регулирование деятельности и роль в экономике

§ 1.1 Понятие инвестиционного фонда и место инвестиционных фондов в экономике

Сложность разработки определения понятия «инвестиционный фонд» связана с рядом причин. Наиболее важной причиной можно назвать неопределенность понятия «инвестиция». Существуют различные точки зрения на определение понятия инвестиция. При этом данное понятие остается больше экономическим, чем юридическим, и в недостаточной степени разрабатывается представителями юридической науки. Одним из традиционных определений инвестиций является следующее: инвестиции – это вложения физических и юридических лиц, государства и муниципальных образований, направленные на увеличение их активов.[1] При этом в российском законодательстве можно встретить определения понятий «инвестиция» и «инвестиционная деятельность». Последнее, полагаю, должно быть понимаемо таким же образом, что и «инвестирование» в силу правил словообразования русского языка. Так, статья 1 Федерального закона от 25.02.1999 № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» (далее – ФЗ «Об инвестиционной деятельности») устанавливает следующее: «инвестиции - денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта; инвестиционная деятельность - вложение инвестиций и осуществление

[1] Иванова Е.В. Гражданско-правовое положение паевых инвестиционных фондов: вопросы теории и практики. Дис. к.ю.н, М., 2009 С. 18; Организация управления инвестиционным процессом в новых условиях хозяйствования в строительстве: Материалы семинара. М., 1991. С. 22 - 31; Экономическая энциклопедия / Гл. ред. Л.И. Абалкин. М., 1999. С. 221; Тарасевич Е.И. Анализ инвестиций в недвижимость. СПб., 2000. С. 16.

практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта».

Определение инвестиций указывает, что инвестициями признаются ценные бумаги, иное имущество, при этом сами ценные бумаги и иное имущество могут быть инвестицией; включение таким образом в определение инвестиций словосочетания «иное имущество» указывает на то, что инвестицией может быть признано что угодно. В связи с этим не ясно, зачем было изначально перечислять в определении денежные средства, ценные бумаги. При этом словосочетание «вкладываемые в объекты предпринимательской деятельности и (или) иной деятельности» следует понимать в качестве возможности вкладывать инвестиции в любые объекты. При этом последней части определения присущ тот же недостаток. Из вышесказанного следует, что определение инвестиций может быть логически преобразовано в следующее определение: «инвестиции - вложения чего угодно во что угодно в целях получения полезного эффекта». Полезность такого определения не ясна. Возможно, стоит исключить такое определение.

Недостаток определения понятия инвестиционной деятельности, установленного ФЗ «Об инвестиционной деятельности», аналогичен последнему названному недостатку определения понятия инвестиций.

Для разработки определения инвестиционного фонда необходимо понимать функции, выполняемые инвестиционными фондами, знать разновидности инвестиционных фондов, выделяемые современным правом.

Инвестиционные фонды в широком понимании (пул активов, созданный с целью инвестирования денежных средств) есть у страховых компаний; у банковских кредитных организаций (примером могут являться трейдинговые отделы, существующие в некоторых банках[2]); у небанковских

[2] David Stowell Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity (Kindle Location 829). Elsevier Science. Kindle Edition

кредитных организаций; у некоммерческих организаций; у инвестиционных компаний, которые в соответствии с российским правом не являются инвестиционными фондами, несмотря на то, что инвестиционная деятельность является ключевой деятельностью таких компаний (например, ПАО АФК «Система»). Важно также упомянуть о существующих суверенных инвестиционных фондах (например, Фонд национального благосостояния, Government Pension Fund Global, принадлежащий Норвегии). Необходимо также помнить о появившихся в результате процессов глобализации трансграничных инвестиционных фондах, которые Кауракова М.В. определяет в качестве коммерческих организаций, наделенных исключительной правоспособностью в сфере коллективного инвестирования, деятельность которых по привлечению и вложению прямых и портфельных иностранных инвестиций затрагивает интересы двух и более государств, в каждом из которых они (организации) рассматриваются в качестве иностранного инвестора либо предприятия с иностранными инвестициями[3]. Примером таких инвестиционных фондов могут являться инвестиционные фонды, расположенные в оффшорных юрисдикциях, например, на Каймановых островах или Британских Виргинских островах.

Остановимся на определении понятия «суверенный инвестиционный фонд». Суверенные инвестиционные фонды (также можно встретить термины «государственные инвестиционные фонды», «суверенные фонды благосостояния») — это финансовые инструменты, управляемые государством, которые владеют национальными денежными средствами и вкладывают их в различные активы. Словосочетание «суверенный фонд» было придумано инвестиционными банками для обозначения фонда, который принадлежит какому-то суверенному государству[4]. Данные фонды

[3] Кауракова М.В. Трансграничный инвестиционный фонд как субъект инвестиционных отношений. Автореферат дис. к.ю.н, М., 2014. С.11

[4] Пупынин В. Суверенные инвестиционные фонды: определение и основы функционирования. // Международная экономика. - 2008. - № 10. - С. 56.

обычно образуются за счет избытка ликвидности в общественном секторе и за счет резервов Центральных банков.[5] Так, например, Фонд национального благосостояния формируется за счет дополнительных нефтегазовых доходов федерального бюджета в соответствии с порядком, установленным Правительством Российской Федерации, доходов от управления средствами Фонда национального благосостояния[6].

По данным Sovereign Wealth Fund Institute совокупный размер активов суверенных фондов в декабре 2014 года равнялся 7 триллионам 57 миллиардам долларов США[7]. При этом важно сказать, что в литературе встречаются и иные определения понятия «суверенный инвестиционный фонд». Так, Кауракова М.В. в своей работе пишет: «…суверенные фонды благосостояния – это юридические лица, создаваемые государствами для достижения публичных целей, но с правом участия в коммерческой деятельности на трансграничной основе в интересах обеспечения свободного развития личности, общества и государства»[8].

Обычно инвестиционные фонды классифицируют по активам, являющимся объектами инвестиций фондов и инвестиционным стратегиям, используемым фондами. Так, аналитическое агентство “MorningStar”, использует следующую классификацию инвестиционных фондов:

- фонды акций (Equity Funds);
- фонды облигаций (Bond Funds);
- смешанные фонды (Allocation Funds);
- фонды альтернативных инвестиций (Alternative Funds);

---

[5] Там же. С. 51.
[6] Пункт 3 статьи 96[10] Бюджетного кодекса Российской Федерации
[7] Sovereign Wealth Fund Institute Fund Rankings [сайт] URL: http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/ (11/07/2017)
[8] Кауракова М.В. Трансграничный инвестиционный фонд как субъект инвестиционных отношений. Автореферат дис. к.ю.н, М., 2014. С.9.

- фонды товарного рынка (Commodities).[9]

Недостатками классификации “MorningStar” является включение фондов недвижимости в категорию “equity funds”, которая обычно понимается как фонды акций[10], и пересечение понятия фонда альтернативных инвестиций со всеми другими понятиями, так как фонды альтернативных инвестиций могут инвестировать и в акции, и в облигации, и в товары.

При этом в экономической литературе инвестиционными фондами часто называют структуры, не признаваемые нормативно-правовыми актами в качестве таковых.

В дальнейшем в соответствующих частях работы будут исследованы понятия инвестиционного фонда, инвестиционных компаний и организаций коллективных инвестиций, установленные соответственно российским правом, правом США и Люксембурга.

Рассматривая роль инвестиционных фондов в экономике, необходимо отметить, что инвестиционные фонды с каждым годом играют все большую и большую роль в мировой экономике. В современном мире доля активов паевых инвестиционных фондов в развитых странах составляет 15-30% от ВВП.[11] В. И. Гаврилюк пишет, что инвестиционные фонды являются одним из наиболее часто используемых инструментов инвестирования физическими лицами во всем мире. Он также в своей работе высказывает мнение, что в мире инвестирование посредством инвестиционных фондов более востребовано, чем инвестирование в такие инструменты, как банковские депозиты. Основными причинами популярности использования

---

[9] Morningstar Fund Category Performance: Total Return URL: http://news.morningstar.com/fund-category-returns/ (22.02.2018)

[10] Там же.

[11] Жегалова А.С. Паевые инвестиционные фонды в системе коллективного инвестирования в Российской Федерации: автореф. дис. ... канд эконом. наук. Самарский государственный экономический университет, Самара, 2014. С.3.

инвестиционных фондов В.И. Гаврилюк считает возможность получения высокой доходности и отсутствие трудозатрат со стороны инвестора на изучение и постоянный анализ огромного массива информации.[12]

К. Акшенцева и А. Абрамов пишут, что в 2012 году суммарный объем активов взаимных инвестиционных фондов в мире достиг 28 трлн. долл. США[13], что приблизительно равняется 42% мирового ВВП 2012 года.[14] По-настоящему впечатляющая цифра. К концу 2014 году суммарный объем активов инвестиционных фондов превысил 31 трлн. долл. США[15], что приблизительно равняется 40% мирового ВВП. Очевидно, что роль инвестиционных фондов в современной экономике крайне высока.

Описание роли инвестиционных фондов в экономике следует начать с описания функций, присущих в целом отрасли коллективных инвестиций, в которую, кроме инвестиционных фондов, включаются страховые компании, негосударственные пенсионные фонды, некоторые другие инвестиционные институты. Коллективные инвестиции, являясь частью инвестиций, выполняют схожие с инвестициями функции. Обычно в литературе выделяют следующие функции инвестиций: регулирующая; распределительная; стимулирующая; индикативная.

Регулирующая функция инвестиций заключается в контроле и корректировке процессов в производстве, поддержании роста стоимости компаний, ускорения темпов развития народного хозяйства и улучшения благосостояния населения. Распределительная функция заключается в распределении произведенных товаров и услуг, выраженных в денежном выражении, между участниками экономической деятельности, а также между

---

[12] Гаврилюк В.И. Паевые инвестиционные фонды в РФ: хронологический срез развития индустрии // Вестник РЭУ. 2012. № 10. С. 66.

[13] В ICI Fact Book 2015 на странице 237 указано, что 31.12.2012 года суммарный объем активов взаимных фондов равнялся приблизительно 27 трлн. долл. США

[14] А. Абрамов, К. Акшенцева Развитие взаимных фондов в России // Экономическая политика. 2014. №1. С. 35.

[15] The Investment Company Institute. 2015 ICI Fact Book P. 237 URL: https://www.ici.org/pdf/2015_factbook.pdf

различными сферами и отраслями экономики. Стимулирующая функция инвестиций направлена на модернизацию, обновление и усовершенствование уже существующих объектов производства, а также на внедрение новых технологий, инновационных решений. Индикативная функция инвестиций позволяет создать необходимые механизмы и инструменты для осуществления и достижения намеченных инвестиционных и производственных целей. Последняя функция также способствует поддержанию равновесия и стабильности в экономике в целом.

Инвестиции на макроэкономическом уровне обеспечивают, в том числе, политику расширенного воспроизводства; перестройку общественного производства и развитие отраслей народного хозяйства; создание необходимой сырьевой базы промышленности; ускорение научно технического прогресса; улучшение качества и конкурентоспособности продукции; развитие здравоохранения, культуры, высшей и средней школы, смягчение проблемы безработицы; а также решение ряда других социальных проблем.

Инвестиции на микроуровне обеспечивают, в том числе, расширение и развитие производства; повышение качества и конкурентоспособности продукции конкретного предприятия; приобретение ценных бумаг и вложение средств в активы других предприятий; повышение технического уровня производства; нормальное функционирование предприятия в будущем, стабильное финансовое состояние и максимизацию прибыли.

О.В. Борисова в своей работе пишет, что высокая инвестиционная активность – ключевое условие развития экономики. Она также утверждает, что инвестиции стимулируют внедрение новых технологий в производственный процесс и социальную сферу[16].

[16] О. В. Борисова Инвестиционный климат в России: состояние и оценка //Аудит и финансовый анализ. 2015. №1. С. 288

Специфика воздействия инвестиций на экономическую конъюнктуру состоит в том, что в момент их осуществления возрастает спрос на блага, а предложение последних увеличится лишь через некоторое время, когда в действие вступят новые производственные мощности.

Коллективные инвестиции так же, как и инвестиции осуществляют все перечисленные выше функции. При этом сфера коллективных инвестиций также имеет ряд специфичных функций. К таким функциям можно отнести, например, функцию сбережения денежных средств населением страны. Более того, разные субъекты рынка коллективных инвестиций имеют некоторые различия в приоритетных функциях, которые они играют в экономике.

Что касается инвестиционных фондов, то наиболее важными функциями, выполняемыми ими, являются:

1. инвестирование денежных средств;
2. сохранение сбережений населения;
3. управление активами негосударственных пенсионных фондов, денежными средствами, аккумулированными страховыми компаниями, суверенными инвестиционными фондами;
4. повышение ликвидности рынка ценных бумаг;
5. снижение волатильности рынка ценных бумаг;
6. снижение процентных ставок на рынке кредитования;
7. финансирование развития науки и технического прогресса.[17]

Функция инвестирования денежных средств прямо соответствует названию инвестиционных фондов. Инвестиционные фонды инвестируют в акции и облигации, в основном обращающиеся на фондовом рынке, в том

[17] А.И. Фридман Развитие инвестиционных фондов в мире и их место в экономике // Экономический журнал. 2015. - №4 (40). С. 69-70.

числе приобретают данные ценные бумаги при их размещении, посредством чего инвестиционные фонды инвестируют денежные средства в реальную экономику.

Функция сохранения сбережений населения, присущая инвестиционным фондам, очень отчетливо проявляется в странах Европейского Союза, так как программа «количественного смягчения», проводимая Европейским Центральном банком, привела к тому, что ставки по депозитам в европейских банках стали отрицательными. Таким образом, сегодня в европейских странах банковские депозиты уже не могут использоваться населением для сохранения и преумножения своих сбережений. В то же время необходимо отметить, что «количественное смягчение» также привело к появлению отрицательной доходности по ряду облигаций, выпущенных европейскими эмитентами, однако их на данный момент времени не слишком много. К таким облигациям относятся наименее подверженные риску облигации, например, государственные облигации ФРГ.

Третья функция проявляется в случаях, когда пенсионные фонды, в том числе и государственные, страховые компании, суверенные инвестиционные фонды передают денежные средства, находящиеся у них в управлении, в управление инвестиционным фондам. В таких случаях ролью инвестиционных фондов является наиболее эффективное управление переданными в их управление активами для достижения целей лиц, передавших им в управление активы, что, в свою очередь, влечет возможность косвенного отнесения к функциям инвестиционных фондов функции их клиентов, в том числе функцию увеличения коэффициента замещения пенсии, присущую пенсионным фондам.

Функции инвестирования денежных средств, сохранения сбережений населения и управления активами негосударственных пенсионных фондов, денежными средствами, аккумулированными страховыми компаниями, суверенными инвестиционными фондами весьма ярко проявляются через

динамику объема активов, управляемых инвестиционными фондами.[18] Так, в конце 1999 года суммарная стоимость чистых активов инвестиционных фондов, зарегистрированных в России, равнялась приблизительно 257 миллионам долларов США начала 2017 года, а в конце 2016 года приблизительно 10 миллиардам долларов США начала 2017 года. Таким образом, стоимость чистых активов инвестиционных фондов, раскрывающих информацию о стоимости активов, выросла приблизительно в 40 раз! Впрочем, такой бурный рост, к сожалению, легко объясняется, в том числе, и эффектом низкой базы. Своего пика стоимость чистых активов инвестиционных фондов достигла в 2008 году и составляла на 01.01.2008 года приблизительно 36 миллиардов долларов США начала 2017 года! Таким образом, с 31.12.1999 года по 01.01.2008 стоимость чистых активов инвестиционных фондов выросла приблизительно в 139 раз! При этом с 1997 года изменилась не только стоимость чистых активов инвестиционных фондов, но появились и новые виды инвестиционных фондов, изменилось их регулирование.

Важность вышеуказанных функций, выполняемых в экономике инвестиционными фондами, также ярко проявляется в мировой статистике. Так, суммарная стоимость активов открытых инвестиционного фондов в мире в начале 2016 года равнялась 37 191 млрд. долларов США[19], что равняется 37 961 млрд. долларов США начала 2017 года.

Четвертая и пятая функции наиболее отчетливо проявляются в спекулятивных инвестиционных фондах, которые относятся к фондам альтернативных инвестиций, например, фондам альтернативных инвестиций, которые выбирают арбитражные стратегии управления активами. Суть таких

---

[18] Статистическую информацию о стоимости чистых активов инвестиционных фондов я взял с сайта: http://www.nlu.ru/stat-scha.html, информации об уровне инфляции для учета инфляции в расчетах взял с сайта http://www.usinflationcalculator.com/inflation/consumer-price-index-and-annual-percent-changes-from-1913-to-2008/

[19] Worldwide Total Net Assets of Regulated Open-End Funds URL: http://www.icifactbook.org/deployedfiles/FactBook/Site%20Properties/pdf/16_fb_table65.pdf (11.07.2017)

стратегий заключается в поиске соотношений стоимости между разными ценными бумагами, ценой договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, (далее – деривативы) и инвестировании денежных средств в момент, когда такие соотношения нарушаются. При этом такие фонды часто совмещают покупку какой-либо ценной бумаги с короткой продажей другой ценной бумаги или с заключением деривативa, создающего противоположный денежный поток в сравнении с денежным потоком купленной ценной бумаги, в целях уменьшения рисков. Таким образом, повышается ликвидность рынка ценных бумаг и производных финансовых инструментов, снижается их волатильность[20].

Механизм снижения процентных ставок посредством деятельности инвестиционных фондов достаточно прост. Инвестиционные фонды размещают денежные средства, находящиеся в их управлении, в ценные бумаги, в том числе, в облигации, акции. Чем больше активов находится в управлении инвестиционных фондов, тем ниже процентные ставки на рынке кредитования, так как рост активов инвестиционных фондов означает рост предложения денег. Таким образом, инвестиционные фонды, можно сказать, являются конкурентами банков в сфере кредитования. Впрочем, инвестиционные фонды не стоит рассматривать исключительно в качестве конкурентов банков: в развитых странах инвестиционные фонды часто используются банками для снижения своих рисков, например, банки могут передать часть рисков инвестиционным фондам посредством секьюритизации кредитов и/или заключения деривативов с инвестиционными фондами, что также способствует снижению процентных ставок на рынке. Более того, важно понимать, что инвестиционные фонды часто являются акционерами банков.

[20]Достаточно распространено мнение, что некоторые фонды альтернативных инвестиций увеличивают волатильность на рынках капитала.

Одной из наиболее важных функций инвестиционных фондов является финансирование развития науки и технического прогресса. Эту функцию выполняют венчурные инвестиционные фонды, инвестируя средства непосредственно в разработку новых технологий, в инновационные компании. Важность данной функции подтверждается и действиями государств. Так, в России уже существует фонд венчурных инвестиций «ВЭБ Инновации», созданный Внешэкономбанком, который, в свою очередь, является государственной корпорацией.

Полагаю, что именно выполнение всех вышеназванных функций инвестиционными фондами стало причиной детального регулирования деятельности инвестиционных фондов во всем мире. При этом такое регулирование преследует как цель защиты прав инвесторов инвестиционных фондов, так и цель снижения рисков финансовой системы и экономики в целом, связанных с деятельностью инвестиционных фондов.

В то же время одним из показателей эффективности выполнения указанных выше функций инвестиционными фондами является объем активов под управлением инвестиционных фондов.

Так, в начале 2000 года суммарная стоимость чистых активов открытых инвестиционных фондов в мире приблизительно равнялась 16 896 миллиардам долларов США начала 2017 года, инвестиционных фондов в США – 9 834 миллиардов долларов США начала 2017 года, инвестиционных фондов Германии – 340 миллиардам долларов США начала 2017 года, инвестиционных фондов Великобритании - 539 миллиардам долларов США начала 2017 года. В начале 2016 года стоимость чистых активов инвестиционных фондов мира приблизительно равнялась 30 961 миллиардов долларов США начала 2017 года, инвестиционных фондов США – 18 119 миллиардам долларов США начала 2017 года, инвестиционных фондов Германии – 1 837 миллиардов долларов США начала 2017 года,

инвестиционных фондов Великобритании - 1 611 миллиардов долларов США начала 2017 года.[21]

В то же время в России инвестиционные фонды сегодня недостаточно развиты. Так, по информации Национальной лиги управляющих общая стоимость активов паевых фондов на 01.01.2017 года равнялась приблизительно 627 млрд. руб, при ВВП 2016 года, равном 86 044 млрд. руб.[22] Таким образом, на конец 2016 года общая стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов, раскрывающих информацию о стоимости своих активов, равнялась менее 1% от уровня ВВП РФ за 2016 год, что резко контрастирует с соотношением активов инвестиционных фондов к ВВП развитых стран, других стран BRICS.

Данное отношение стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов к ВВП говорит о неразвитости в России сферы фондовых, срочных рынков в целом и сферы коллективных инвестиций, в частности. Конечно, необходимо иметь в виду, что данная статистика не учитывает стоимость чистых активов компаний, фактически занимающихся деятельностью в сфере прямых инвестиций в России и зарегистрированных за рубежом, некоторых компаний, занимающихся венчурными инвестициями в России, и (в том числе) акционерных инвестиционных фондов, инвестиционных товариществ. В то же время, исходя из того факта, что количество акционерных инвестиционных фондов в России в 2015 году равнялась 4[23], можно утверждать, что они занимают малую долю рынка инвестиционных фондов.

Слабое развитие инвестиционных фондов в России оказывает негативное влияние на экономику России и на способность российских

---

[21]Расчеты производились с учетом информации статьи Развитие инвестиционных фондов в мире и их место в экономике Фридмана А.И. и с учетом инфляции согласно официальным источникам.

[22] Статистика рынка Национальная лига управляющих [сайт] URL: http://www.nlu.ru/stat-scha.htm (11.07.2017).

[23] Согласно информации ФСФР России, по состоянию на 30 апреля 2014 г. URL: http://www.cbr.ru/finmarkets/files/supervision/list_IF.xlsx

инвестиционных фондов выполнять функции, выполняемые зарубежными инвестиционными фондами. В то же время государству следует направить усилия на развитие инвестиционных фондов. Способствовать развитию инвестиционных фондов в России государство может в том числе и реформированием, либерализацией правового регулирования деятельности инвестиционных фондов; исправлением недостатков существующего правового регулирования, негативно влияющих на развитие инвестиционных фондов в России.

§ 1.2 Нормативная база регулирования деятельности инвестиционных фондов в России, США и Люксембурге

В России деятельность инвестиционных фондов регулируется следующими нормативно-правовыми актами: Гражданским кодексом Российской Федерации[24]; Федеральным законом от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»[25] (далее - ФЗ «Об инвестиционных фондах»), подзаконными нормативными актами ФСФР России, подзаконными нормативными актами Центрального банка Российской Федерации. Деятельность инвестиционных фондов в России также регулируются Конституцией Российской Федерации[26], Федеральным законом от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»[27] (далее – ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»); Федеральным законом от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»[28] (далее – ФЗ «Об

[24] Гражданский кодекс Российской Федерации Часть Первая (ред. от 23.05.2018) // Собрание законодательства РФ. 1994. № 32. Ст. 3301. ; Гражданский кодекс Российской Федерации Часть Вторая (ред. от 23.05.2018) // Собрание законодательства РФ. 1996. № 5. Ст. 410. ; Гражданский кодекс Российской Федерации Часть Третья (ред. от 28.03.2017) // Собрание законодательства РФ. 2001. № 49. Ст. 4552. ; Гражданский кодекс Российской Федерации Часть Четвертая (ред. от 23.05.2018) // Собрание законодательства РФ. 2006. № 52 (1 ч.). Ст. 5496.

[25]Федеральный Закон № 156-ФЗ от 29.11.2011«Об инвестиционных фондах» (ред. от 31.12.2017) // Собрание законодательства РФ. 2001. № 49. Ст. 4562.

[26] .Конституция Российской Федерации (ред. от 21.07.2014) // Собрание законодательства РФ. 2014. № 31. Ст. 4398.

[27] Федеральный Закон от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» (ред. от 23.04.2018) // Собрание законодательства РФ. 1998. № 7. Ст. 785.

[28] Федеральный Закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (ред. от 23.04.2018) // Собрание законодательства РФ. 1996. № 1. Ст. 1.

акционерных обществах»), Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»[29] (далее – ФЗ «О рынке ценных бумаг»).

ФЗ «Об инвестиционных фондах является специальным федеральным законом, устанавливающим правовой статус инвестиционных фондов и регулирующим деятельность инвестиционных фондов. ФЗ «Об инвестиционных фондов» в том числе определяет понятия акционерного и паевого инвестиционных фондов; правовую природу пая; правовую природу правоотношений между пайщиками и паевым инвестиционным фондом; между пайщиками и управляющей компанией паевого инвестиционного фонда; устанавливает правовой статус паевого инвестиционного фонда, права пайщиков в отношении паевого инвестиционного фонда, паев паевого инвестиционного фонда, управляющей компании паевого инвестиционного фонда; устанавливает права управляющей компании паевого инвестиционного фонда к паевому инвестиционному фонду и к пайщикам паевого инвестиционного фонда; устанавливает механизмы контроля и надзора над деятельностью управляющей компании паевого инвестиционного фонда. В то же время ФЗ «Об инвестиционных фондах» не единственный федеральный закон, регулирующий деятельность инвестиционных фондов. Так, сделки, заключаемые инвестиционным фондом и/или в интересах инвестиционного фонда, должны соответствовать требованиям Гражданского кодекса Российской Федерации.

ФЗ «Об акционерных обществах» широко регулирует деятельность акционерных инвестиционных фондов, так как ФЗ «Об инвестиционных фондах» устанавливает ряд специальных норм, регулирующих деятельность акционерных инвестиционных фондов и имеющих приоритет перед действием норм ФЗ «Об акционерных обществах» в отношении акционерных инвестиционных фондов. При этом правовые нормы ФЗ «Об акционерных

[29] Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (ред. от 18.04.2018) // Собрание законодательства РФ. № 17. 1996. Ст. 1918.

обществах» регулируют деятельность и правовой статус акционерных инвестиционных фондов, если такие нормы не противоречат специальном нормам ФЗ «Об инвестиционных фондах». Нормы ФЗ «Об акционерных обществах» также регулируют деятельность управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, являющихся акционерными обществами. Нормы ФЗ «Об акционерных обществах» также оказывают воздействие на паевые инвестиционные фонды, инвестирующие в акции, так как ФЗ «Об акционерных обществах» устанавливает права и обязанности акционеров акционерных обществ, регулирует корпоративные правоотношения, возникающие между акционерами и обществом.

Нормы ФЗ «Об акционерных обществах» и ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» регулируют деятельность управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, являющихся соответственно акционерными обществами или обществами с ограниченной ответственностью, что оказывает косвенное воздействие на паевые инвестиционные фонды, так как управляющие компании паевых инвестиционных фондов, являются доверительными управляющими паевых инвестиционных фондов и заключают сделки с имуществом, входящим в паевой инвестиционный фонд.

Подзаконные нормативные акты ФСФР России и Центрального банка Российской Федерации были приняты в соответствии с ФЗ «Об инвестиционных фондах». При этом ФЗ «Об инвестиционных фондах содержит ряд отсылочных норм права, ссылающихся на нормативные акты, принятые Центральным банком Российской Федерации. В то же время до сих обладают юридической некоторые нормативные акты ФСФР России, регулирующие деятельность инвестиционных фондов, так как они не были отменены и/или не были заменены другими нормативными актами, изданными Центральным банком Российской Федерации, которому были переданы полномочия ФСФР России с 01.09.2013 в соответствии с

Федеральным законом от 23.07.2013 № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков». Подзаконными нормативными актами устанавливаются в том числе лицензионные требования к управляющим компаниям паевых инвестиционных фондов, требования к отчетности управляющих инвестиционных фондов, требования к структуре активов инвестиционных фондов. В то же время значителен и вклад подзаконных нормативных актов Правительства Российской Федерации, устанавливающих формы типовых правил доверительного управления паевыми инвестиционными фондами.

В США инвестиционные компании регулируются большим количеством нормативно-правовых актов, в том числе следующими законами: Законом об инвестиционных компаниях 1940 года[30]; Законом о ценных бумагах 1933 года[31]; Законом о биржах ценных бумаг 1934 года[32]; Законом о товарных биржах 1936 года[33]; Законом о безопасности пенсионных доходов трудящихся 1974 года[34]; Закон Додда — Франка о реформировании Уолл-Стрит и защите потребителей 2010 года[35]. Принимая во внимание наиболее распространенную структуру управления инвестиционными компаниями, необходимо признать, что деятельность инвестиционных компаний косвенно регулирует Закон об инвестиционных

---

[30] The investment company Act of 1940 URL: http://legcounsel.house.gov/Comps/Investment%20Company%20Act%20Of%201940.pdf (15.01.2018)

[31] Securities Act of 1933 URL: http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20Of%201933.pdf (15.01.2018)

[32] Securities Exchange Act of 1934 URL: http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20Of%201934.pdf (15.01.2018)

[33] Commodity Exchange Act of 1936 URL: https://www.law.cornell.edu/uscode/text/7/chapter-1 (15.01.2018)

[34] Employee Retirement Income Security Act of 1974 URL: https://legcounsel.house.gov/Comps/Employee%20Retirement%20Income%20Security%20Act%20Of%201974.pdf (15.01.2018)

[35] Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 URL: http://legcounsel.house.gov/Comps/Dodd-Frank%20Wall%20Street%20Reform%20and%20Consumer%20Protection%20Act.pdf (15.01.2018)

советниках 1940 года[36], чьим предметом регулирования является деятельность инвестиционных советников.

Закон об инвестиционных компаниях является специальным актом, который регулирует деятельность инвестиционных компаний. Закон об инвестиционных компаниях определяет понятие инвестиционной компании и различные виды инвестиционных компаний; устанавливает требования, которым должны соответствовать инвестиционные компании. Закон об инвестиционных компаниях также устанавливает и ряд запретов для инвестиционных компаний.

Закон о ценных бумагах является основополагающим законом, регулирующим эмиссию ценных бумаг, устанавливающим требования к эмитентам ценных бумаг. Закон о ценных бумаг был первым федеральным законом, регулирующим рынок ценных бумаг в США. Закон о ценных бумаг был принят с целью защиты инвесторов от мошенничества, и содержит правовые нормы, направление на защиту прав инвесторов, в том числе содержит требования о раскрытии информации при эмиссии ценных бумаг, устанавливает требование о регистрации ценных бумаг. Действие Закона о ценных бумагах распространяется на деятельность инвестиционных компаний, так как инвестиционные компании эмитируют ценные бумаги и предлагают их к приобретению различных лицам.

Закон о биржах ценных бумаг наделяет Комиссию по ценным бумагам США полномочиями по контролю, надзору и регулированию рынка ценных бумаг США. Закон о биржах ценных бумаг также наделяет Комиссию по ценным бумагам правом запрашивать различную информацию у компаний, чьи ценные бумаги торгуются на публичном рынке ценных бумаг. Закон о биржах ценных бумаг также запрещает совершение определенных действий

---

[36] Investment Advisers Act of 1940 URL: http://legcounsel.house.gov/Comps/Investment%20Advisers%20Act%20Of%201940.pdf (15.01.2018)

на рынке ценных бумаг, например, торговлю ценными бумаги на основе инсайдерской информации, и вводит требования о регистрации различных участников рынка ценных бумаг, в том числе бирж, и ряд требований к осуществлению ими деятельности на рынке ценных бумаг[37].

Закон о товарных биржах регулируют правоотношения в сфере торговли производными финансовыми инструментами базовыми активами которых являются товары, в том числе нефть, рис. Закон о товарных биржах также устанавливает компетенцию Комиссии по торговле товарными фьючерсами.

Акт об инвестиционных советниках регулирует деятельность инвестиционных советников – лиц, оказывающих консультационные услуги, связанные с инвестированием в ценные бумаги. Акт об инвестиционных советниках предъявляет требования к деятельности инвестиционных советников, устанавливает обязательность регистрации для некоторых инвестиционных советников. При этом важно указать, что большинство инвестиционных компаний, заключают договор с инвестиционным советником, который фактически и принимает инвестиционные решения, которые за тем исполняются инвестиционными компаниями.

Закон Додда — Франка о реформировании Уолл-Стрит и защите потребителей 2010 года внес изменения в правовое регулирование деятельности рейтинговых организаций, деятельности кредитных организаций на рынке ценных бумаг, в правовое регулирование корпоративного управления, в требования о раскрытии информации и в ряд других правовых норм. Важно отметить, что одно из положений Закона Додда — Франка о реформировании Уолл-Стрит и защите потребителей 2010 года ограничивает инвестиционные и спекулятивные возможности банков на

[37] US Securities and exchange commission The Laws That Govern the Securities Industry [сайт] URL: https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html

рынке ценных бумаг, вводит требование о разделении функций коммерческих и инвестиционных банках в рамках одной организации. Закон Додда — Франка о реформировании Уолл-Стрит и защите потребителей 2010 года также вводит регулирование деривативов.

В Европейском союзе деятельность институтов коллективных инвестиций регулируется тремя различными директивами: Директивой по координации законов, регуляция и административных предписаний, регулирующих организации коллективных инвестиций, инвестирующие в обращающиеся ценные бумаги[38] (далее - Директива UCITS); Директивой о деятельности и надзоре за пенсионными организациями[39] (далее – Директива IORPD) и Директивой об управляющих фондами альтернативных инвестиций[40] (далее – Директива AIFMs). Директива UCITS регулирует коллективные портфельные инвестиции в финансовые инструменты посредством диверсифицированных организаций коллективных инвестиций. Директива IORPD регулирует деятельность пенсионных фондов, в то время как Директива AIFMs регулирует деятельность управляющих организаций коллективных инвестиций, не регулируемыми первыми двумя директивами.[41] Деятельность именно инвестиционных фондов регулируют Директива UCITS и Директива AIFMs.

Директива UCITS распространяет свое действие только на некоторые организации коллективных инвестиций открытого типа, удовлетворяющие

---

[38] Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) // Official Journal of the European Union. 2009. Volume 52. P. 1-31.

[39] Directive 2003/41/EC of the European Parliament and of the Council of 3 June 2003 on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision // Official Journal of the European Union. 2003. Volume 46. P.10-21.

[40] Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers // Official Journal of the European Union. 2011. Volume 54. P. 1-73.

[41] Dirk A. Zetzche, The Anatomy of European Investment Fund Law P. 6. URL: https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=538097071083087010067104105079119005042087014021019030101082088111071109065104114064101057053127049096017010087067114071081071116091005007014024096111070025109112037078067064014005106114071123093114097114009092068096029071070096084101086100121022121&EXT=pdf (30.06.2017)

ряду критериев, в том числе соблюдающие специальные требования по диверсификации активов, по выбору активов для инвестиций.[42] Нормы же Директивы AIFMs распространяется на управляющих фондами альтернативных инвестиций и прямо не регулируют деятельность фондов альтернативных инвестиций. При этом Директива AIFMs определяет фонд альтернативных инвестиций весьма широко на основе критерия деятельности в связи с чем Директива AIFMs регулирует деятельность весьма широкого круга инвестиционных организаций[43]. Фактически Директива AIFMs распространяет свое действие на всех управляющих организациями коллективных инвестиций независимо от организационно-правовой формы, рисков и других индивидуальных характеристик инвестиционных организаций за исключением управляющих организациями коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги [44].

Важно сказать, что Директива AIFMs ставит своей целью регулирование деятельности именно управляющих альтернативными инвестиционными фондами. В преамбуле Директивы AIFMs это объясняется высокой сложностью регулирования деятельности фондов альтернативных инвестиций на уровне Европейского Союза. В то же время было бы ошибочно полагать, что Директива AIFMs абсолютно не затрагивает деятельность фондов альтернативных инвестиций. Так, Директива AIFMs предписывает государствам-членам ЕС установить ряд обязанностей управляющего фондом альтернативных инвестиций, схожих с обязанностями, установленными Директивой UCITS в отношении организаций коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги. Так, пункт 1(b) статьи 12 Директивы UCITS предписывает государствам

---

[42] Filippo Annunziata Collective Investment Undertakings in the EU: How to frame a definition after the AIFMD P.1 URL: https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2956246_code2636561.pdf?abstractid=2956246&mirid=1&type=2

[43] Там же. С.2

[44] Там же. С.3

членам ЕС разработать регулирование, устанавливающее организационную структуру «Организация коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги, предотвращающую конфликт интересов». В то же время пункт 1 статьи 14 Директивы AIFMs обязывает государства члены ЕС требовать от управляющих фондами альтернативных инвестиций принять все возможные шаги в целях недопущения конфликта интересов.

В Европейском союзе также действуют Regulation (EU) No 345/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European venture capital funds; Regulation (EU) No 346/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European social entrepreneurship funds; Regulation (EU) 2015/760 of the European Parliament and of the Council of 29 April 2015 on European long-term investment funds (ELTIFR).[45] Указанные нормативные акты соответственно регулируют деятельность венчурных инвестиционных фондов; инвестиционных фондов, инвестирующих в социально направленный бизнес; фонды, инвестирующие на длительный инвестиционный горизонт в инфраструктурные проекты. В настоящее время на уровне Европейского союза также планируется к принятию нормативный акт, регулирующий деятельность фондов денежного рынка.

Dirk A. Zetzsche пишет, что в то время как основной целью принятия Директивы AIFMs было ограничение рисков финансовой системы, целью принятия Regulation (EU) No 345/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European venture capital funds; Regulation (EU) No 346/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European social entrepreneurship funds; Regulation (EU) 2015/760 of the European Parliament and of the Council of 29 April 2015 on European long-term

---

[45] Dirk A. Zetzsche, The Anatomy of European Investment Fund Law P. 8. URL: https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=538097071083087010067104105079119005042087014021019030101082088111071109065104114064101057053127049096017010087067114071081071116091005007014024096111070025109112037078067064014005106114071123093114097114009092068096029071070096084101086100121022121&EXT=pdf (30.06.2017)

investment funds (ELTIFR) было достижение специальных социально-экономических целей: помочь инновационным стартапам; компаниям, приносящие максимум пользы для общества, увеличить объем инвестиций в европейскую инфраструктуру.[46]

Важно отметить, что Директивы Европейского союза не обладают прямым действием на территории государств-членов Европейского союза, в связи с чем государства-члены Европейского Союза имплементируют нормы директив Европейского союза в свое законодательство посредством принятия специальных национальных законов или посредством изменения национального законодательства. В то же время нормы Регуляций Европейского союза обладают прямым действием и не нуждаются в имплементации посредством принятия специальных законов национальными законодательными органами или посредством изменения национального законодательства государств-членов Европейского союза.

Люксембург имплементировал нормы Директив UCITS и AIFMs в свое законодательство посредством Закона от 17 Декабря 2010 «Об организациях коллективных инвестиций»[47] (далее – Закон UCITS), Закона от 10 мая 2016, изменяющего Закон UCITS и Закона от 12 июля 2013 «Об управляющих фондами альтернативных инвестиций»[48].

В Люксембурге деятельность организаций коллективных инвестиций регулируется, в том числе, следующими законами: Законом UCITS; Законом от 10 мая 2016 года, изменяющий Закон UCITS; Законом от 12 июля 2013 года об управляющих фондами альтернативных инвестиций; Законом от 13 февраля 2007 года о специализированных инвестиционных фондах (далее –

[46] Там же. С.14.
[47] Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif // Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg. 2010. № 239. P. 3927-4014.
[48] Loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs // Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg. 2013. № 119. P. 1855-1927.

Закон о SIF)[49];Законом от 23 июля 2016 года о резервных фондах альтернативных инвестиций (далее – Закон RAIF)[50]; Законом от 15 июня 2004 года об инвестиционных компаниях рискового капитала (SICAR) (далее – Закон SICAR)[51]; Законом от 13 июля 2007 года о рынках финансовых инструментов[52].

Закон UCITS – закон, имплементировавший нормы Директивы UCITS в законодательство Люксембурга. Этот закон является основополагающим законом, регулирующим деятельность организаций коллективных инвестиций в Люксембурге.

Закон от 12 июля 2013 года об управляющих фондами альтернативных инвестиций – закон, имплементировавший нормы Директивы AIFMs в законодательство Люксембурга

Закон о SIF, Закон RAIF и Закон SICAR устанавливаются соответственно специальные правовые режимы специализированных инвестиционных фондов, резервных фондов альтернативных инвестиций и инвестиционных компаний рискового капитала в праве Люксембурга. Данные законы являются специальным по отношению к Закону от 12 июля 2013 года об управляющих фондами альтернативных инвестиций

Закон от 13 июля 2007 года о рынках финансовых инструментов устанавливает регулирование рынка ценных бумаг, инвестиционных компаний и имплементирует в законодательство Люксембурга директиву 2004/39/EC (MIFID), регулирующую осуществление деятельности на рынке ценных бумаг в Европейском союзе.

---

[49] Loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés // Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg. 2007. № 13. P. 367 - 380.

[50] Loi du 23 juillet 2016 relative aux fonds d'investissement alternatifs réservés // Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg. 2016. № 140. P. 2375 - 2388.

[51] Loi du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque (SICAR) // Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg. 2004. № 95. P. 1567 - 1576.

[52] Loi du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers // Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg. 2007. № 116. P. 2075 - 2159.

§ 1.3 Понятие инвестиционного фонда, разновидности инвестиционных фондов и регулирование деятельности инвестиционных фондов в России, США и Люксембурге

Российское право определяет инвестиционный фонд в качестве находящегося в собственности акционерного общества либо в общей долевой собственности физических и юридических лиц имущественного комплекса, пользование и распоряжение которым осуществляется управляющей компанией исключительно в интересах акционеров этого акционерного общества или учредителей доверительного управления[53]. Также ФЗ «Об инвестиционных фондах» определяет понятия акционерного и паевого инвестиционных фондов.

Акционерным инвестиционным фондом является акционерное общество, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты, предусмотренные ФЗ «Об инвестиционных фондах», и фирменное наименование которого содержит слова «акционерный инвестиционный фонд» или «инвестиционный фонд»[54]. Важно сказать, что акционерные инвестиционные фонды не могут осуществлять свою деятельность без получения лицензии[55].

Структура управления акционерным инвестиционным фондом аналогична структуре управления обычного акционерного общества, установленной Федеральным законом от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах». Важным отличием акционерного инвестиционного фонда от обычного акционерного общества является запрет на размещение акционерным инвестиционным фондом иных ценных бумаг, кроме

[53] Статья 1 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[54] Статья 2 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[55] Статья 2 ФЗ «Об инвестиционных фондах»

обыкновенных именных акций[56]. Из этого следует, что инвестор такого фонда будет являться в большинстве случаев его же акционером. Акции акционерного инвестиционного фонда учитываются регистратором[57]. При этом в акционерном инвестиционном фонде существуют следующие органы управления: общее собрание акционеров, совет директоров (может не существовать), единоличный исполнительный орган, коллегиальный исполнительный орган (может не существовать).

ФЗ «Об инвестиционных фондах» также определяет понятие паевых инвестиционных фондов. Паевым инвестиционным фондом является обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией[58]. При этом в статье присутствует прямое указание, что паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом. Учитывая вышеприведенное определение полагаю положение, уточняющее, что паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом, излишним, так как из приведенного определения паевого инвестиционного фонда вытекает, что паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом.

При этом определение паевого инвестиционного фонда не содержит указания, что целью создания такого инвестиционного фонда является осуществление инвестиционной деятельности.

---

[56] Пункт 1 статьи 4 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[57] Пункт 2 статьи 149 Гражданского кодекса Российской Федерации; пункт 1 статьи 8 ФЗ «О рынке ценных бумаг»
[58] Статья 10 ФЗ «Об инвестиционных фондах»

Существуют такие инвестиционные фонды во взаимосвязи с пайщиками, управляющей компанией, регистратором, специализированным депозитарием, аудитором и агентами (которых может не быть). Пайщики инвестиционного фонда являются его инвесторами и становятся таковыми с момента приобретения инвестиционного пая.

Более того, есть еще другие определения инвестиционных фондов в российском законодательстве, которые не подпадают в сферу инвестиционных фондов, ограниченную акционерными и паевыми инвестиционными фондами. Так, инвестиционным фондом является часть средств бюджета, подлежащая использованию в целях реализации инвестиционных проектов, осуществляемых на принципах государственно-частного партнерства. При этом в соответствии с Бюджетным кодексом РФ к инвестиционным фондам относятся Инвестиционный фонд Российской Федерации и инвестиционные фонды субъектов Российской Федерации[59].

В российской юридической доктрине можно также встретить мнения различных юристов о том, что понятие инвестиционного фонда, установленное ФЗ «Об инвестиционных фондах», не охватывает всю совокупность существующих инвестиционных фондов. Так, например, П. Хуснитдинов пишет, что в большинстве случаев инвестиционный фонд понимается как фонд, аккумулирующий средства от частных лиц и компаний[60] с последующим размещением их на фондовом рынке[61]. Фонд же, аккумулирующий средства от частных лиц с последующим размещением средств на фондовом рынке, может существовать и вне формы инвестиционного фонда, определенного ФЗ «Об инвестиционных фондах».

---

[59]Статья 179^2 Бюджетного кодекса Российской Федерации

[60]По всей видимости, П. Хуснитдинов под частными лицами понимает физических лиц, так как нельзя утверждать, что компании не являются частными лицами (прим. автора)

[61] П. Хуснитдинов Инвестиционные фонды в Европейском Союзе // Зарубежные финансовые рынки. – 2007. - № 19 (346). – С.66-67.

ФЗ «Об инвестиционных фондах» и Указание Банка России от 05.09.2016 № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» содержат классификацию инвестиционных фондов. Данная классификация введена законодателем и Центральным банком Российской Федерации для разделения регулирования в зависимости от особенностей и целей инвестиционной стратегии, используемой различными инвестиционными фондами; от рисков, присущих заявленным инвестиционными фондами стратегий. Другой целью данной классификации является защита инвесторов инвестиционных фондов от рисков, не предполагаемых провозглашенной инвестиционным фондом инвестиционной стратегии в правилах фонда. Классификация инвестиционных фондов, установленная в ФЗ «Об инвестиционных фондах», также позволяет ранжировать инвестиционные фонды по ликвидности имущества, из которого инвестиционные фонды могут состоять. Так, имущество закрытых паевых инвестиционных фондов обычно характеризуются меньшей ликвидностью, чем активы открытых паевых инвестиционных фондов. Меньшая ликвидность имущества закрытых паевых инвестиционных фондов обычно обусловлена отсутствием права у пайщиков закрытых паевых инвестиционных фондов требовать погашения принадлежащих им инвестиционных паев. В то же время пониженная ликвидность означает более высокие риски для инвесторов, так как при необходимости срочной продажи неликвидных активов управляющая компания паевого инвестиционного фонда скорее всего будет вынуждена продавать такие активы с дисконтом по отношению к их справедливой стоимости в силу сложностей с поиском покупателей на такие активы.

ФЗ «Об инвестиционных фондах» выделяет следующие виды инвестиционных фондов:

1. акционерные инвестиционные фонды;
2. паевые инвестиционные фонды.

ФЗ «Об инвестиционных фондах» выделяет следующие виды паевых инвестиционных фондов:

1. открытые паевые инвестиционные фонды;
2. биржевые паевые инвестиционные фонды;
3. интервальные инвестиционные фонды;
4. закрытые инвестиционные фонды.

Основное отличие отрытых, интервальных и закрытых инвестиционных фондов заключается в возможности выдачи и погашения инвестиционных паев. Собственник инвестиционного пая открытого паевого инвестиционного фонда вправе требовать погашения инвестиционного пая в любой рабочий день[62]. Это право, однако, не означает обязанность управляющей компании выплачивать компенсацию в тот же рабочий день, в который собственник инвестиционного пая потребовал погашения инвестиционного пая. Срок выдачи, обмена, погашения инвестиционного пая открытого паевого инвестиционного фонда может быть не более трех рабочих дней, в то же время у управляющей компании есть 10 дней с момента подачи заявки на погашение инвестиционного (ых) пая (ев) на перечисление денежных средств на счет пайщика[63].

Собственник инвестиционного пая интервального инвестиционного фонда вправе требовать погашения инвестиционного пая не реже одного раза в год в сроки, установленные правилами доверительного управления такого фонда[64]. Магадова С. в своей работе пишет, что обычно правила доверительного управления интервального инвестиционного фонда предусматривают от двух до четырех интервалов времени, длящихся по две недели, в течение года, когда собственники инвестиционных паев вправе потребовать погашения их инвестиционных паев[65]. Одним из примеров

[62] Пункт 1 статьи 14 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[63] Пункт 2 статьи 25 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[64] Абзац четвертый пункта 1 статьи 14 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[65] Магадова С. Классификация инвестиционных фондов // Финансовая жизнь. – 2011. - № 3. - С. 32.

интервального паевого инвестиционного фонда с возможностью требования погашения инвестиционного пая в течение четырех периодов времени в пределах одного года является «Интервальный паевой инвестиционный фонд акций «Высокие технологии», находящийся в управлении управляющей компании «КапиталЪ». Прием заявок на погашение инвестиционных паев Интервального паевой инвестиционный фонд «Высокие технологии» осуществляется: с 15 по 28 февраля (в случае, когда в феврале 29 календарных дней, с 16 по 29 февраля); с 18 по 31 мая; с 18 по 31 августа; с 17 по 30 ноября.[66]

Погашение пая закрытого инвестиционного фонда по общему правилу невозможно, кроме строго ограниченных случаев, когда закон прямо предусматривает право собственника инвестиционного пая закрытого паевого инвестиционного фонда потребовать погашения своего пая. В связи с этим инвесторы закрытых паевых инвестиционных фондов принимают на себя риск ликвидности. Примером реализации риска ликвидности является ситуация, в которую попал американский банк Lehman Brothers в 2008 году. Так, Lehman Brothers в 2008 году нуждался в ликвидности для исполнения своих обязательств, одного его инвестиции в фонды альтернативных инвестиций не могли быть быстро погашены, что стало одной из причин его последующего банкротства.

Биржевой паевой инвестиционный фонд скорее следует считать разновидностью открытого паевого инвестиционного фонда, чем отдельным видом паевого инвестиционного фонда. Так, инвестиционный пай биржевого паевого инвестиционного фонда удостоверяет (в том числе) право владельца этого пая в любой рабочий день требовать от уполномоченного лица покупки инвестиционного пая по цене, соразмерной приходящейся на него доле в

---

[66] Пункт 71 Правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом «Интервальный паевой инвестиционный фонд акций «Высокие технологии» URL: http://data.investfunds.ru/funds/109/Kapital-Hightech.pdf (11.07.2017)

праве общей собственности на имущество, составляющее этот фонд, и право продать его на бирже, указанной в правилах доверительного управления паевым инвестиционным фондом, на предусмотренных такими правилами условиях; право его владельца, являющегося уполномоченным лицом, в срок, установленный правилами доверительного управления этим фондом, требовать от управляющей компании погашения принадлежащего ему инвестиционного пая и выплаты в связи с этим денежной компенсации, соразмерной приходящейся на него доле в праве общей собственности на имущество, составляющее этот фонд, либо, если это предусмотрено правилами доверительного управления этим фондом, выдела приходящейся на него доли в праве общей собственности на имущество, составляющее этот фонд.[67] При этом особой разницы для инвесторов паевых инвестиционных фондов между требованием к управляющей компании погасить инвестиционный пай или купить его нет, ведь для инвесторов важна ликвидность их инвестиций, а не способ, которым опосредуется их возможность «выйти» из инвестиции. В связи с этим полагаю, что более разумным было не выделять биржевой паевой инвестиционный фонд в отдельный вид паевых инвестиционных фондов, а юридически закрепить его в качестве разновидности открытого паевого инвестиционного фонда.

Таким образом, ФЗ «Об инвестиционных фондов» выделяет 2 вида различных инвестиционных фондов, основываясь на организационно-правовой форме инвестиционных фондов, и 4 различных вида паевых инвестиционных фондов, основываясь на ликвидности вложений инвесторов в такие фонды.

Классификация инвестиционных фондов, приведенная выше и установленная ФЗ «Об инвестиционных фондах», не является единственной классификацией инвестиционных фондов, установленной российскими

[67] Пункт 1 статьи 14 ФЗ «Об инвестиционных фондах»

нормативно-правовыми актами. Подзаконные нормативно-правовые акты также классифицируют инвестиционные фонды по составу и структуре их активов.

По составу активов Указание Банка России от 05.09.2016 № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» (далее – Указание № 4129-У) выделяет следующие разновидности инвестиционных фондов:

- фонды финансовых инструментов;
    - фонды рыночных финансовых инструментов;
- фонды недвижимости;
- комбинированные фонды.[68]

Указание № 4129-У не дает точных определений, указанных выше видов фондов, а лишь устанавливает перечень активов, в которые могут инвестировать различные фонды, и кто может быть инвестором таких фондов.

В то же время я полагаю возможным определить различные виды фондов, установленных Указанием № 4129-У следующим образом.

Фонд финансовых инструментов – это фонд, инвестирующий в ценные бумаги; активы, допущенные к организованным торгам, и в договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами.

Фонд рыночных финансовых инструментов – это фонд, инвестирующий в активы, допущенные к организованным торгам.

Фонд недвижимости это – это фонд, инвестирующий в недвижимое имущество и имущественные права, вытекающие из договоров участия в долевом строительстве жилых и многоквартирных домов.

---

[68] Пункт 1.1 и пункт 1.2 Указания Банка России от 05.09.2016 № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов»

Комбинированные фонд – это фонд, имеющий право инвестировать в любые активы, за исключением наличных денежных средств.

Национальная лига управляющих выделяет в следующие разновидности инвестиционных фондов в зависимости от состава и структуры их активов:

1. фонд денежного рынка;
2. фонд облигаций;
3. фонд акций;
4. фонд смешанных инвестиций;
5. фонд прямых инвестиций;
6. фонд особо рисковых (венчурных) инвестиций;
7. фонд фондов[69];
8. рентный фонд;
9. фонд недвижимости;
10. ипотечный фонд;
11. индексный фонд (с указанием индекса);
12. кредитный фонд;
13. фонд товарного рынка;
14. хедж-фонд;
15. фонд художественных ценностей.[70]

В научной литературе инвестиционные фонды, основываясь на различиях в структуре и составе активов, делят на следующие виды: фонды акций, фонды денежного рынка, фонды облигаций, фонды смешанных

[69] Фонд фондов – это инвестиционный фонд, инвестирующий активы в другие инвестиционные фонды.
[70] Национальная лига управляющих Стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов URL: http://nlu.ru/stat-scha.htm (13.08.2017)

инвестиций, фонды венчурных инвестиций, фонды прямых инвестиций, фонды ипотечного покрытия, фонды фондов, фонды недвижимости.[71]

Таким образом, существуют различные виды инвестиционных фондов. При этом существуют различные классификации инвестиционных фондов по различным основаниям.

В то же время, я полагаю, что выделение в законодательстве различных инвестиционных фондов по основаниям ликвидности инвестиций в такие фонды для инвесторов, по основаниям объекта инвестиций инвестиционных фондов в недостаточной степени отвечает целям защиты прав инвесторов. Для большей защиты инвесторов следует также выделить в законодательстве и другие виды инвестиционных фондов по нескольким иным основаниями, в том числе по основанию риска инвестиционных стратегий, используемых при управлении инвестиционными фондами. Я предлагаю такие авторские классификации в параграфе 1.9 диссертации, использование которых позитивно повлияет на защиту прав инвесторов и развитие инвестиционных фондов в России.

При определении сущности инвестиционного фонда невозможно обойти стороной широко разворачивающуюся в юридической литературе дискуссию посвященной следующим важнейшим вопросам: является ли паевой инвестиционный фонд имущественным комплексом или нет; принадлежит ли имущество паевого инвестиционного фонда на праве собственности пайщикам или нет. В соответствии с определением паевого инвестиционного фонда паевой инвестиционный фонд является имущественным комплексом, при этом он принадлежит на праве собственности пайщикам[72].

---

[71] Лаврентьев М, Банк С. Разновидности российских паевых инвестиционных фондов и риски инвестирования в них в современных экономических условиях //Финансовая жизнь. – 2012. - № 2. – С. 81.
[72] Статья 10 ФЗ «Об инвестиционных фондах»

В то же время существует достаточно много причин, по которым паевой инвестиционный фонд не совсем корректно называть имущественным комплексом. Аргументация обоснованности признания паевого инвестиционного фонда имущественным комплексом осложняется отсутствием определений понятий имущественного комплекса и имущества в российском праве. Более того, анализ норм Гражданского кодекса Российской Федерации не позволяет определить путем строгого формального толкования, какие именно объекты включаются в состав имущества; при этом нормы иных законодательных актов также не дают однозначного перечня объектов, включаемых в состав имущества[73].

Некоторые ученые раскрывают содержание понятия имущества посредством видов объектов гражданского права, например, С.А. Степанов[74]. Одно из наиболее распространенных употреблений термина «имущество» относит к понятию имущества лишь вещи[75]. Некоторые ученые выступает категорически против отнесения к объектам права собственности обязательственных прав. Так, В. А. Дозорцев высказывал следующее мнение: «Провозглашение объектом права собственности обязательственных прав и обязанностей или даже распространение на них хотя бы в какой-то части правового режима объекта права собственности, безусловно, ошибочно и способно вызвать лишь недоразумения на практике»[76]. Тем не менее, в доктрине существует и иная точка зрения. Так, Л. Лапач отмечал, что практика Европейского Суда по правам человека отражает точку зрения, в соответствии с которой в понятие имущества включаются все права, которые

---

[73] Иванова Е.В. Гражданско-правовое положение паевых инвестиционных фондов: вопросы теории и практики. Дис. к.ю.н, М., 2009. С. 75

[74] Степанов С.А. Имущественные комплексы в российском гражданском праве. М., 2002. С.77

[75] Иванова Е.В. Гражданско-правовое положение паевых инвестиционных фондов: вопросы теории и практики. Дис. к.ю.н, М., 2009. С. 75

[76] Дозорцев В. А. Принципиальные черты права собственности в Гражданском кодексе России // Гражданский кодекс России. Проблемы. Теория. Практика. М.: МЦФЭР, 1998. С. 232-233.

способен доказать заявитель[77]. Более того, из содержания некоторых норм российского законодательства вытекает, что объектом права собственности может являться обязательственное право[78].

Т.Т. Оксюк писал: «…представляется невозможным с точки зрения классических конструкций отечественного гражданского законодательства и вообще институтов континентальной системы права квалифицировать ПИФ как имущественный комплекс»[79]. В качестве обоснования своей позиции он приводит следующие аргументы:

1) некоторые паевые инвестиционные фонды на стадии формирования состоят только из денежных средств;

2) некоторые паевые инвестиционные фонды могут состоять полностью из обязательственных прав…[80]

При этом большое количество инвестиционных фондов инвестируют денежные средства в имущественные права, такие как акции, облигации, являющиеся ценными бумагами. Необходимо также указать, что в стадии формировании паевой инвестиционный фонд может состоять целиком из безналичных денежных средств, которые являются правами требованиями к кредитной организации, а не вещами. Более того, существуют инвестиционные фонды, инвестирующие денежные средства в недвижимость, заключая договоры долевого строительства. Так, инвестиционная декларация Закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости «Жилищная программа» предусматривает возможность

---

[77] Л. Лапач Понятие «имущество» в российском праве и в Конвенции о защите прав человека и основных свобод // Российская юстиция. – 2003. - №1. – С. 19

[78] Пункт 1 статьи 860^1 Гражданского кодекса Российской Федерации; Пункт 2 статьи 1018 Гражданского кодекса Российской Федерации; Статья 2 и пункт 1 статьи 3 Федерального закона от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» пункт 3 статьи 3 . Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

[79] Оксюк Т.Т. Гражданско-правовое регулирование доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Дисс. К.ю.н..- М., 2005 г., С. 138.

[80] Оксюк Т.Т. Гражданско-правовое регулирование доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Дисс. К.ю.н..- М., 2005 г., *С. 138.*

инвестирования имущества фонда в имущественные права из договоров участия в долевом строительстве объектов недвижимого имущества, заключенных в соответствии с Федеральным законом от 30 декабря 2004 года № 214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации».

Иванова Е.В. пишет: «такое имущество не должно считаться единым имущественным комплексом, поскольку это имущество не отвечает основному признаку имущественного комплекса – отсутствует связь объектов гражданского права, в имущественном комплексе составляющих одно целое. Кроме того, не всегда в доверительном управлении находится именно имущественный комплекс»[81]. Ниже в своей работе она пишет: «имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, не обладает качеством имущественного комплекса», также высказывает точку зрения, что паевой инвестиционный фонд не может являться объектом вещных прав, так как в его состав могут входить не только вещи, но и права требования, и доли в уставном капитале[82].

К сожалению, сегодня российское законодательство не позволяет сделать точный вывод о том, что обязательственные права не могут являться объектом вещных прав, как я уже говорил выше. Более того, некоторые обязательственные права могут являться объектом вещных прав в силу прямого указания законов и подзаконных нормативно-правовых актов. Так, бездокументарные ценные бумаги являются совокупностью обязательственных и/или иных прав[83]. В то же время к бездокументарным ценным бумагам применяются правила об именных документарных ценных

---

[81] Иванова Е.В. Гражданско-правовое положение паевых инвестиционных фондов: вопросы теории и практики. Дис. к.ю.н, М., 2009. С. 89.
[82] Иванова Е.В. Гражданско-правовое положение паевых инвестиционных фондов: вопросы теории и практики. Дис. к.ю.н, М., 2009. С. 91.
[83] Пункт 1 статьи 142 Гражданского кодекса Российской Федерации

бумагах, если иное не установлено законом или не вытекает из особенностей фиксации прав на бездокументарные ценные бумаги[84].

Я полагаю, что признание паевого инвестиционного фонда имущественным комплексом противоречит доктринальным положениям о том, что обязательственное право не может быть объектом вещного права. Большая часть нашего законодательства, по моему мнению, исходит из этого доктринального положения. Доказательством последнего может служить существование ряда правовых институтов в российском праве, например, института финансирования под уступку денежного требования, института цессии. Умозаключение о том, что обязательственные права могут являться объектами вещных прав, логически сводится к признанию излишними указанных выше правовых институтов, так как функции данных правовых институтов смогут быть выполнены институтом купли-продажи.

При этом полагаю важным уделить внимание правовой природе сделок по выдаче инвестиционных паев и по погашению инвестиционных паев.

Выдача инвестиционных паев любых паевых инвестиционных фондов осуществляется на основании заявки(ок) на приобретение паев инвестиционных фондов[85].При этом процедура выдачи инвестиционного пая открытого, интервального и биржевого паевых инвестиционных фондов в соответствии с приказа ФСФР России от 30.07.2013 № 13-65/пз-н «О порядке открытия и ведения держателями реестров владельцев ценных бумаг лицевых и иных счетов и о внесении изменений в некоторые нормативные правовые акты Федеральной службы по финансовым рынкам» (далее – Приказ № 13-65/пз-н) отличается от процедуры выдачи инвестиционного пая закрытого паевого инвестиционного фонда.

[84] Пункт 6 статьи 143 Гражданского кодекса Российской Федерации
[85] Пункт 1 статья 21 ФЗ «Об инвестиционных фондах»

В случае выдачи инвестиционных паев открытого, интервального и биржевого паевого инвестиционного фонда совершаются операции зачисления выдаваемых инвестиционных паев на лицевые счета[86]. При этом такие паи не откуда не списываются. Фактически инвестиционные паи открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов, зачисляемые на лицевой счет пайщика, не существуют до момента их зачисления на лицевой счет такого пайщика.

В то же время выдача инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда в ходе его формирования, а также после завершения (окончания) его формирования при погашении инвестиционных паев этого фонда осуществляется путем одновременного внесения расходной записи по лицевому счету управляющей компании «выдаваемые инвестиционные паи» и приходной записи по лицевому счету зарегистрированного лица[87]. Для учета инвестиционных паев, предполагаемых к выдаче, в реестре владельцев инвестиционных паев открывается лицевой счет «выдаваемые инвестиционные паи»; а для учета инвестиционных паев, которые могут быть выданы после завершения (окончания) его формирования дополнительно к основному количеству инвестиционных паев в реестре владельцев инвестиционных паев открывается лицевой счет «дополнительные инвестиционные паи». Важно отметить, что на таких счетах не учитываются права на ценные бумаги[88]. Близким аналогом данной операции можно считать распределение акций акционерного общества при его создании: при создании акционерного общества акции изначально зачисляются на эмиссионный счет, а затем распределяются на лицевые счета[89].

[86] Пункт 3.55 Приказа № 13-65/пз-н
[87] Пункт 3.56 Приказа № 13-65/пз-н
[88] Пункт 2.3 Приказа № 13-65/пз-н
[89] Пункт 3.33 Приказа № 13-65/пз-н

Таким образом, при выдаче инвестиционных паев открытого, интервального и биржевого паевых инвестиционных фондов инвестиционные паи зачисляются на лицевые счета владельцев инвестиционных паев, не списываясь не откуда, при этом при выдачи инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда инвестиционные паи списываются со счетов, на которых не учитываются права на ценные бумаги. В связи с этим невозможно говорить о заключении договора купли-продажи инвестиционных паев при выдаче инвестиционных паев.

Говоря о погашении инвестиционных паев, следует отметить наличие различий в процедуре погашения инвестиционных паев открытых, интервальных паевых инвестиционных фондов и погашения инвестиционных паев закрытых паевых инвестиционных фондов.

Погашение инвестиционных паев открытых, интервальных, закрытых и биржевых паевых инвестиционных фондов не сопровождается переходом права собственности на такие инвестиционные паи, так как в случае погашения инвестиционных паев открытого паевого инвестиционного фонда, биржевого паевого инвестиционного фонда, интервального паевого инвестиционного фонда, а также закрытого паевого инвестиционного фонда, правилами доверительного управления которым не предусмотрена выдача инвестиционных паев при досрочном погашении инвестиционных паев, совершается операция списания погашаемых инвестиционных паев с лицевого счета[90]; и так как списываемые инвестиционные паи не зачисляются не на какой счет.

[90] Абзац первый пункта 3.71 Приказа № 13-65/пз-н

Таким образом, по общему правилу погашение инвестиционных паев влечет их исчезновении и исчезновение права собственности на такие инвестиционные паи

В то же время при погашении инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда, чьи правила предусматривают выдачу инвестиционных паев при досрочном погашении инвестиционных паев, совершаются операции списания погашаемых инвестиционных паев с лицевых счетов и их зачисления на счет «выдаваемые инвестиционные паи»[91]. Принимая во внимания, что паи инвестиционного фонда зачисляются на счет, на котором не учитываются права на ценные бумаги, можно говорить об исчезновении права собственности при погашении паев закрытого паевого инвестиционного фонда, чьи правила предусматривают выдачу инвестиционных паев при досрочном погашении инвестиционных паев.

При этом операции в реестре владельцев ценных бумаг при погашении инвестиционных паев отличаются от операций погашения акций и облигаций, установленных в пунктах 3.48 - 3.50 Приказа № 13-65/пз-н. Такое отличие, к сожалению, не позволяет говорить о тождественной юридической природе данных операций. В то же время такая операция не тождественна и выкупу акций их эмитентом. Кардинальными отличиями являются переход права собственности на акции, выкупленные их эмитентом, к эмитенту. О переходе права собственности на акции и облигации в результате их покупки эмитентом, выкупа эмитентом свидетельствует пункт 10 статьи 8^2 ФЗ «О рынке ценных бумаг»[92].

---

[91] Абзац второй пункта 3.71 Приказа № 13-65/пз-н

[92] По казначейскому лицевому счету (казначейскому счету депо) эмитента (лица, обязанного по ценным бумагам) осуществляется учет прав эмитента (лица, обязанного по ценным бумагам) на выпущенные (выданные) им ценные бумаги

Таким образом, при выдачи инвестиционных паев появляется право собственности на инвестиционные паи и в ряде случае сами инвестиционные паи; при погашении инвестиционных паев исчезает право собственности на погашаемые инвестиционные паи и по общему правилу сами инвестиционные паи. В связи с этим я полагаю, что выдачу инвестиционного пая следует рассматривать в качестве соответственно заключения договора между пайщиком и управляющей компанией паевого инвестиционного фонда или изменения предмета договора, заключенного между пайщиком и управляющей компанией. В то же время погашение инвестиционного пая следует рассматривать как изменение предмета договора, заключенного между пайщиком и управляющей компанией, либо как расторжение такого договора, в случае погашения всех паев, принадлежащих пайщику.

Рассматривая понятия инвестиционного фонда в российском праве, я не могу не упомянуть о возможности создания в соответствии с российским правом организаций, занимающихся коллективными инвестициям, и в формах отличных от акционерного и паевого инвестиционных фондов, например, в форме инвестиционного товарищества или в форме обычного юридического лица. При этом такие организации не будут являться инвестиционными фондами в понимании ФЗ «Об инвестиционных фондах».

В связи с этим полагаю возможным сделать вывод о слишком узком определении понятия инвестиционный фонд в российском праве, которое не включает в себя значительное количество организаций, занимающихся инвестиционной деятельностью.

Принимая во внимание вышесказанное, можно сделать вывод, что определение паевого инвестиционного фонда не согласуется с основными положениями гражданского права; ФЗ «Об инвестиционных фондах» слишком узко определяет понятие инвестиционного фонда и не включает в него большое количество организаций, осуществляющих инвестиционную

деятельность. В связи с вышесказанным нельзя признать верным определение паевого инвестиционного фонда, установленное в пункте 1 статьи 10 ФЗ «Об инвестиционных фондах». В параграфе 1.9 исследования я представлю более правильное, по моему мнению, определение понятия инвестиционного фонда, на базе которого следует регулировать деятельность инвестиционных фондов.

Аналогом инвестиционных фондов, предусмотренных ФЗ «Об инвестиционных фондах» в праве США являются инвестиционные компании.

Инвестиционная компания – это эмитент ценных бумаг[93], который осуществляет или позиционирует себя как осуществляющий в основном инвестиционной, реинвестиционной деятельностью или торговлей ценными бумагами; занимается или планирует заниматься выпуском сертификатов с номинальной суммой или ранее занимался такой деятельностью и выпустил хотя бы один такой сертификат; или занимается или планирует заниматься инвестиционной, реинвестиционной деятельностью, деятельностью по владению и торговле ценными бумагами и владеет или планирует владеть ценными бумагами, чья стоимость превышает 40 % стоимости всех активов эмитентов (не включая государственные ценные бумаги и денежные эквиваленты)[94]. В то же время Закон об инвестиционных компаниях содержит ряд норм, исключающих из понятия инвестиционной компании ряд компаний, в том числе брокеров, благотворительные организации. Таким образом, понятие инвестиционной компании в американском праве весьма широкое. При этом инвестиционная компания может быть организована в различных организационно-правовых формах, в том числе в форме общества

[93] определение ценных бумаг в соответствии с параграфом 36 секции 2 акта об инвестиционных компаниях шире, чем определение ценных бумаг в российском праве
[94] Sec 3 (a) (1) Закона об инвестиционных компаниях

с ограниченной ответственностью, в форме товарищества с ограниченной ответственностью.

Закон об инвестиционных компаниях выделяет несколько видов инвестиционных компаний:

- Паевые инвестиционные трасты (Unit investments trusts (UIT)) (далее – инвестиционные трасты);
- Инвестиционные компании, привлекающие средства за счёт выпуска долговых обязательств (Face amount certificate companies) (далее – долговые инвестиционные компании);
- Управляющие инвестиционные компании (Management investment companies);
    - Компании закрытого типа (Closed-end companies)
        - Диверсифицированные компании (Diversified companies);
        - Недиверсифицированные компании (Non-diversified companies);
    - Компании открытого типа (Open-end companies);
        - Диверсифицированные компании (Diversified companies);
        - Недиверсифицированные компании (Non-diversified companies);

Отдельно Закон об инвестиционных компаниях выделяет частные инвестиционные компании (Private investment companies), которые, несмотря на название, не признаются Законом об инвестиционных компаниях инвестиционными компаниями.

Подробнее остановлюсь на видах инвестиционных компаний, выделяемых Законом об инвестиционных компаниях.

Долговая инвестиционная компания — это инвестиционная компания, ведущая деятельность или собирающаяся вести деятельность, выпуская долговые лицевые сертификаты[95].

Инвестиционный траст – инвестиционная компания, организованная в форме траста или посредством гражданско-правового договора, не предусматривает создания совета директоров и выпускает только погашаемые ценные бумаги, удостоверяющие право собственности на часть имущества, но не наделяющие правом голоса[96].

Управляющая инвестиционная компания – инвестиционная компания, не являющаяся долговой инвестиционной компанией или инвестиционным трастом[97].

Понятие частных инвестиционных компаний не определяется в Законе об инвестиционных компаниях. Комиссия по ценным бумагам США на своем интернет-сайте указывает, что обычно в понятие «Частные инвестиционные компании» включают компании, не признаваемые инвестиционными компаниями в силу исключений, установленных Sec. 3(c)(1) и Sec. 3(c)(7) Закона об инвестиционных компаниях[98]. Из понятия инвестиционных компаний исключаются эмитенты среднесрочных и долгосрочных ценных бумаг, если ими владеют не более 100 лиц, при не проведении и не планировании проведения эмитентом публичного предложения эмитируемых ценных бумаг[99]. В то же время на таких эмитентов все равно распространяются некоторые ограничения, установленные для инвестиционных компаний. Так, например, такие компании не могут покупать более 3% голосующих ценных бумаг, эмитированных другой

---

[95] Sec. 4 (1) Закона об инвестиционных компаниях
[96] Sec. 4 (2) Закона об инвестиционных компаниях
[97] Sec. 4 (3) Закона об инвестиционных компаниях
[98] US Securities and exchange commission Fast Answers Investment Company Registration and Regulation Package [сайт] URL: https://www.sec.gov/divisions/investment/invcoreg121504.htm#P84_14584 (10.11.16)
[99] Sec. 3(c)(1) Закона об инвестиционных компаниях

инвестиционной компанией. Из понятия инвестиционных компаний также исключаются эмитенты, чьи ценные бумаги покупают только квалифицированные инвесторы и эмитенты, чьими ценными бумагами могут владеть не более 100 неквалифицированных инвесторов при соблюдении ряда требований, установленных Sec. 3(c)(7)(B) Закона об инвестиционных компаниях, при не проведении и не планировании проведения таким эмитентом публичного предложения эмитируемых ценных бумаг[100].

В понятие частных инвестиционных компаний часто включают фонды альтернативных инвестиций, включая хедж-фонды и фонды прямых инвестиций. Такие частные инвестиционные компании обычно действуют в качестве товариществ с ограниченной ответственностью.

Так, Д. Капоци пишет, что большинство хедж фондов, существующих в США, зарегистрированы в форме товарищества с ограниченной ответственностью (limited liability partnership; по своей сути данная конструкция похожа на предусмотренное в пункте 3 статьи 66 Гражданского Кодекса Российской Федерации товарищество на вере). Он также пишет, что часто хедж фонды существует в качестве компаний с ограниченной ответственностью (limited liability companies)[101]. Д. Стовелл также в своей книге пишет, что обычно фонды прямых инвестиций являются товариществами с ограниченной ответственностью, полностью контролируемые одним лицом – компанией частного капитала[102]. С Д. Капоци согласен С.Ж. Ледерман, который пишет, что большинство американских хедж-фондов являются товариществами с ограниченной ответственностью в соответствии с законом штата. С.Ж. Ледерман пишет, что использование хедж-фондами конструкции с товариществ с ограниченной ответственностью обусловлено гибкостью подобной

[100] Sec. 3(c)(7) Закона об инвестиционных компаниях
[101] Daniel Capocci The complete guide to hedge funds & hedge fund strategies P. 490.
[102] David Stowell Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity (Kindle Location 8501). Elsevier Science. Kindle Edition.

юридической структуры и возможностью с помощью ее достижения фондом целей ограничения ответственности и налоговой эффективностью подобной структуры. С.Ж. Ледерман также пишет, что альтернативной юридической структурой, используемой хедж-фондами, является общество с ограниченной ответственностью[103].

Управляющая инвестиционная компания открытого типа – это управляющая компания, продающая или имеющая в обращении погашающиеся ценные бумаги, эмитированные ей[104].

Управляющая инвестиционная компания закрытого типа — это управляющая компания, не являющаяся управляющей инвестиционной компанией открытого типа.[105]

Диверсифицированная компания – это управляющая компания, соответствующая следующим требованиям:

- 75% стоимости активов инвестиционной компании представлено деньгами; государственными ценными бумагами; ценными бумагами, эмитированными другими инвестиционными компаниями и другими ценными бумагами;
- Стоимость ценных бумаг, выпущенных одним эмитентом и принадлежащих инвестиционной компании, составляет менее 5% стоимости активов инвестиционной компании;
- Не владеет более 10 процентами голосующих ценных бумаг какого-либо эмитента[106].

Недиверсифицированная компания – это любая управляющая компания, не являющаяся диверсифицированной компанией[107].

---

[103] Scott J/ Lederman Hedge Fund Regulation // Practising Law Institute New York City. (Kindle Location 1536)
[104] Sec. 5(a)(1) Закона об инвестиционных компаниях
[105] Sec. 5(a)(2) Закона об инвестиционных компаниях
[106] Sec. 5(b)(1) Закона об инвестиционных компаниях

Характерной чертой классификации является определение ряда понятий по остаточному принципу, что можно увидеть, например, в определениях диверсифицированной компании, управляющей инвестиционной компанией.

Можно провести аналогию между паевыми инвестиционными фондами и инвестиционными трастами, так как обе правовые конструкции подразумевают выделение части имущества и не подразумевают создание отдельного юридического лица.

Близким аналогом паевого инвестиционного фонда, предусмотренного российским правом, в США является также диверсифицированная компания. При этом инвестиционная компания открытого типа является аналогом открытого паевого инвестиционного фонда, а инвестиционная компания закрытого типа является некоторым аналогом интервального, закрытого и биржевого паевого инвестиционного фонда, так как статья 14 ФЗ «Об инвестиционных фондов» не наделяет владельцев инвестиционных паев интервальных, закрытых и биржевых паевых инвестиционных фондов правом потребовать от управляющей компании погашения принадлежащих им инвестиционных паев.

Большая часть инвестиционных компаний в США действуют в качестве управляющей компании открытого типа. Управляющие компании закрытого типа встречаются весьма редко. Только около 1.5% инвестиционных компаний являются компаниями закрытого типа[108]. Правовые институты инвестиционного траста и долговой инвестиционной компании также не получили широкого использования в сфере коллективных инвестиций.

---

[107] Sec. 5(b)(2) Закона об инвестиционных компаниях

[108] Morley, John D., "The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation" (2014). Faculty Scholarship Series. Paper 4918. P. 1268. URL: http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/4918 (10.11.16)

Morley J.D. в своей работе пишет, что почти все инвестиционные компании в США используют организационную форму, предусматривающую разделение инвестиционных компаний и лиц, управляющих ими. Так, обычно все инвестиционные активы аккумулируются в одной организации, принадлежащей одним лицам, в другой же организации, принадлежащей другим лицам, аккумулируются управляющие, работники и операционные активы.[109]

В связи с таким разделением инвестиционных компаний и управляющих американские инвестиционные компании обычно самостоятельно не принимают инвестиционные решения. Инвестиционные решения обычно принимает инвестиционный советник, являющийся отдельным лицом, на основе договора, заключенного между инвестиционной компанией и инвестиционным советником. Все управление инвестиционной компанией часто осуществляется именно инвестиционным советником, сама же инвестиционная компания выступает лишь в качестве некоторого пула активов. Соглашение, заключаемое между инвестиционной компанией и инвестиционным советником, является аналогом договора передачи полномочий единоличного исполнительного органа управляющему, предусмотренного пунктом 1 статьи 42 Федерального закона «Об обществах с ограниченной ответственностью» и абзацем третьим пункта 1 статьи 69 ФЗ «Об акционерных обществах».

Morley J.D. пишет, что создание инвестиционной компании происходит в несколько шагов, часто совершаемых одновременно: создается инвестиционная компания, отдельная от инвестиционного советника; заключается договор между инвестиционной компанией и инвестиционным советником, в соответствии с которым инвестиционный советник обязуется

---

[109] Morley, John D., “The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation” (2014)/ Faculty Scholarship Series/ Paper 4918. P. 1232. URL: http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/4918

нести все операционные и административные издержки, связанные с осуществлением инвестиций, полномочия осуществлять операции от имени и за счет инвестиционной компании, разрабатывать инвестиционную стратегию. В фондах прямых инвестиций и хедж-фондах указанные выше договоры часто ограничивают право инвестиционных компаний заменять лицо, управляющие инвестициями.[110]

Такая схема управления инвестиционной компанией похожа на существующую в российском праве конструкцию паевого инвестиционного фонда, управляемого управляющей компанией, так как и инвестиционный советник, и управляющая компания не имеют юридически закрепленного права собственности на имущество инвестиционной компании / паевого инвестиционного фонда; имущество инвестиционной компании и имущество паевого инвестиционного фонда не может служить обеспечением исполнения обязательств соответственно инвестиционного советника и управляющей компании, в то же время инвестиционной советник и управляющая компания имеют право распоряжаться имуществом соответственно инвестиционной компании и паевого инвестиционного фонда.

Важно сказать, что не все инвестиционные компании в США управляются описанным выше образом и придерживаются разделения фондов и управляющих.

Так, есть инвестиционные компании, сами управляющие своими инвестициями, однако их количество мало. Так, в случае если в качестве инвестиционной компании выступает товарищество с ограниченной ответственностью, то управляющий партнер принимает инвестиционные решения. При этом инвесторы товарищества с ограниченной ответственностью не отвечают по долгам товарищества, в то время как

---

[110] Morley, John D., “The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation” (2014)/ Faculty Scholarship Series/ Paper 4918. P. 1239. URL: http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/4918

управляющий партнер отвечает по долгам. В то же время управляющим партнером обычно является компания с ограниченной ответственностью. Вышеназванным образом часто структурируются хедж-фонды.[111]

Интересная форма организации управления инвестиционными фондами используется The Vangard Group. The Vangard Group состоит из различных инвестиционных компаний. При этом операционное управление инвестиционными компаниями сосредоточено в одной компании, чьими акционерами являются все инвестиционные компании Vangard. В то же время акционерами инвестиционных компаний Vangard являются их инвесторы. Таким образом, можно сказать, что инвесторы фондов Vangard являются акционерами инвестиционной компании, эмитировавшей принадлежащие им ценные бумаги, и косвенными акционерами управляющей компании Vangard.[112]

Таким образом, можно сказать, что в США инвестиционной компанией и аналогом российского инвестиционного фонда могут быть признаны различные лица, осуществляющие инвестиционную деятельность, а также имущество, обособленное в целях ведения инвестиционной деятельности. При этом организации, осуществляющие по своей сути деятельность инвестиционных компаний, могут избежать правового регулирования, установленного Законом об инвестиционных компаниях в зависимости от характера своей деятельности, масштаба своей деятельности, суммы активов, находящихся под их контролем, и ряда других критериев их деятельности. Понятие «инвестиционная компания» следует определить следующим образом: «инвестиционная компания – это юридическое лицо или совокупность имущества, созданные или объединённые в целях инвестирования».

---

[111] Scott J. Lederman Hedge Fund Regulation Sceond Edition (Kindle Location 1543)/ Practising Law Insitute

[112] Vanguard Why ownership matters [сайт] URL: https://about.vanguard.com/what-sets-vanguard-apart/why-ownership-matters/

Суммируя вышесказанное, я прихожу к выводу, что понятие «инвестиционная компания» в праве США шире понятия «инвестиционный фонд», установленного ФЗ «Об инвестиционных фондах». При этом абсолютное большинство инвестиционных компаний в США являются корпорациями, что резко контрастирует с российской практикой, в соответствии с которой абсолютное большинство инвестиционных фондов, предусмотренных законодательством, существуют в правовом статусе имущественного комплекса.

Аналогом инвестиционных фондов, предусмотренных российским законодательством в Европейском Союзе и Люксембурге являются организации коллективных инвестиций.

В Европейском союзе и Люксембурге существуют различные организации коллективных инвестиций, которые могут созданы в различных организационно-правовых формах, могут использовать различные инвестиционные стратегии, могут быть предназначены, как только для квалифицированных инвесторов, так и для широкого круга инвесторов. Инвестиционные фонды стали весьма гибки и используют различные финансовые инструменты. Все вышесказанное вызывает сложности в классификации и определении понятия инвестиционного фонда.[113]

Понятие «организация коллективных инвестиций» является ключевым для всей системы правого регулирования деятельности инвестиционных фондов в Европейском союзе. Несмотря на вышесказанное, право Европейского союза не содержит точного определения понятия организации коллективных инвестиции. При этом Европейская организация по ценным бумагам и рынкам лишь упоминает, что организация коллективных

[113] Filippo Annunziata Collective Investment Undertakings in the EU: How to frame a definition after the AIFMD P.3. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2956246_code2636561.pdf?abstractid=2956246&mirid=1&type=2 (11.07.2017)

инвестиций фокусируется на получении прибыли путем продажи активов в интересах своих инвесторов.[114]

Dirk A. Zetzsche в своей работе выделяет следующие критерии, которым должна соответствовать организаций коллективных инвестиций. Так, организация коллективных инвестиций должна преследовать инвестиционную цель[115]. Организация коллективных инвестиций всегда осуществляет коллективные инвестиции, в связи с чем количество инвесторов в такой организации должно более двух[116]. Активы организации коллективных инвестиций должны быть объединены. Такое объедение активов может быть осуществлено посредством заключения договора, создания корпорации или товарищества[117]. Организация коллективных инвестиций должна управляться третьим лицом, а не самими инвесторами. [118]

Нормативно-правовые акты Европейского союза предусматривают различные организационно-правовые структуры для создания и работы инвестиционных фондов и компаний: организация коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги (Undertakins for Collective Investment in Transferable Securities)[119]; фонд альтернативых инвестиций (Alternative Investment Fund), которые на уровне Европейского союза регулируются лишь косвенно посредством регулирования управляющих фондами альтернативных инвестиций – Alternative Investment Fund Managers)[120]; европейский фонд венчурного капитала (European Venture Capital Fund)[121]; европейский фонд социального предпринимательства (European Social

[114]Dirk A. Zetzche, The Anatomy of European Investment Fund Law P.47. URL: https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=538097071083087010067104105079119005042087014021019030101082088111071109065104114064101057053127049096017010087067114071081071116091005007014024096111070025109112037078067064014005106114071123093114097114009092068096029071070096084101086100121022121&EXT=pdf (30.06.2017)
[115] Там же. С. 48.
[116] Там же. С. 48.
[117] Там же. С. 49.
[118] Там же. С. 49.
[119] Directive 2014/91/EU; Directive 2009/65/EC
[120] Directive 2011/61/EU
[121] Regulation (EU) No 345/2013

Entrepreneurship Funds)[122]. Со стороны Европейской комиссии также были предложения о выделении в качестве отдельных видов инвестиционных фондов европейского фонда долгосрочных инвестиций (European Long-Term Investment Fund) и фонда денежного рынка (Money Market Fund).

Организация коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги — это основная юридическая структура, используемая в Европе инвестиционными фондами и компаниями.[123]

Фонд альтернативных инвестиций – это фонд, инвестирующий денежные средства в соответствии с альтернативными инвестиционными стратегиями, которые предназначены для профессиональных инвесторов.[124] Dirk A. Zetzsche пишет, что вселенная фондов альтернативных инвестиций не ограничена. Фондами альтернативных инвестиций являются фонды, инвестирующие средства в картины, интеллектуальную собственность, корабли, товары, наличные деньги или в любые другие ликвидные и/или неликвидные активы.[125]

Европейский фонд венчурного капитала – это одна из разновидностей фондов альтернативных инвестиций. Создаются в целях осуществления венчурных инвестиций, то есть высокорискованных инвестиций в компании, находящихся в начальных стадиях развития.[126]

---

[122] Regulation (EU) No 346/2013

[123] Dirk A. Zetzsche, The Anatomy of European Investment Fund Law P. 5. URL: https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=538097071083087010067104105079119005042087014021019030101082088111071109065104114064101057053127049096017010087067114071081071116091005007014024096111070025109112037078067064014005106114071123093114097114009092068096029071070096084101086100121022121&EXT=pdf (30.06.2017)

[124] URL: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/investment-funds_en (20.10.2016)

[125] Dirk A. Zetzsche, The Anatomy of European Investment Fund Law P. 61. URL: https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=538097071083087010067104105079119005042087014021019030101082088111071109065104114064101057053127049096017010087067114071081071116091005007014024096111070025109112037078067064014005106114071123093114097114009092068096029071070096084101086100121022121&EXT=pdf (30.06.2017)

[126] URL: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/investment-funds_en (20.10.2016)

Европейский фонд социального предпринимательства – это фонд, инвестирующий в «социально ответственные» предприятия.[127]

Европейский фонд долгосрочных инвестиций – юридическая структура, приспособленная и рекомендованная Европейской Комиссией для фондов, инвестирующих в различные альтернативные типы активов, такие как инфраструктура компании малой и средней капитализации, недвижимость.[128]

Фонд денежного рынка – предлагаемая и рекомендованная Европейской Комиссией юридическая структура для коллективного инвестирования, сфокусированного на инструментах денежного рынка.[129]

Организация коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги – это организация, чей единственной целью деятельности является коллективное инвестирование привлеченных средств на основе распределения риска в обращающиеся финансовые инструменты или другие ликвидные финансовые активы; и ценные бумаги, эмитированные которой, по запросу их держателей должны быть прямо или косвенно выкуплены или погашены за счет средств организации[130]. При этом Статья 3 Директивы UCITS прямо исключает из понятия организации коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги организации коллективных инвестиций закрытого типа (другими словами – инвестиционные фонды, чьи инвесторы не обладают правом погасить свои ценные бумаги в любой рабочий день); организации коллективных инвестиций, привлекающие капитал без публичного предложения; организации коллективных инвестиций, чьи ценные бумаги могут предлагаться только в странах, не входящих в Европейский союз; организации коллективных инвестиций, созданные в

[127]Там же.
[128] Там же.
[129] Там же.
[130] Пункт 2 статьи 1 Директивы UCITS

соответствии с правом государства-члена Европейского союза и не являющиеся организациями коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги. Таким образом, все организации коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги являются организациями коллективных инвестиций открытого типа. При этом Директива UCITS не предписывает в какой организационно-правовой форме должна быть создана организация коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги

Определение организации коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги, установленное пунктом 2 статьи 1 Директивы UCITS, предлагает только несколько критериев для определения понятия организации коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги. Первый критерий – коллективное инвестирование публично привлеченного капитала в обращающиеся финансовые инструменты или в другие ликвидные финансовые активы. Второй критерий – распределение риска. Третий критерий – ценные бумаги, эмитированные организацией коллективных инвестиций, погашаются за счет активов такой организации. При этом Директива UCITS не определяет понятие коллективного инвестирования, критерий публичности привлечения капитала и прямо не определяет содержание критерия распределения риска, хотя и содержит различные нормы, устанавливающие требования к диверсификации инвестиционного портфеля. При этом определение организации коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги основано на критерии деятельности, в связи с чем организационно-правовая форма организации не имеет существенного значения для определения ее статуса в качестве организации коллективных инвестиций. В связи с последним организациями коллективных инвестиций в

обращающиеся ценные бумаги могут быть признаны контрактные инвестиционные фонды, корпоративные инвестиционные фонды и трасты. [131]

Dirk A. Zetzsche выделяет следующие признаки, характеризующие организации коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги. Организации коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги привлекают капитал публично. Организация коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги действует, руководствуясь принципом распределения риска. Организации коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги являются инвестиционными фондами открытого типа. Организации коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги инвестируют только в обращающиеся ценные бумаги и другие ликвидные финансовые инструменты.[132]

Директива AIFMs не регулирует деятельность фондов альтернативных инвестиций[133]. В то же время Директива AIFMs определяет понятие фонда альтернативных инвестиций. Так, фондом альтернативных инвестиций в целях Директивы AIFMs признаются организации коллективных инвестиций, которые привлекают капитал от разных инвесторов с целью инвестирования в соответствии с определенной инвестиционной стратегией для получения дохода инвесторами, и не требует регистрации в соответствии со статьей 5 Директивы UCITS[134]. Фактически Директива AIFMs устанавливает четыре критерия для определения понятия фонда альтернативных инвестиций. Первый критерий – привлечение капитала от разных инвесторов. Второй

---

[131] Filippo Annunziata Collective Investment Undertakings in the EU: How to frame a definition after the AIFMD P.3. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2956246_code2636561.pdf?abstractid=2956246&mirid=1&type=2 (11.07.2017)

[132] Dirk A. Zetzche, The Anatomy of European Investment Fund Law P. 51-53. URL: https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=538097071083087010067104105079119005042087014021019030101082088111071109065104114064101057053127049096017010087067114071081071116091005007014024096111070025109112037078067064014005106114071123093114097114009092068096029071070096084101081061001210221 21&EXT=pdf (30.06.2017)

[133] Пункт 10 Директивы AIFMs

[134] Статья 4 Директивы AIFMs

критерий – инвестирование этого капитала в интересах инвесторов. Третий критерий – инвестирование капитала в соответствии с определенной инвестиционной стратегией. Четвертый – организация коллективных инвестиций должна не являться организацией коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги.[135]

Dirk A. Zetzsche выделяет следующие признаки фонда альтернативных инвестиций. Фонды альтернативных инвестиций привлекают внешний капитал. При этом Dirk A. Zetsche пишет, что фондом альтернативных инвестиций может быть признана организация всего с одним инвестором. Фонд альтернативных инвестиций инвестирует в соответствии с определенной инвестиционной стратегией. Фонд альтернативных инвестиций действует в интересах своих инвесторов. Фонд альтернативных инвестиций не является организацией коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги [136].

Filippo Annunziata критикует определение фонда альтернативных инвестиций и указывает, что оно вызывает ряд вопросов. К примеру, определение не раскрывает понятия привлечения капитала от разных инвесторов, используя словосочетание «number investors»; не говорит о возможности погашения ценных бумаг, эмитированных инвестиционным фондом; и не говорит об организационно-правовых формах, в которых могут создаваться альтернативные инвестиционные фонды.[137]

---

[135] Filippo Annunziata Collective Investment Undertakings in the EU: How to frame a definition after the AIFMD P.4. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2956246_code2636561.pdf?abstractid=2956246&mirid=1&type=2 (11.07.2017)

[136] Dirk A. Zetzche, The Anatomy of European Investment Fund Law P. 55-59. URL: https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=538097071083087010067104105079119005042087014021019030101082088111071109065104114064101057053127049096017010087067114071081071116091005007014024096111070025109112037078067064014005106114071123093114097114009092068096029071070096084101086100121022121&EXT=pdf (30.06.2017)

[137] Filippo Annunziata Collective Investment Undertakings in the EU: How to frame a definition after the AIFMD P.4. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2956246_code2636561.pdf?abstractid=2956246&mirid=1&type=2 (11.07.2017)

При этом из пунктов 7 и 8 Директивы AIFMs следует, что фондами альтернативных инвестиций не признаются организации, инвестирующие капитал своих инвесторов и не привлекающие «внешний» капитал; холдинговые компании; пенсионные фонды; совместные предприятия; фонды, принадлежащие публичным образованиям; фонды, выполняющие социальные функции; специальные юридические лица, участвующие в секьюритизации активов.

В то же время Guidelines on key concepts of the AIFMD, не имеющая обязательной юридической силы, указывает, что фонды альтернативных инвестиций должны одновременно соответствовать следующим критериям: организация не имеет торговой или производственной цели; организация объединяет капитал различных инвесторов в целях инвестирования такого капитала; инвесторы в целом не имеют ежедневных контрольных полномочий над деятельностью организации.[138]

При этом Guidelines on key concepts of the AIFMD определяет понятия привлечения капитала, отсутствия контрольных полномочий у инвесторов, понятия инвестиционной стратегии, понятия наличия торговой или производственной цели, уточняет значение словосочетания “number of investors”, используемое в определение фонда альтернативных инвесторов.

Так, привлечением капитала является коммерческая деятельность по принятию прямых и косвенных шагов организации или лица, направленных на передачу капитала от одного или более инвесторов к организации в целях инвестирования с определенной инвестиционной стратегией.[139] Filippo Annunziata пишет, что это определение является весьма широким и приходит к выводу, что привлечением капитала можно признать любую деятельность, направленную на передачу капитала от одного или группы инвесторов. При

[138] Guidelines on key concepts of the AIFMD параграф 12
[139] Guidelines on key concepts of the AIFMD параграф 13

этом Filippo Annunziata критикует наличие в определении привлечения капитала критерия цели привлечения капитала, так как Директива AIFMs пишет о привлечении капитала и о цели инвестирования как о разных критериях.[140]

Следует согласиться с Filippo Annunziata, что определение критерия привлечения капитала весьма широко, и что оно смешивает в себе некоторые критерии, указанные в качестве отдельных критериев в определении фонда альтернативных инвестиций, что ведет к логическим ошибкам в определении фонда альтернативных инвестиций. В то же время хочу дополнительно отметить одновременное наличие критерия количества инвесторов как в определении привлечения капитала, так и в определении фонда альтернативных инвестиций.

Отсутствие ежедневных контрольных полномочий инвесторов трактуется Guidelines on key concepts of the AIFMD в качестве отсутствия у инвесторов прямых постоянных полномочий по принятию операционных решений, касающихся ежедневного управления активами организации, которые выходят за рамки полномочий по голосованию на собрании акционеров по таким вопросам как слияние, ликвидация, выбор представителей акционеров, назначение директоров, аудиторов или утверждения годового баланса.[141]

Guidelines on key concepts of the AIFMD определяет понятие коммерческой или производственной цели как цель следования бизнес стратегии, которая включает следующие характеристики, которые являются преимущественными: коммерческая активность включая покупку, продажу и/или обмен товаров и/или предоставление не финансовых услуг; и/или

---

[140] Filippo Annunziata Collective Investment Undertakings in the EU: How to frame a definition after the AIFMD P.7. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2956246_code2636561.pdf?abstractid=2956246&mirid=1&type=2 (11.07.2017)

[141] Guidelines on key concepts of the AIFMD Часть 2

производственную активность, включающую производство товаров, сооружение собственности.[142]

Таким образом, фондами альтернативных инвестиций признаются все организации коллективных инвестиций, за исключением организаций коллективных инвестиций, являющихся организациями коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги или холдинговыми компаниями; пенсионными фондами; совместными предприятиями, специальными юридическими лицами, участвующими в секьюритизации активов; организаций, инвестирующих капитал своих инвесторов и не привлекающих «внешний» капитал; фондов, принадлежащих публичным образованиям; фондов, выполняющих социальные функции.

Также следует упомянуть, что фонд альтернативных инвестиций, который не управляется внешним управляющим фондом альтернативных инвестиций, должен получить статус управляющего фондом альтернативных инвестиций[143]. В таких случаях будет верным утверждение, что положения Директивы AIFMs распространяют свое действие не только на управляющих фондами альтернативных инвестиций, но и на сами фонды альтернативных инвестиций.

Важно отметить, что Люксембургское законодательство устанавливает несколько различных правовых режимов для организаций коллективных инвестиций, что делает анализ правового регулирования организаций коллективных инвестиций в этой стране весьма сложным.

Организации коллективных инвестиций в Люксембурге могут быть созданы как в контрактной, так и в корпоративной формах.

Инвестиционные фонды в контрактной форме создаются в форме общего фонда (fonds commun de placement (FCP)). Общий фонд – это

[142] Там же.
[143] Пункт 1 (b) статьи 5 Директивы AIFMs

совместное предприятие, владельцы которого отвечают по обязательствам такого предприятия только суммой их вклада. Доли инвесторов в общим фонде удостоверяются ценными бумагами[144]. Общий фонд не является юридическим лицом и должен управляться лицензированной управляющей компанией.[145] Общий фонд – это любой комплекс активов, который был создан и управляется в соответствии с принципами распределения риска в интересах его собственников, чья ответственность ограничена величиной их вклада в комплекс активов и чьи права удостоверяются ценными бумагами, предназначенными для публичного или частного размещения[146].

Организации коллективных инвестиций также могут быть организованы в качестве инвестиционных компаний в двух корпоративных формах: инвестиционная компания с изменяемым капиталом (societe d'investissement a capital variable) или инвестиционная компания с фиксированным капиталом (societe d'investissement a capital fixe). При этом фонды, являющиеся организациями коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги, могут быть только открытого типа, а остальные могут быть как открытого типа, так и закрытого типа.

Инвестиционная компания с изменяемым капиталом – это юридическое лицо и инвестиционная компания, чей капитал всегда равен активам. Капитал такой компании изменяется без проведения специальных юридических и корпоративных процедур.[147] Инвестиционными компаниями с изменяемым капиталом признаются публичные компании с ограниченной ответственностью, находящиеся в юрисдикции Люксембурга, чьей единственной целью является инвестирование активов для распределения инвестиционного риска между инвесторами и для получения инвесторами

---

[144] Точный перевод понятия "unit" на русский язык отсуствует, при этом понятие "unit" шире понятия «пай» в российском праве, так как включает в себя в том числе и акции инвестиционных компании. В связи с этим в дальнейшем в тексте не перевожу понятие unit на русский язык.
[145] Investment Funds in Luxembourg a technical guide – September 2016 P. 29
[146] Пункт 1 статьи 80 Закона UCITS
[147] Investment Funds in Luxembourg a technical guide – September 2016 P. 30

прибыли от управления активами, при намерении размещать ценные бумаги посредством открытой или закрытой подписки[148]. Для признания инвестиционной компании инвестиционной компанией с изменяемым капиталом в учредительных документах компании должно быть установлено равенство уставного капитала компании стоимости ее чистых активов.

Инвестиционная компания с фиксированным капиталом – это юридическое лицо, инвестиционная компания, чей капитал имеет фиксированный размер и может быть изменен лишь по решению общего собрания акционеров (участников) или по решению управляющего органа в рамках «объявленных акциях». Закон UCITS не упоминает инвестиционные компании с фиксированным капиталом. В то же время содержит специальную главу, регулирующую организации коллективных инвестиций, которые не являются организациями коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги, общим фондом и инвестиционной компанией с изменяемым капиталом. Организации коллективных инвестиций, регулируемые нормами Главы 13 Закона UCITS, — это компании, находящиеся в юрисдикции Люксембурга, чьей единственной целью является инвестирование их активов для распределения инвестиционного риска среди инвесторов и для получения инвесторами прибыли от управления их активами, при намерении размещать ценные бумаги посредством открытой или закрытой подписки[149].

Правовое регулирование организаций коллективных инвестиций в Люксембурге также различается в зависимости от того, являются ли они организациями коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги, специализированным инвестиционным фондом (Specialized Investment Fund), фондом альтернативных инвестиций, резервным фондом альтернативных инвестиций (Reserved Alternative Investment Fund) или инвестиционной

[148] Статья 93 Закона UCITS
[149] Статья 97 Закона UCITS

компанией, инвестирующий в рисковый капитал (The investment company in Risk Capital).

Организация коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги понимается в Законе UCITS так же, как и в Директиве UCITS.[150] При этом организации коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги являются объектом наибольшего внимания регулирующих органов Люксембурга, так как организации коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги привлекают розничных инвесторов и вправе привлекать инвесторов по всей территории Европейского союза.

Специализированный инвестиционный фонд - это организация, занимающаяся коллективными инвестициями и находящаяся в Люксембурге, чьей единственной целью деятельности является коллективное инвестирование имущества с целью разделения инвестиционных рисков инвесторов и передачи доходов от управления активами инвесторам, ценные бумаги, эмитированные которой, предназначаются для одного или нескольких хорошо информированных инвесторов, учредительные документы которого указывают на распространение на него действия Закона о SIF[151]. Правовой режим специализированного инвестиционного фонда отличается от других правовых режимов относительно либеральным регулированием. Использование правового режима специализированного инвестиционного фонда является альтернативой учреждению инвестиционного фонда в таких офшорных юрисдикциях как Каймановы Острова и Британские Виргинские Острова.

Фонд альтернативных инвестиций – это организация, занимающаяся коллективными инвестициями, которая привлекает капитал с целью инвестирования с определенной инвестиционной стратегией в интересах

[150] Пункт 26 статьи 1 Закона UCITS
[151] Пункт 1 статьи 1 Закона о SIF

инвесторов и не требующая регистрации в соответствии со статьей 5 Директивы UCITS[152]. Данное определение фонда альтернативных инвестиций аналогично определению фонда альтернативных инвестиций, установленному Директивой AIFMs. Фактически в понятие фонда альтернативных инвестиций включаются все организации коллективных инвестиций, не включенные в понятие организации коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги, в том числе хедж фонды, фонды хедж фондов, фонды прямых инвестиций, фонды недвижимости[153]. Таким образом, в праве Люксембурга, как и в праве ЕС, понятие фонда альтернативных инвестиций весьма и весьма широко.

Важно отметить, что разные фонды альтернативных инвестиций регулируются различно в зависимости от их системы управления, в зависимости от активов под управлением управляющего фондом альтернативных инвестиций, использования заемных средств фондами, типа фонда и некоторых других факторов.

Резервный фонд альтернативных инвестиций – это организация, занимающаяся коллективными инвестициями и находящаяся в юрисдикции Люксембурга, которая является фондом альтернативных инвестиций, чьей единственной целью деятельности является коллективное инвестирование имущества с целью разделения инвестиционных рисков инвесторов и передачи доходов от управления активами инвесторам, ценные бумаги которого предназначаются для одного или нескольких хорошо информированных инвесторов, учредительные документы которого указывают на распространение на нее действия Закона RAIF.[154] Существенным отличием резервного фонда альтернативных инвестиций от

[152] Пункт 18 (bis) статьи 1 Закона UCITS
[153] Luxembourg for Finance Alternative Investment Funds [сайт] URL: http://www.luxembourgforfinance.com/en/products-services/investment-vehicles/alternative-investment-funds (11.07.2017)
[154] Пункт 1 статьи 1 Закона RAIF

других форм инвестиционных фондов является отсутствие контроля над его деятельностью со стороны Комиссии по надзору за финансовым сектором Люксембурга (CSSF). В резервный фонд альтернативных инвестиций могут инвестировать только хорошо информированные инвесторы. Управляются же резервные фонды альтернативных инвестиций внешним управляющим альтернативных инвестиций. При этом резервный фонд альтернативных инвестиций может быть организован в том числе в качестве общего фонда, инвестиционной компании с изменяемым капиталом. Закон RAIF не устанавливает специальных ограничений на инвестиционную стратегию, применяемую резервным фондом альтернативных инвестиций. В связи с этим резервные фонды альтернативных инвестиций могут следовать как традиционным, так и альтернативным инвестиционным стратегиям, в том числе инвестировать активы в рисковый капитал, как инвестиционная компания, инвестирующая в рисковый капитал. В то же время инвестиции резервного фонда альтернативных инвестиций должны отвечать требованиям диверсификации, если только он не инвестирует в рисковый капитал.

Инвестиционная компания, инвестирующая в рисковый капитал – это специальное товарищество с ограниченной ответственностью, или товарищество, ограниченное акциями, или корпоративная компания, организованная как публичная компания с ограниченной ответственностью, или публичное общество с ограниченной ответственностью, частная компания с ограниченной ответственностью, чьей целью деятельности является инвестирование активов в ценные бумаги, представляющие рисковый капитал, в интересах инвесторов с принятием во внимание уровня риска, который готовы принять на себя инвесторы; ценные бумаги которого доступны хорошо информированным инвесторам и в уставных документах которого указано на распространение действия Закона SICAR на такое

лицо.[155] Правовой режим инвестиционной компании, инвестирующей в рисковый капитал – был разработан для фондов прямых и венчурных инвестиций. При этом только некоторые инвестиционные компании, инвестирующие в рисковый капитал, также являются фондами альтернативных инвестиций. Более того, инвестиционная компания, инвестирующая в рисковый капитал, может одновременно являться европейским фондом венчурного капитала или европейским фондом социального предпринимательства.

Характерной чертой классификации организаций коллективных инвестиций является определение ряда понятий по остаточному принципу, что можно увидеть, например, в определении понятия альтернативного инвестиционного фонда. Такая классификация похожа на классификацию инвестиционных компаний, установленную законодательством США.

На 30.11.2016 в Люксембурге были зарегистрированы 3 888 организаций коллективных инвестиций. Из них 2 227 (57%) действовали в форме инвестиционных компаний с изменяемым капиталом и 1 614 (42%) в форме общего фонда. Среди них 1 888 (49%) имели статус организации коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги и 2 000 (51%) действовали в других формах организаций коллективных инвестиций[156]. В то же время основная часть активов (более 84%) 30.11.2016 была сосредоточена именно в фондах, являющихся организациями коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги.[157]

В связи с вышесказанным основное внимание в дальнейшем я сосредоточу на анализе регулирования инвестиционных фондов, являющихся

---

[155] Пункт 1 статьи 1 Закона SICAR

[156] Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) Number of UCIs [сайт] URL: https://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/statistics/monthly-statistics/number-of-ucis/

[157] Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) Investment Policy of UCIs [сайт] URL: https://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/statistics/monthly-statistics/investment-policy-of-ucis/

организациями коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги и общим фондом или инвестиционной компанией с изменяемым капиталом.

Общий фонд может являться как организацией коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги, так и фондом альтернативных инвестиций.

Общий фонд, являющийся организацией коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги, должен управляться Люксембургской управляющей компанией организаций коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги или управляющей компанией, зарегистрированной в другом государстве члене Европейского Союза.[158] При этом управляющая компания может делегировать часть своих управленческих функций, осуществляя контроль за исполнением таких функций привлеченными ей лицами.[159]

Общий фонд, являющийся фондом альтернативных инвестиций, должен управляться Люксембургской управляющей компанией, которая должна обладать статусом управляющего фондами альтернативных инвестиций, или назначить управляющим стороннего управляющего, обладающего статусом управляющего фондами альтернативных инвестиций, полученным в Люксембурге или другом государстве члене Европейского Союза. В случае, если активы под управлением управляющего общим фондом менее ста миллионов евро или пятиста миллионов евро при неиспользовании кредитных средств и отсутствии у инвесторов права на выход из организаций коллективных инвестиций, управляемых им, в течение 5 лет с момента совершения первой инвестиции, управляющий может не обладать статусом управляющего альтернативными инвестиционными фондами.

---

[158] Investment Funds in Luxembourg a technical guide – September 2016 P. 29
[159] Там же. С. 144

При этом общий фонд в любом случае должен управляться управляющей компанией и никогда не является юридическим лицом[160].

Общий фонд создается управляющей компанией. В связи с этим вполне возможно провести параллель между общим фондом и паевым инвестиционным фондом, предусмотренным российским правом, который также не является юридическим лицом и управляется специальной лицензированной управляющей компанией.

Инвестиционная компания с изменяемым капиталом может являться как организацией коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги, так и фондом альтернативных инвестиций.

Инвестиционная компания с изменяемым капиталом, являющиеся организацией коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги, может управляться Люксембургской управляющей компанией организации коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги или управляющей компанией, зарегистрированной в другом государстве члене Европейского Союза, а также может не назначать стороннего управляющего и управлять своей деятельностью самостоятельно.

Управляющая компания назначается руководящим органом инвестиционной компании с изменяемым капиталом. При этом такой управляющий орган инвестиционной компании с изменяемым капиталом должен контролировать деятельность управляющей компании. Управляющий орган инвестиционной компании с изменяемым капиталом также должен назначить ряд лиц, представляющих услуги в пользу инвестиционных компаний с изменяемым капиталом, и осуществлять контроль над оказанием таких услуг. Управляющая компания в свою очередь может делегировать часть своих функций третьим лицам. В то же время

Там же. С. 143.

управляющая компания должна контролировать исполнение таких функций третьими лицами.[161]

Инвестиционная компания с изменяемым капиталом, являющиеся фондами альтернативных инвестиций, может управляться управляющим фондами альтернативных инвестиций или управляющей компанией, которая должна назначить управляющего фондами альтернативных инвестиций или, являясь управляющим фондов альтернативных инвестиций, самостоятельно осуществлять управление инвестиционной компании с изменяемым капиталом или назначить на соответствующую должность лицо, обладающее статусом управляющего фондом альтернативных инвестиций.[162] В случае, если активы под управлением управляющего фондами альтернативных инвестиций менее ста миллионов евро или пятиста миллионов евро при неиспользования кредитных средств и отсутствия у инвесторов права на выход из организаций коллективных инвестиций, управляемых им, в течение 5 лет с момента совершения первой инвестиции, управляющий может не обладать статусом управляющего фондами альтернативных инвестиций.

При этом инвестиционные компании с изменяемым капиталом могут быть созданы в любой из организационно-правовых форм, предусмотренных для коммерческих юридических лиц в Люксембурге[163].

Важно отметить, что сказанное выше относительно инвестиционной компании с изменяемым капиталом также справедливо в отношении инвестиционной компании с фиксированным капиталом.

Необходимо также остановиться на управлении организациями коллективных инвестиций в Люксембурге.

---

[161] Там же. С. 143.
[162] Там же. С. 30
[163] Там же. С. 30.

Обычно управление организацией коллективных инвестиций осуществляется управляющей компанией.

Управляющая компания должна осуществлять инвестиционное управление активами организации коллективных инвестиций и оперативное управление работой организации коллективных инвестиций, а также продвигать организацию коллективных инвестиций на рынке. На практике многие управляющие кампании часть своих функций делегируют третьим лицам. В то же время управляющая компания юридически несет ответственность за исполнение функций, переданных на аутсорсинг.[164]

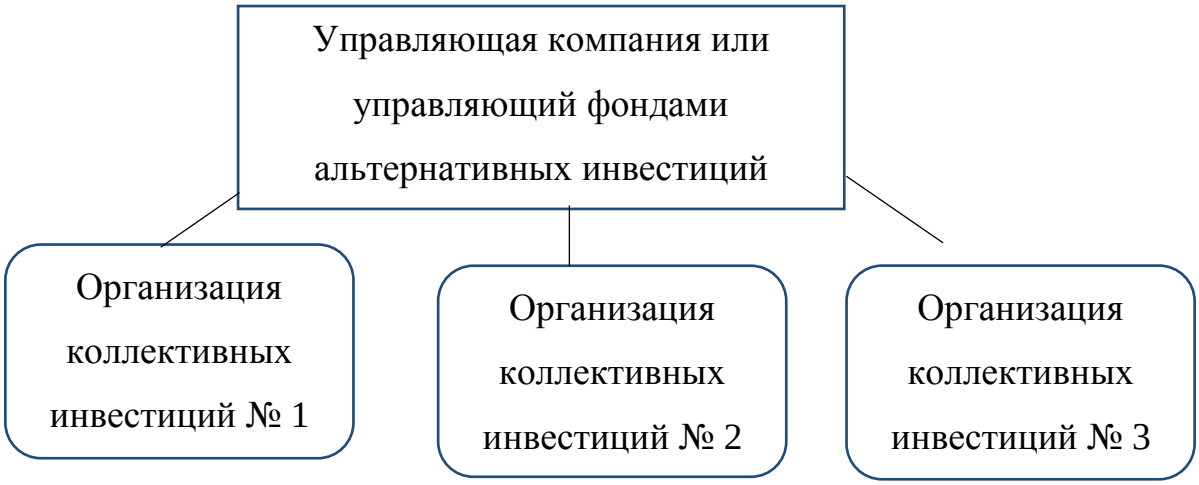
Право Люксембурга предусматривает три вида лицензированных управляющих компаний: управляющая компания организаций коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги; управляющий фондами альтернативных инвестиций; управляющая компания организаций коллективных инвестиций, не являющихся организациями коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги.[165] Управляющая компания организации коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги управляет фондами, являющимися организациями коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги, управляющий фондами альтернативных инвестиций управляет фондами альтернативных инвестиций, управляющая компания организаций коллективных инвестиций, не являющихся организациями коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги управляет фондами альтернативных инвестиций при не превышении активов под ее управлением ста миллионов евро или пятиста миллионов евро при неиспользования кредитных средств и отсутствии у инвесторов, организаций коллективных инвестиций, находящихся под ее управлением, права на выход из таких организаций в течение 5 лет с момента совершения первой инвестиции.

---

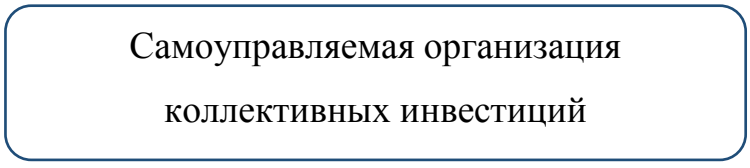
[164] Там же. С. 139
[165] Там же. С. 140

Наиболее типичными для Люксембурга являются следующие три модели организации управления инвестиционными фондами.

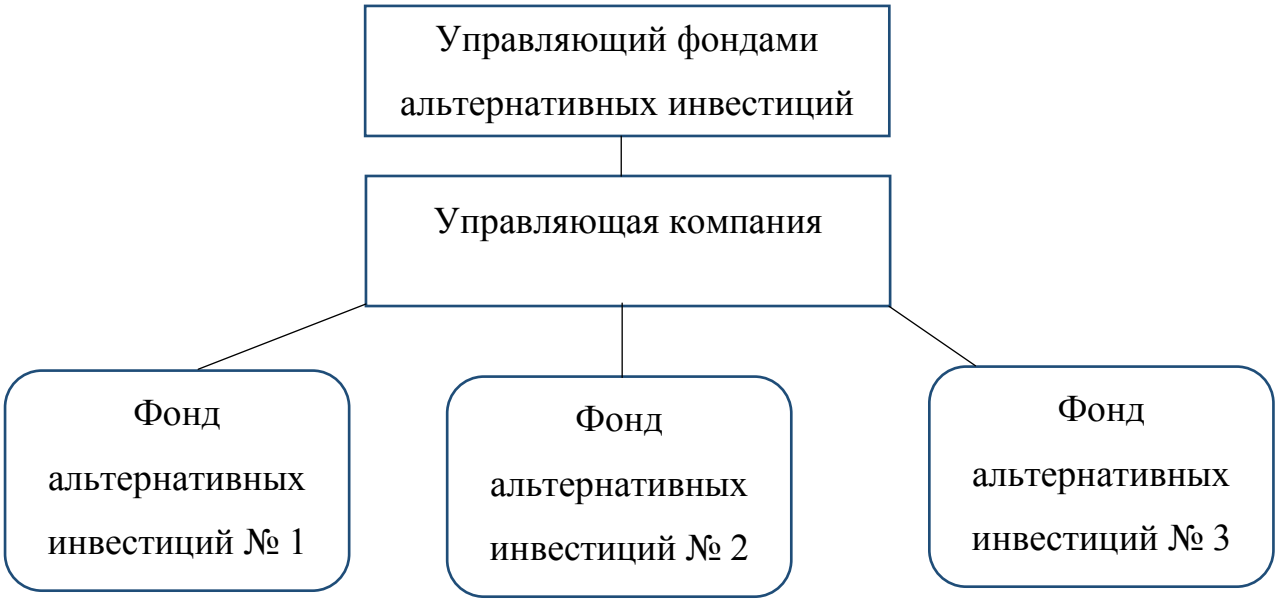
1) Управляемая модель (managed model) - одна или несколько организаций коллективных инвестиций управляются напрямую одной управляющей компанией или одним управляющим фондами альтернативных инвестиций.



2) Самоуправляемая модель (Self-management model) – инвестиционная компания, управление которое сосредоточено в ней самой. Примерами являются самоуправляемая организация коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги и внутренне управляемый фонд альтернативных инвестиций. При реализации такой модели управления на инвестиционную компанию распространяется ряд норм, регулирующих деятельность управляющих компаний. Полагаю, что это было сделано в целях недопущения ухода от правового регулирования управляющих компаний «встраиванием» таких управляющих компаний в структуры инвестиционных компаний.



3) Модель управления с фондом управляющим фондом альтернативных инвестиций (Management model with AIFM)- один или несколько фондов альтернативных инвестиций управляются управляющей компанией, которая не является управляющим фондом альтернативных инвестиций и назначает в качестве управляющего другое лицо, являющееся управляющим фондов альтернативных инвестиций. В такой модели ключевая роль управляющей компании сводится к назначению управляющего фондами альтернативных инвестиций и контролю за его деятельностью.[166]



Можно сказать, что в целом Люксембургское право сосредоточено на регулировании деятельности управляющих, а не организаций коллективных инвестиций. Подтверждается это в том числе возложением именно на управляющих обязанности по проведению риск-менеджмента. Вероятно, такое внимание к управляющим компаниям связано с наличием в системе организаций коллективных инвестиций общего фонда, не являющихся юридическими лицами и соответственно не являющихся субъектами права.

[166] Там же. С. 142

Из вышесказанного вытекает, что в Люксембурге так же, как и в США присутствует организационная модель организаций коллективных инвестиций, разделяющая активы организаций коллективных инвестиций и управляющих ими. В то же время такое разделение не является обязательной характеристикой организаций коллективных инвестиций, зарегистрированных в Люксембурге, ведь вполне возможно создать организацию коллективных инвестиций без разделения активов и управляющих.

Исходя из вышесказанного, я прихожу к выводу, что в Европейском союзе, включая Люксембург, организацией коллективных инвестиций и аналогом российского инвестиционного фонда могут быть признаны различные лица, осуществляющие инвестиционную деятельность, а также имущество, обособленное в целях инвестирования. При этом Люксембургское законодательство предусматривает различные формы организаций коллективных инвестиций, в силу чего управляющие и инвесторы обладают большой свободой по выбору организационно-правовой формы организации коллективных инвестиций, наиболее отвечающей их интересам. Организацию коллективных инвестиций в соответствии с правом Люксембурга можно определить, как юридическое лицо или совокупность имущества, созданную в целях коллективного инвестирования для разделения инвестиционных рисков инвесторов и передачи доходов от управления активами инвесторам.

Таким образом, понятие организации коллективных инвестиций, установленное правом Люксембурга и Европейского союза шире, чем понятие инвестиционного фонда, установленное ФЗ «Об инвестиционных фондах».

§ 1.4 Сравнительно-правовой анализ понятий инвестиционного фонда, инвестиционной компании и организации коллективных инвестиций. Предложения по изменению российского законодательства, регулирующего деятельность инвестиционных фондов.

Понятия инвестиционного фонда, инвестиционной компании и организации коллективных инвестиций в Российском праве, в праве США и Люксембурга значительно отличаются. Наиболее существенное отличие заключается в ширине понятия. В то время как российское право вводит ряд специальных ограничений, направленных на сужение круга организаций, входящих в понятие инвестиционного фонда, таких как, наличие в наименовании организации слов «инвестиционный фонд»[167] или «имущественный комплекс, переданный в доверительное управление управляющей компании»[168], право США и право Люксембурга определяют понятия инвестиционной компании и организации коллективных инвестиций максимально широко, используя критерий деятельности. Фактически и право США, и право Люксембурга включают соответственно в понятия инвестиционной компании и организации коллективных инвестиций все организации, занимающиеся инвестиционной деятельностью в качестве основной деятельности, а затем вводят специальные исключения в регулировании для некоторых организаций, например, холдинговых компаний и семейных офисов.

Все рассмотренные мной правопорядки предусматривают возможность создания инвестиционных фондов, инвестиционных компаний и организаций коллективных инвестиций в качестве отдельных юридических лиц или на основе заключения договоров между инвесторами и управляющими.

В то же время существенно отличаются виды инвестиционных фондов, инвестиционных компаний, организаций коллективных инвестиций,

[167] Пункт 1 статьи 2 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[168] Пункт 1 статьи 10 ФЗ «Об инвестиционных фондах»

предусмотренных соответственно российским правом, правом США и правом Люксембурга. Так, ФЗ «Об инвестиционных фондах» предусматривает один вид акционерного инвестиционного фонда и четыре вида паевых инвестиционных фондов (открытый, интервальный, закрытый и биржевой). Право США также выделяет различные виды инвестиционных компаний, основываясь на праве инвесторов погасить свои ценные бумаги, эмитированные инвестиционной компанией, или выйти из инвестиционной компании в определенный момент времени. Однако, Закон об инвестиционных компаниях на основании указанного критерия разделяет инвестиционные компании только на два вида - на инвестиционные компании открытого и закрытого типов. Аналогичное разделение прослеживается в праве Европейского союза и Люксембурга, в соответствии с которым все инвесторы организации коллективных инвестиций, инвестирующей в обращающиеся ценные бумаги, вправе погасить свои ценные бумаги/выйти из организации в любой рабочий день, в то время как все фонды других типов включаются в понятие фондов альтернативных инвестиций.

Следует также обратить внимание на то, что основная часть инвестиционных фондов, созданных в соответствии с ФЗ «Об инвестиционных фондах», являются паевыми инвестиционными фондами, то есть действует на основе договора между инвестором и управляющим. В то время как в США основная часть инвестиционных компаний действуют в качестве отдельных юридических лиц, а инвесторы выступают акционерами таких юридических лиц. В Люксембурге же примерное равное количестве организаций коллективных инвестиций действуют на основе договора между инвесторами и управляющими и в качестве отдельных юридических лиц, участниками которых являются инвесторы таких юридических лиц.

Важно также отметить, что право США и право Люксембурга не предъявляют специальных требований к организационно-правовой форме

соответственно инвестиционной компании и организации коллективных инвестиций. В то время как российское законодательства, прямо предписывает, что акционерный инвестиционный фонд является акционерным обществом.

Другим отличием является указание на организацию управления инвестиционным фондом, инвестиционной компанией и организаций коллективных инвестиций в законодательстве. Так, в соответствии с определением паевого инвестиционного фонда, установленного пунктом 1 статьи 10 ФЗ «Об инвестиционных фондах», паевой инвестиционный фонд управляется управляющей компанией. Право США и право Люксембурга жестко не ограничивают организацию управлению инвестиционными компаниями и организациями коллективных инвестиций.

Таким образом, определение понятий инвестиционного фонда, инвестиционной компании и организации коллективных инвестиций соответственно в праве России, США и Люксембурга направлено на различные цели. Российский законодатель, определяя понятие инвестиционного фонда, максимально пытался ограничить количество организаций, являющихся инвестиционными фондами, в то время как законодатели США и Люксембурга пытались максимально расшить круг организаций, входящих соответственно в понятия инвестиционной компании и организации коллективных инвестиций. При этом управление инвестиционными компаниями и организациями коллективных инвестиций может быть выстроено более гибко в сравнении с российскими инвестиционными фондами, что позволяет субъектам экономики выбрать наиболее удобные организационно-правовые формы для создания инвестиционных компаний и организаций коллективных инвестиций. Следует также заметить, что в России почти все инвестиционные фонды являются паевыми, являются имущественным комплексом, в то время как абсолютное большинство инвестиционных компаний в США и большая

часть организаций коллективных инвестиций в Люксембурге являются корпорациями.

В связи с вышесказанным, полагаю разумным и обоснованным внесение концептуальных, стратегических изменений в правовое регулирование деятельности инвестиционных фондов, так как недостатки правового регулирования, выявленные в ходе исследования, носят концептуальный характер.

В рамках внесения изменений в законодательство я предлагаю заменить понятия акционерного инвестиционного фонда и паевого инвестиционного фонда на понятие инвестиционного юридического лица, схожего с понятиями инвестиционной компании в законодательстве США и понятия организаций коллективных инвестиций в праве Люксембурга; и на понятие инвестиционного фонда в качестве обособленного имущества.

Я предлагаю ориентироваться на опыт США и Люксембурга в определении понятия инвестиционной компании и организации коллективных инвестиций в связи с нижеследующим.

Понятия инвестиционной компании в праве США и организации коллективных инвестиций в праве Люксембурга значительно шире понятия инвестиционного фонда, установленного российским правом, что позволяет эффективней обеспечивать защиту прав инвесторов при распространении правового регулирования на большее количество организаций, осуществляющих инвестиционную деятельность.

Отсутствие требований к организационно-правовой форме инвестиционных компаний и организаций коллективных инвестиций позволяет участникам наиболее эффективно организовывать свою деятельность, что снижает издержки участников рынка и, как следствие, повышает возможности участников рынков по развитию инвестиционных

компаний, организаций коллективных инвестиций и управляющих инвестиционными компаниями и организациями коллективных инвестиций.

Я предлагаю использовать следующие определения понятий инвестиционного фонда и юридического лица:

«Инвестиционным фондом признается: обособленное имущество (в том числе имущественные права), используемое для вложений в уставный капитал корпораций (в том числе иностранных) и/или в имущественные обязательственные права других лиц, и/или в недвижимость, и/или в художественные ценности, и/или в драгоценные металлы и камни, и/или в биржевые товары.

Инвестиционным юридическим лицом признаются:

1. юридические лица, основной целью деятельности которых является вложение имущества в уставный капитал корпораций (в том числе иностранных) и/или в имущественные обязательственные права других лиц, и/или в недвижимость, и/или в художественные ценности, и/или в драгоценные металлы и камни, и/или в биржевые товары;

2. юридические лица (за исключением кредитных организаций) средневзвешенные активы которых по данным бухгалтерского учета в течение предыдущих четырех кварталов на 40 или более процентов состояли из вложений в уставный капитал корпораций (в том числе иностранных) и/или в имущественные обязательственные права других лиц, и/или в недвижимость, и/или в художественные ценности, и/или в драгоценные металлы и камни, и/или в биржевые товары».

Я вижу следующие положительные последствия такого изменения законодательства:

1. включение в понятие инвестиционного юридического лица (в вышеуказанной формулировке) большого количество юридических лиц,

занимающихся инвестиционной деятельностью, а, следовательно, и распространение регулирования на деятельность таких юридических лиц;

2. отсутствие возможности уклонения от правового регулирования посредством ведения деятельности, аналогичной деятельности инвестиционного фонда, через обычное юридическое лицо, не получающее лицензию управляющей компании на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами, негосударственными инвестиционными фондами;

3. возможность единообразного регулирования похожих правоотношений, складывающихся в процессе управления имуществом различных субъектов права, что будет соответствовать принципу «закон един для всех» и ликвидации возможностей регуляторного арбитража, и, вероятно, усилит конкуренцию на рынке коллективных инвестиций в связи с вышесказанным;

4. систематизация нормативно-правовых актов и уменьшение их объемов;

5. упрощение правового регулирования и, следовательно, облегчение его понимания населением, что может повысить эффективность такого правового регулирования.

В то же время, конечно, есть и негативные последствия установления в законодательстве понятий инвестиционного юридического лица и инвестиционного фонда в вышеуказанных формулировках.

Наиболее важным негативным последствием является необходимость нести субъектами экономической деятельности в краткосрочном периоде издержек, связанных с изменением регулирования. Другим негативным последствием является изменение большого количества нормативно-правовых актов в силу широты предлагаемых мной понятий.

Читатели могут возразить, что вышеуказанные определения инвестиционного фонда и инвестиционного юридического лица неверны, так

как включают в себя негосударственные пенсионные фонды; инвестиционные фонды страховых организаций; активы, управляемые в соответствии с договором инвестиционного товарищества; а также активы, управляемые доверительным управляющим.

Действительно, предлагаемые мной понятия включают в себя негосударственные пенсионные фонды; инвестиционные фонды страховых организаций; активы, управляемые в соответствии с договором инвестиционного товарищества; а также активы, управляемые доверительным управляющим. Более того, я полагаю правильным включение вышеуказанных организаций и активов в понятия инвестиционного юридического лица и инвестиционного фонда, так как деятельность управляющей компании паевого инвестиционного фонда, акционерного инвестиционного фонда, негосударственного пенсионного фонда, управляющего товарища и доверительного управляющего следует регулировать единообразно, на основе единых принципов, так как все эти лица осуществляют одну и ту же деятельность, а именно инвестируют имущество.

Предлагаемые мной понятия инвестиционного юридического лица и фонда позволят распространить регулирование на большую часть организаций, занимающихся инвестиционной деятельностью, по примеру регулирования, установленного законодательством США и Люксембурга. Более того, это также позволит исключить возможность уклонения от правового регулирования инвестиционной деятельности простым способом не включения в название организации слова «фонд».

Замена понятий акционерного инвестиционного фонда и паевого инвестиционного фонда на понятия инвестиционного юридического лица и инвестиционного фонда должна быть сопряжена с разработкой новых норм права и отменой большого количества нормативно-правовых актов, действующих сейчас.

При этом в законодательстве следует установить различные требования к инвестиционным юридическим лицам и фондам в зависимости от приоритетных целей инвестирования денежных средств, бенефициаров инвестиционного портфеля и рисков инвестиционных стратегий, в соответствии с которыми инвестируются денежные средства. Разграничение требований позволит защитить лиц, обладающих низким уровнем финансовой грамотности; лиц, чьим интересам отвечают долгосрочные и низко рискованные стратегии инвестирования активов (например, лица предпенсионного возраста, ставящих целью инвестирования своего имущества обеспечение своей старости), в то же время не ограничивая возможности других лиц на использование высокодоходных стратегий инвестирования, сопряженных с высоким уровнем риска, и снизить издержки таких лиц, вытекающие из необходимости соответствовать обширным требованиям законодательства.

Дифференцированное регулирование деятельности инвестиционных юридических лиц и фондов следует базировать на следующих классификациях инвестиционных юридических лиц и фондов: по риску, присущему инвестиционной стратегии инвестиционного юридического лица или фонда; по ликвидности инвестиций в инвестиционные юридические лица или фонды для инвесторов; по размеру активов и количеству инвесторов инвестиционного юридического лица или фонда.

Классификация на основании риска, присущего инвестиционной стратегии инвестиционного юридического лица и фонда, позволит дифференцировать правовое регулирование инвестиционных юридических лиц и фондов в зависимости от рисков, присущих инвестиционным стратегиям, используемых при инвестировании капитала инвестиционных юридических лиц и фондов. Я предлагаю установить в законодательстве следующие разновидности инвестиционных юридических лиц на основании

риска, присущего инвестиционной стратегии инвестиционного юридического лица и фонда:

1. Инвестиционные юридические лица и фонды, инвестиционные стратегии которых характеризуются высокой степенью риска (далее – инвестиционные юридические лица и фонды высокого риска);
2. Инвестиционные юридические лица и фонды, инвестиционные стратегии которых характеризуются средней степенью риска (далее – инвестиционные юридические лица и фонды среднего риска);
3. Инвестиционные юридические лица и фонды, инвестиционные стратегии которых характеризуются низкой степенью риска (далее – инвестиционные юридические лица и фонды низкого риска).

Установление такой классификации инвестиционных юридических лиц и фондов, даст возможность различно регулировать деятельность инвестиционных юридических лиц и фондов и защитить права инвесторов, обладающих низкой толерантностью к риску и/или желающих инвестировать с низким риском, и в то же время обеспечить возможность инвесторов, желающих получать высокую доходность от инвестиций, сопряженную с высоким риском. При этом инвесторов инвестиционных юридических лиц и фондов низкого риска следует в большей мере защищать с помощью административно-правовых механизмов и ограничениями возможностей инвестиционного юридического лица и управляющего инвестиционным фондом по совершению сделок, а также надзором Центрального банка Российской Федерации за деятельностью инвестиционного юридического лица и управляющего инвестиционного фонда. В то же время инвесторов инвестиционных юридических лиц и фондов высокого риска следует в меньшей степени защищать при помощи административно-правовых механизмов, а инвестиционное юридическое лицо и управляющий инвестиционным фондов должны иметь возможность совершать любые сделки в рамках инвестиционной декларации инвестиционного юридического лица и фонда. При этом требования к инвестиционным

стратегиям, позволяющим разделить инвестиционные юридические лица и фонды следует дополнительно разработать на основе критериев ликвидности, долгосрочности, вероятности падения стоимости активов и размера вероятного падения стоимости активов относительно стоимости других активов.

Я полагаю, что регулирование деятельности инвестиционных фондов на основе риска, присущего инвестиционным стратегиям должно сопровождаться отменой Указания Банка России от 05.09.2016 № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов», разделяющего регулирование паевых инвестиционных фондов в зависимости от активов, в которые инвестируют паевые инвестиционные фонды, так как конечной целью введения данного Указания также является разделение регулирования паевых инвестиционных фондов в зависимости от риска, присущему активам, в которые инвестируют такие фонды.

Классификация на основании ликвидности инвестиций в инвестиционное юридическое лицо и фонд для инвестора позволит в большей степени защищать права инвесторов, желающих иметь возможность в быстрые сроки забрать свои инвестиции, посредством введения требованиями по ликвидности инвестиций инвестиционного юридического лица или фонда и надзором за соблюдением таких требований со стороны Центрального банка Российской Федерации. При этом я полагаю излишним выделение интервального и биржевого паевых инвестиционных фондов в Законе об инвестиционных фондах и полагаю, возможным регулировать деятельность инвестиционных юридических лиц и фондов, аналогично регулированию деятельности инвестиционных компаний в США и организаций коллективных инвестиций в Люксембурге, на основе разделения инвестиционных юридических лиц и фондов на открытые и закрытые. При этом открытые инвестиционные юридические лица и фонды следует

определить, как инвестиционные юридические лица и фонды, инвестор которых вправе погасить свою долю или пай в любой рабочий день.

Классификация на основании размера активов и количества инвесторов инвестиционного юридического лица и фонда, позволит разделить регулирование инвестиционных юридических лиц и фондов по потенциальному ущербу для инвесторов и финансовой системы, в результате невыполнения своих обязательств юридическим лицом или управляющим инвестиционным фондом. При этом такое регулирование позволит избежать излишней бюрократизации и слишком жестких требований для развивающихся инвестиционных юридических лиц и управляющих инвестиционными фондами малого размера, что будет способствовать развитию сферы коллективных инвестиций в России. Такое регулирование можно строить на основе выделения малых, средних и крупных инвестиционных юридических лиц и управляющих инвестиционными фондами. При этом полагаю правильным исключить из сферы административного регулирования инвестиционные юридические лица и управляющих инвестиционными фондами, относящиеся к малым инвестиционным юридическим лицам и управляющими инвестиционными фондами, холдинги и семейные офисы, аналогично праву США и праву Люксембурга.

При этом следует установить обязанность инвестиционного юридического лица и управляющего инвестиционным фондом, указывать в инвестиционной декларации в какие активы будет инвестироваться капитал; насколько диверсифицированы будут активы, и в дальнейшем при инвестировании имущества придерживаться инвестиционной декларации.

Читатели могут заметить, что в классификациях не упоминаются негосударственные пенсионные фонды и фонды страховых организаций. Отмечу, что все инвестиционные юридические лица и фонды можно характеризовать на основе указанных выше классификаций. Так, например,

негосударственные пенсионные фонды можно отнести к инвестиционным юридическим лицам закрытого типа среднего и низкого риска.

Несмотря на максимально широкий характер предлагаемых мной понятий, я хочу отметить оправданность выделения отдельного регулирования для паевых инвестиционных фондов, так как отношения, возникающие в процессе формирования паевого инвестиционного фонда, негосударственного пенсионного фонда, суверенного инвестиционного фонда, инвестиционного фонда страховых компаний имеют свою специфику. Вышеуказанные субъекты, объекты права часто имеют разные приоритетные цели инвестирования, которые не закреплены в праве, но должны учитываться при правовом регулировании деятельности таких институтов. Так, очевидна разница между главными целями инвестирования денежных средств паевого инвестиционного фонда акций и негосударственного пенсионного фонда. Так, приоритетной целью инвестирования посредством паевого инвестиционного фонда акций является получение относительно высокой доходности, которая обычно сопряжена с высоким уровнем риска, в то время как главной целью инвестирования денежных средств негосударственным пенсионным фондом является сохранение денежных средств, переданных в управление такому фонду. Несомненно, также, что разного уровня защиты требуют клиенты негосударственных пенсионных фондов, которыми в том числе являются и люди с низким уровнем финансовых знаний, и юридические лица, основным видом деятельности которых является инвестирование собственных и заемных средств.

При этом в последующем полагаю правильным уделять основное внимание развитию именно инвестиционных юридических лиц, так как мировая практика показывает их популярность среди инвесторов.

Полагаю, также правильным в будущем принятие комплексного федерального закона, регулирующего деятельность инвестиционных юридических лиц и фондов, что будет способствовать единообразному

правовому регулированию организаций, осуществляющих деятельность инвестиционных компаний, систематизации нормативно-правовых актов, упрощению правового регулирования и исправлению недостатков правового регулирования деятельности инвестиционных фондов в России, в том числе выявленных в рамках данной работы.

Суммируя вышесказанное, полагаю, что принятие закона, регулирующего все типы инвестиционных юридических лиц и фондов и имплементация других моих предложений будут способствовать развитию российского рынка коллективных инвестиций и ликвидации недостатков российского правого регулирования инвестиционных фондов, выявленных в том числе в рамках моего исследования.

Глава 2 Содержание правоотношений между инвестором и управляющим

§ 2.1 Содержание правоотношений между инвестором и управляющим в России, США и Люксембурге

В рамках данного параграфа я рассмотрю содержание правоотношений между инвестором и управляющим в России, США и Люксембурге. Сперва я уделю внимание рассмотрению содержания указанных правоотношений, регулируемых российским правом, затем правом США, после правом Люксембурга.

Согласно российскому праву инвестор, инвестируя свое имущество, приобретает обязательственные и вещные права, теряет вещные права, становится обязанным.

Так, инвестор, передавая имущество в доверительное управление, приобретает обязательственные права, вытекающие из договора доверительного управления, заключенного между инвестором и доверительным управляющим. В то же время доверительный управляющий при заключении договора доверительного управления становится обязанным перед инвестором, приобретает вещные права или обязательственные права (в литературе нет единого мнения) на имущество, переданное в доверительное управление. Наличие таких правоотношений презюмируется между пайщиком и управляющей компанией паевого инвестиционного фонда, имеют место в случае оказания услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг и в ряде других случаев. Важно отметить, что в судебной практике также устоялось мнение о наличии между пайщиками и управляющей компанией паевого инвестиционного фонда правоотношений, вытекающих из договора доверительного управления имущества. При этом суды свои выводы о наличии между пайщиками и управляющей компанией паевого инвестиционного фонда правоотношений, вытекающих из договора

доверительного управления имущества, обосновывают статьей 11 ФЗ «Об инвестиционных фондах».[169]

Существенными условиями договора доверительного управления имуществом являются: состав имущества; наименование учредителя управления или выгодоприобретателя; размер и форма вознаграждения управляющему, если договор является возмездным; срок действия договора, который по общему правилу не может превышать 5 лет, но в то же время автоматически пролонгируется при отсутствии заявления одной из сторон о прекращении действия договора доверительного управления по окончании срока его действия.

Говоря о заключении договора доверительного управления имуществом с управляющей компанией паевого инвестиционного фонда, необходимо принять во внимание, что правила управления таким фондом должны соответствовать форме, утвержденной Правительством Российской Федерации.[170] В связи с невозможностью «выкинуть» из формы то или иное положение фактически можно признать, что условия, указанные в форме правил доверительного управления паевого инвестиционного фонда, являются существенными условиями договора, заключаемого между пайщиком и управляющей компанией паевого инвестиционного фонда.

При этом по общему правилу договор доверительного управления имуществом является реальным. Это же прослеживается и в случае заключения договора с управляющей компанией паевого инвестиционного фонда, ведь пай, удостоверяющий права на имущество, находящееся в долевой собственности пайщиков и управляемое управляющей компанией

---

[169] Постановление Десятого арбитражного апелляционного суда от 27.03.2017 № 10АП-2251/2017 по делу № А41-78270/16; Постановление Арбитражного суда Московского округа от 02.12.2016 № Ф05-16718/2016 по делу № А40-89906/15; Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 19.09.2016 № 09АП-59148/2015; Постановление Одиннадцатого арбитражного апелляционного суда от 30.05.2017 № 11АП-3336/2017 по делу № А65-17432/2016.

[170] Пункт 4 статьи 17 ФЗ «Об инвестиционных фондах»

паевого инвестиционного фонда, появляется как ценная бумага только после получения денежных средств в оплату такого пая управляющей компанией паевого инвестиционного фонда.

Пайщик паевого инвестиционного фонда обладает следующими правами:

1. правом требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления паевым инвестиционным фондом[171];

2. правом на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом[172];

3. правом требовать от управляющей компании погашения инвестиционного пая открытого паевого инвестиционного фонда и выплаты, в связи с этим денежной компенсации, соразмерной приходящейся на пайщика доле в праве общей собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, в любой рабочий день[173];

4. правом требовать от управляющей компании интервального инвестиционного фонда погашения инвестиционного пая и выплаты в связи с этим денежной компенсации, соразмерной приходящейся на пайщика доле в праве общей собственности на имущество, составляющее этот фонд, не реже одного раза в год в течение срока, определенного правилами доверительного управления этим фондом[174];

5. правом требовать от управляющей компании закрытого паевого инвестиционного фонда погашения инвестиционного пая и выплаты в связи с этим денежной компенсации, соразмерной приходящейся на пайщика доле в праве общей собственности на имущество, составляющее этот фонд, в

[171] Пункт 1 статьи 14 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[172] Пункт 1 статьи 14 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[173] Пункт 1 статьи 14 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[174] Пункт 1 статьи 13 ФЗ «Об инвестиционных фондах»

случаях, предусмотренных Федеральным законом об инвестиционных фондах[175];

6. правом требовать от уполномоченного лица в любой рабочий день покупки инвестиционного пая биржевого паевого инвестиционного фонда по цене, соразмерной приходящейся на пайщика доле в праве общей собственности на имущество, составляющее этот фонд[176];

7. правом продать инвестиционный пай биржевого паевого инвестиционного фонда на бирже, указанной в правилах доверительного управления биржевым паевым инвестиционным фондом, на предусмотренных такими правилами условиях[177];

8. пайщик биржевого паевого инвестиционного фонда, являющийся уполномоченным лицом, вправе в срок, установленный правилами доверительного управления этим фондом, требовать от управляющей компании погашения принадлежащего ему инвестиционного пая и выплаты в связи с этим денежной компенсации, соразмерной приходящейся на него доле в праве общей собственности на имущество, составляющее этот фонд[178];

9. пайщик биржевого паевого инвестиционного фонда, являющийся уполномоченным лицом, вправе, если это предусмотрено правилами доверительного управления этим фондом, требовать выдела приходящейся на него доли в праве общей собственности на имущество, составляющее этот фонд[179];

10. правом участвовать в общем собрании владельцев инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда[180];

11. правом получения дохода от доверительного управления имуществом паевого инвестиционного фонда, если правилами

---

[175] Пункт 1 статьи 13 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[176] Пункт 1 статьи 13 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[177] Пункт 1 статьи 13 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[178] Пункт 1 статьи 13 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[179] Пункт 1 статья 25.1 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[180] Пункт 1 статьи 13 ФЗ «Об инвестиционных фондах»

доверительного управления такого фонда предусмотрена выплата доходов от доверительного управления таким имуществом;[181]

12. правом передать в доверительное управление открытым и/или интервальным паевым инвестиционным фондом денежные средства[182];

13. правом передать в доверительное управление закрытым паевым инвестиционным фондом и биржевым паевым фондом денежные средства и иное имущество, предусмотренное инвестиционной декларацией, если возможность передачи такого имущества предусмотрена нормативными актами Банка России и правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом[183].

Управляющая компания паевого инвестиционного фонда обладает следующими правами:

1. правом признать клиента квалифицированным инвестором при удовлетворении инвестора ряду критериев, установленных статьей 51^2 ФЗ «О рынке ценных бумаг» и Указанию Банка России от 29.04.2015 № 3629-У «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами»[184];

2. правом зарегистрировать в Центральном банке Российской Федерации правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом, соответствующие требованиям российского права[185];

3. правом выбора специализированного депозитария фонда; регистратора, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев фонда; аудитора фонда[186];

---

[181] Пункт 1 статьи 14 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[182] Пункт 1 статьи 13 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[183] Пункт 1 статьи 13 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[184] Пункт 3 статьи 51.2 ФЗ «О рынке ценных бумаг»; пункт 7 статьи 51.2 ФЗ «О рынке ценных бумаг»; пункт 1.1 Указание Банка России от 29.04.2015 № 3629-У «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами»"
[185] Пункт 2 статьи 19 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[186] Пункт 4.1 статьи 11 ФЗ «Об инвестиционных фондах»

4. правом совершать любые юридические и фактические действия в отношении имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд[187];

5. правом осуществлять все права, удостоверенные ценными бумагами, составляющими паевой инвестиционный фонд, включая право голоса по голосующим ценным бумагам (при этом каждый отдельный пайщик и пайщики в целом не вправе самостоятельно осуществлять права, удостоверенные такими ценными бумагами)[188];

6. правом изменить правила доверительного управление паевым инвестиционным фондом в рамках, установленных российским правом[189].

При этом пайщик не несет обязанностей, за исключением обязанности оплачивать услуги управляющей компании. Впрочем, часто управляющие компании самостоятельно вычитают комиссию за свои услуги из имущества паевого инвестиционного фонда, что не требует каких-либо действий от пайщика.

Управляющая компания паевого инвестиционного фонда обязана:

1. осуществлять управление имуществом паевого инвестиционного фонда в интересах учредителей доверительного управления[190];

2. устранить несоответствие состава и (или) структуры активов акционерного инвестиционного фонда, интервального и закрытого паевых инвестиционных фондов требованиям Указания Банка России от 05.09.2016 № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» или инвестиционной декларации инвестиционного фонда[191];

3. возвратить имущество, переданное в оплату инвестиционных паев, а также доходы, в том числе доходы и выплаты по ценным бумагам,

---

[187] Пункт 3 статьи 11 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[188] Пункт 3 статьи 51.2 ФЗ «О рынке ценных бумаг»; пункт 7 статьи 51.2 ФЗ «О рынке ценных бумаг»
[189] Пункт 7 статьи 17 ФЗ «О рынке ценных бумаг»
[190] Статья 1 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[191] Пункт 3.1 Указания Банка России от 05.09.2016 № 4129-У (ред. от 06.04.2017) «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов»

лицам, передавшим указанное имущество в оплату инвестиционных паев, в случае, если на дату окончания срока формирования паевого инвестиционного фонда стоимость имущества, переданного в оплату инвестиционных паев, оказалась меньше стоимости имущества, необходимой для завершения (окончания) его формирования[192];

4. погасить принадлежащие неквалифицированному инвестору, инвестиционные паи интервального паевого инвестиционного фонда, инвестиционные паи которого ограничены в обороте, в ближайший после дня обнаружения факта выдачи инвестиционных паев неквалифицированному инвестору срок, в который в соответствии с правилами доверительного управления этим фондом у владельцев инвестиционных паев возникает право требовать от управляющей компании их погашения, а инвестиционные паи закрытого паевого инвестиционного фонда, инвестиционные паи которого ограничены в обороте, не позднее шести месяцев после дня обнаружения факта выдачи инвестиционных паев неквалифицированному инвестору[193], что фактически означает обязанность управляющей компании расторгнуть договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом с таким пайщиком;

5. уплатить за свой счет сумму денежных средств, переданных неквалифицированным инвестором в оплату инвестиционных паев, ограниченных в обороте (включая величину надбавки, удержанной при их выдаче), и процентов на указанную сумму, размер и срок начисления которых определяются в соответствии с правилами статьи 395 Гражданского кодекса Российской Федерации, за вычетом суммы денежной компенсации, выплаченной при погашении инвестиционных паев, ограниченных в обороте, принадлежащих неквалифицированному инвестору[194];

---

[192] Пункт 20 статьи 13.2 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[193] Подпункт 1 пункт 4 статьи 14.1 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[194] Подпункт 2 пункт 4 статьи 14.1 ФЗ «Об инвестиционных фондах»

6. возместить ущерб пайщику, вызванный нарушением норм федерального законодательства и правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом[195].

Говоря о правовой природе правоотношений, существующих между пайщиками и управляющими компаниями паевыми инвестиционными фондами, следует отметить, что Иванова Е.В. в своей работе приходит к выводу, что паевой инвестиционный фонд может быть объектом только обязательственных прав[196]. Тем самым Иванова Е. В. фактически не соглашается с положениями пункта 1 статьи 10 ФЗ «Об инвестиционных фондах».

Действительно, можно привести ряд аргументов в пользу точки зрения, отрицающий право собственности пайщиков на имущество и обязательства, входящие в состав паевого инвестиционного фонда. Дополнительным аргументом против признания права собственности пайщиков на имущество паевого инвестиционного фонда является существование у некоторых пайщиков права требовать погашения инвестиционного пая. Использование такого права влечет за собой распоряжение имуществом фонда, например, продажу части имущества инвестиционного фонда, без согласия других пайщиков, что является нарушением пункта 1 статьи 246 Гражданского кодекса Российской Федерации.

При этом возможность паевого инвестиционного фонда быть объектом только обязательственных прав ведет к необходимости признания неверным положений ФЗ «О инвестиционных фондах», говорящих о заключении договора доверительного управления имуществом в отношении фонда, так как доверительный управляющий, по договору доверительного управления, получает вещные права на передаваемое имущество, в то время как

---

[195] Пункт 1 статьи 16 ФЗ «Об инвестиционных фондах»

[196] Иванова Е.В. Гражданско-правовое положение паевых инвестиционных фондов :вопросы теории и практики. Дис. к.ю.н, М., 2009. С. 92

обязательство не может быть предметом вещного права. В то же время необходимо заметить, что некоторые цивилисты высказывают мнение о возможности иметь вещное право на обязательственное право, например Гамбаров Ю.С.[197]

Полагаю возможным обратиться в данной ситуации к анализу правового положения имущества негосударственного пенсионного фонда, так как экономическая суть отношения между пайщиком и паевым инвестиционным фондом; между вкладчиком (физическое или юридическое лицо, являющееся стороной пенсионного договора и уплачивающее пенсионные взносы в фонд); или участником (физическое лицо, которому в соответствии с заключенным между вкладчиком и фондом пенсионным договором должны производиться или производятся выплаты негосударственной пенсии)[198] и негосударственным пенсионным фондом схожи, несмотря на ряд различий, включающих в себя и тот факт, что вкладчики часто вносят денежные средства в пользу других лиц.

Имущество негосударственного пенсионного фонда принадлежит на праве собственности самому негосударственному пенсионному фонду. Данный вывод можно сделать из следующего словосочетания, встречающегося в Федеральном законе от 07.05.1998 № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» (далее - ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах»): «имущество фонда». Данный вывод также следует из обязательственного характера правоотношений, существующих между «бенефициаром» управления денежными средствами, переданными негосударственному пенсионному фонду, и негосударственным пенсионным фондом[199], не выступления негосударственного пенсионного фонда в

---

[197] Гамбаров Ю.С. Гражданское право. Общая часть. М.: Изд-во «Зерцало» (в серии «Русское юридическое наследие»), 2003. С.589-590.
[198] Статья 3 ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах»
[199] Пункт 1 статьи 14^1 ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах»

качестве доверительного управляющего имуществом «бенефициара» управления такими денежными средствами.

Несмотря на разные правовые конструкции, регулирующие правоотношения между пайщиками и паевыми инвестиционными фондами, управляющими компаниями таких инвестиционных фондов; между «пенсионерами» и негосударственными пенсионными фондами права пайщиков и «пенсионеров» очень схожи. Так, пайщики вправе требовать погашение инвестиционного пая в соответствии с правилами доверительного управления. В то же время «пенсионеры» вправе получать негосударственную пенсию, требовать от фонда выплаты выкупных сумм, получать накопительную пенсию и (или) срочную пенсионную выплату. При этом свобода «пенсионеров» в выборе момента получения денежных средств заметно ограничена в сравнении с той свободой, которой обладают пайщики паевых инвестиционных фондом, в том числе и пайщики закрытых паевых инвестиционных фондов.

Фактически единственным существенным отличием между правами, которыми обладают пайщики в отношении паевого инвестиционного фонда и участники (застрахованные лица) в отношении негосударственного пенсионного фонда является возможность осуществления ими права на получение денежных средств от управляющей компании инвестиционного фонда или соответственно от негосударственного пенсионного фонда. При этом ни пайщики, ни участники (застрахованные лица) не вправе исполнить не одно из трех правомочий собственника в отношении имущества, составляющего имущество паевого инвестиционного или соответственно имущества негосударственного пенсионного фонда.

Я полагаю, что различие периода времени возможного осуществления права на получение выплат от управляющей компании пайщиком или от негосударственного пенсионного фонда участником (застрахованным лицом) не является достаточным основанием, чтобы обоснованно сказать, что

имущество паевого инвестиционного фонда принадлежит пайщику на праве собственности, а отношения, связанные с получением выплат участником (застрахованным лицом) от негосударственного пенсионного фонда носят обязательственно-правовой характер. Ведь фактически в данном случае все отличие в экономическом плане можно свести к отличию инвестиционного горизонта и права бенефициара изменить инвестиционных горизонт вложений.

В подтверждение моей точки зрения приведу слова Ивановой Е.В. Она пишет: «…никакого общего имущества инвесторов, паевого инвестиционного фонда нет, а следовательно, не может существовать никакого сообщества сособственников такого имущества. По своему правовому статусу они скорее напоминают вкладчиков банка, нежели сособственников общего имущества…»[200]; «Главным правом владельца инвестиционного пая является право требования от управляющей компании погашения инвестиционного пая и выплаты в связи с этим денежной компенсации, соразмерно приходящейся на него доле в праве общей собственности на имущество, составляющее этот паевой инвестиционный фонд»[201].

Ивановой Е.В также высказывается в пользу точки зрения, что имущество инвестиционного фонда не принадлежит на праве собственности пайщикам такого инвестиционного фонда. В подтверждение своей точки зрения она приводит следующие аргументы:

- у инвесторов отсутствует право преимущественной покупки доли (инвестиционного пая) в общем имуществе паевого инвестиционного фонда, что нарушает основополагающий принцип права общей собственности;

[200] Иванова Е.В. Гражданско-правовое положение паевых инвестиционных фондов :вопросы теории и практики. Дис. к.ю.н, М., 2009. С. 107
[201] Там же. С. 94

собственники паевого инвестиционного фонда не представляют собой никакой общности[202];

- сособственность – это отношения в статике, где объект присутствует в наличии, а в случае с паевыми инвестиционными фондами имущественные отношения предстают в динамике, и поэтому объект общей собственности не может присутствовать в наличии[203].
- «…право общей долевой собственности может принадлежать пайщикам только в отношении вещей, входящих в состав паевого инвестиционного фонда, другие же объекты, хотя и принадлежат пайщикам сообща, не являются их общей собственностью»[204].
- «Отношения между владельцами паев существуют исключительно на бумаге в форме договора»[205].
- «…пайщики открытых и интервальных паевых инвестиционных фондов не вправе определять пределы полномочий управляющего в отношении их собственности»[206].

Фактически единственной правовой возможностью пайщиков таких паевых инвестиционных фондов повлиять на управляющего фондом является продажа или погашение паев.

Таким образом, объем прав пайщиков в отношении паевых инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов свидетельствует об отсутствии у пайщиков права собственности на имущество паевого инвестиционного фонда. В то же время отмечу, что в судебной практике устоялось мнение о наличии у пайщиков паевого

---

[202] Там же. С. 96; Макарчук З.В. Инвестиционные фонды России и США: анализ законодательства и практики правового регулирования: Монография. – М., 2001. С. 129.
[203] Иванова Е.В. Гражданско-правовое положение паевых инвестиционных фондов :вопросы теории и практики. Дис. к.ю.н, М., 2009. С. 98; Степанов Д.И. «Пост-эмиссионные» ценные бумаги // Хозяйство и право. - 2004. - № 11. - С. 60-61.
[204] Иванова Е.В. Гражданско-правовое положение паевых инвестиционных фондов :вопросы теории и практики. Дис. к.ю.н, М., 2009. С. 99.
[205] Там же. С. 100.
[206] Там же. С. 101.

инвестиционного фонда права собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд.[207]

Необходимо сказать, что права инвесторов паевых инвестиционных фондов защищаются не только гражданско-правовыми нормами, но и путем административного регулирования деятельности управляющих компаний паевых инвестиционных фондов. Более того, можно утверждать, что защита прав инвесторов паевых инвестиционных фондов строится в большей мере на нормах административного характера, чем на нормах гражданского права.

На защиту интересов инвесторов направлены в том числе лицензирование деятельности по управлению паевыми инвестиционными фондами; институты контроля над деятельностью управляющих компаний паевых инвестиционных фондов со стороны Центрального банка Российской Федерации, саморегулируемых организаций, специализированного депозитария; оценка имущества, входящего в состав паевого инвестиционного фонда, независимым оценщиком; обязательный аудит деятельности управляющих компаний; обязательства управляющей компании по раскрытию информации о своей деятельности; система внутреннего контроля над соблюдением норм законодательства и подзаконных нормативных актов управляющей компанией паевого инвестиционного фонда; ограничения на осуществление ряда сделок управляющей компанией; требования к составу инвестиционного портфеля паевого инвестиционного фонда.

Л.П. Харченко выделяет три «механизма» регулирования и надзора в сфере инвестиционных фондов:

- лицензирования;
- раскрытия информации;

---

[207] Постановление Десятого арбитражного апелляционного суда от 27.03.2017 № 10АП-2251/2017; Постановление Десятого арбитражного апелляционного суда от 23.05.2017 N 10АП-4460/2017 по делу № А41-80764/16;

- институциональных ограничений.

Л. П. Харченко также выделяет «механизм» контроля за деятельностью управляющей компании со стороны специализированного депозитария. Я полагаю правильным отнесение данного «механизма» к группе «механизмов» регулирования и надзора в сфере инвестиционного фондов.[208]

Л. П. Харченко в своей работе пишет следующее:

«Механизмы институциональных ограничений, под которыми обычно понимают формальные и неформальные правила, регламентирующие поведение экономических агентов при проведении рыночных трансакций, жестко регламентируют деятельность всех участников рынка инвестиционных фондов, что делает процесс инвестирования в инвестиционные фонды понятным и предсказуемым.

Наличие жестких институционнальных ограничений по составе и структуре портфелей российских паевых инвестиционных фондов необходимо для защиты интересов инвесторов в условиях недостаточного развитых неформальных институтов в сфере финансовых рынков…

Механизм контроля за деятельностью управляющей компании со стороны специализированного депозитария резко сужает границы постконтрактного оппортунизма управляющих компаний (поведения, связанного с нарушением условий контракта). Специализированный депозитарий может заблокировать любую сделку управляющей компании с активами паевого фонда, если появится сомнение в том, что сделка осуществляется в интересах пайщиков.»[209]

Деятельность специализированных депозитариев регулируется в том числе Главой IX ФЗ «Об инвестиционных фондах», Положением Банка

[208]Л.П. Харченко Классификация механизмов, обеспечивающих функционирование и развитие инвестиционных фондов в России // Проблемы современной экономики. – 2011. - № 3. – С. 353
[209]Там же. С. 354

России
№ 474-П от 10.06.2015 «О деятельности специализированных депозитариев» (далее – Положение № 474-П).

Целью деятельности специализированного депозитария является контроль над соответствием сделок управляющей компании с имуществом, составляющей паевой инвестиционный фонд, законодательству и подзаконным нормативно-правовым актам; хранение и учет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд.

Так, ФЗ «Об инвестиционных фондах» устанавливает следующее:

«1. Имущество, принадлежащее акционерному инвестиционному фонду, и имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, должны учитываться в специализированном депозитарии.

Имущество, принадлежащее акционерному инвестиционному фонду, и имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, должны храниться в специализированном депозитарии, если для отдельных видов имущества нормативными правовыми актами Российской Федерации, в том числе нормативными актами Банка России, не предусмотрено иное.

2. Учет и хранение имущества, принадлежащего акционерному инвестиционному фонду, и имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, могут осуществляться соответственно только одним специализированным депозитарием.

Специализированный депозитарий не вправе пользоваться и распоряжаться имуществом, принадлежащим акционерному инвестиционному фонду, и имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд.

3. Права на ценные бумаги, принадлежащие акционерному инвестиционному фонду, либо права на ценные бумаги, составляющие

имущество паевого инвестиционного фонда, должны учитываться на счете депо в специализированном депозитарии, за исключением прав на государственные ценные бумаги» [210].

Специализированный депозитарий осуществляет контроль за соблюдением управляющей компанией паевого инвестиционного фонда ФЗ «Об инвестиционных фондах», принятых в соответствии с ним нормативных актов Банка России и правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом[211].

Гарантией исполнения специализированным депозитарием своих требований является солидарная ответственность специализированного депозитария перед пайщиками паевого инвестиционного фонда, в случае ненадлежащего исполнения или неисполнения им обязанностей по учету и хранению имущества, а также по осуществлению контроля, предусмотренного статьей 43 ФЗ «Об инвестиционных фондах».[212] Другой гарантией исполнения специализированным депозитарием выше обозначенных функций является запрет на заключение депозитарного договора между управляющей компанией и специализированным депозитарием, являющихся основными и дочерними либо преобладающими и зависимыми по отношению друг к другу обществами, между управляющей компанией и специализированным депозитарием, являющимся владельцем паев паевого инвестиционного фонда, в отношении которого с управляющей компанией заключается договор.[213] ФЗ «Об инвестиционных фондах» также устанавливает обязанность специализированного депозитария действовать исключительно в интересах акционеров акционерного инвестиционного фонда и владельцев паев паевого инвестиционного фонда[214]. При этом

[210] Статья 42 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[211] Подпункт 3 пункта 1 статьи 43 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[212] Пункт 5 статьи 43 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[213] Пункт 6 статьи 44 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[214] Пункт 1 статьи 45 ФЗ «Об инвестиционных фондах»

Специализированный депозитарий обязан направлять в Центральный банк Российской Федерации уведомления о выявленных им в ходе осуществления контроля нарушениях не позднее трех рабочих дней со дня выявления указанных нарушений[215].

Нарушение же требований законодательства и подзаконных нормативных актов специализированным депозитарием является основанием для аннулирования лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности специализированного депозитария[216], что в свою очередь является основанием для аннулирования квалификационных аттестатов работников специализированного депозитария[217], и может повлечь гражданско-правовую ответственность специализированного депозитария перед пайщиками[218]. Вышесказанное мотивирует как бенефициаров деятельности специализированного депозитария, так и работников специализированного депозитария выполнять функции добросовестно исполнять обязанности, возложенные на специализированного депозитария российским правом и не допускать нарушения законодательства управляющей компанией паевого инвестиционного фонда.

Специализированный депозитарий, осуществляющий постоянный контроль над деятельностью управляющей компании, является лишь одним из «механизмов» обеспечения защиты прав и интересов пайщиков. Так, последующий контроль над деятельностью управляющей компании осуществляется посредством аудита. Ежегодному аудиту подлежат:

1) бухгалтерская (финансовая) отчетность акционерного инвестиционного фонда, бухгалтерская (финансовая) отчетность

---

[215] Подпункт 6 пункта 2 статьи 45 ФЗ «Об инвестиционных фондах»
[216] Подпункт 7 пункта 1 статьи 39^1 ФЗ «О рынке ценных бумаг»
[217] Пункты 6 и 7 Положения о специалистах финансового рынка, утвержденного Приказом ФСФР России от 28.01.2010 № 10-4/пз-н
[218] Пункт 5 статьи 43 ФЗ «Об инвестиционных фондах»

управляющей компании паевого инвестиционного фонда, ведение учета и составление отчетности в отношении имущества, принадлежащего акционерному инвестиционному фонду, имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и операций с этим имуществом;

2) состав и структура активов акционерного инвестиционного фонда и имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд;

3) расчет стоимости чистых активов акционерного инвестиционного фонда, оценка расчетной стоимости одного инвестиционного пая, цены размещения и цены выкупа акции или суммы, на которую выдается один инвестиционный пай, и суммы денежной компенсации, подлежащей выплате в связи с погашением инвестиционного пая;

4) соблюдение требований, предъявляемых к порядку хранения имущества, принадлежащего акционерному инвестиционному фонду, имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и документов, удостоверяющих права на имущество, принадлежащее акционерному инвестиционному фонду, и имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд;

5) сделки, совершенные с активами акционерного инвестиционного фонда и активами паевого инвестиционного фонда.[219]

Контроль над деятельностью управляющих компаний также осуществляют саморегулируемые организации управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов. Саморегулируемая организация осуществляет контроль за соблюдением членами саморегулируемой организации требований федеральных законов, регулирующих деятельность в сфере финансового рынка, нормативных правовых актов Российской

[219] Пункт 2 статьи 50 ФЗ «Об инвестиционных фондах»

Федерации, нормативных актов Банка России, базовых стандартов, внутренних стандартов и иных внутренних документов саморегулируемой организации, в том числе путем проведения плановых и внеплановых проверок; плановая проверка проводится не реже одного раза в пять лет и не чаще одного раза в год.[220]

Контроль над деятельностью управляющих компаний также осуществляется со стороны Центрального банка Российской Федерации.[221]

Суммируя вышесказанное можно говорить о существовании системы контроля, осуществляемого независимыми лицами, над деятельностью управляющих компаний. В том числе такой контроль осуществляется лицами, экономически заинтересованными в качественном осуществлении такого контроля.

Я также рассмотрю содержание правоотношений, существующих между инвесторами инвестиционного товарищества (товарищами) и управляющим товарищем, так как инвестирование имущества посредством инвестиционного товарищества является альтернативой инвестированию имущества посредством паевых инвестиционных фондов.

Передавая имущество на основании договора инвестиционного товарищества, инвестор приобретает обязательственные права в отношении товарищей и право общей долевой собственности на имущество, находящиеся в общей долевой собственности, в том числе имущество, приобретенное управляющим товарищем в соответствии с договором инвестиционного товарищества. В то же время инвестор теряет право «единоличной» собственности на имущество, переданное им управляющему товарищу на основании договора инвестиционного товарищества.

---

[220] Пункты 1 и 2 статьи 14 Федерального закона от 13.07.2015 № 223-ФЗ «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка»

[221] Подпункт 10 пункта 2 статьи 55 ФЗ «Об инвестиционных фондах»

Одновременно управляющий товарищ приобретает право общей долевой собственности на имущество, полученное им в управление, получает обязательственные права в отношении инвесторов, выступающих товарищами по договору инвестиционного товарищества, однако управляющий товарищ теряет право «единоличной» собственности на имущество, принадлежавшее ему до заключения договора инвестиционного товарищества и переданное им в управлении на основании такого договора.

Договор инвестиционного товарищества является разновидностью. договора простого товарищества, что следует из его названия и, например, положений пункта 3 статьи 1 Федерального закона от 28.11.2011 № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе»[222] (далее – ФЗ «Об инвестиционном товариществе»): «К отношениям, возникающим в связи с осуществлением совместной инвестиционной деятельности на основании договора инвестиционного товарищества, положения Гражданского кодекса Российской Федерации, других федеральных законов и принимаемых в соответствии с ними иных нормативных правовых актов Российской Федерации применяются с учетом особенностей, установленных настоящим Федеральным законом». Из этого следует, что большая часть признаков, характерных для договора простого товарищества, также характерна и для договора инвестиционного товарищества.

При этом, несмотря на существование норм в Гражданском кодексе Российской Федерации, регулирующих инвестиционное товарищество, на существование специального ФЗ «Об инвестиционном товариществе», вряд ли можно говорить о чрезмерной «зарегулированности» правоотношений, возникающих между товарищами, так как большое количество норм, регулирующих отношения между товарищами, носят диспозитивный характер.

---

[222] Пункт 3 статьи 1 Федерального закона от 28.11.2011 № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе» (ред. от 28.12.2017) // Собрание законодательства РФ. 2011. № 49 (ч. 1). Ст. 7013.

Содержание договора инвестиционного товарищества заключается в следующих правах и обязанностях.

Товарищи обладают следующими правами:

1. правом получать часть прибыли от участия в договоре инвестиционного товарищества;

2. правом знакомиться с документацией по ведению общих дел товарищей в установленных договором инвестиционного товарищества порядке и объеме, в том числе получать копии нотариально удостоверенных договора инвестиционного товарищества и соглашений (договоров), в соответствии с которыми в договор инвестиционного товарищества были внесены изменения;

3. правом получить свою долю в общем имуществе товарищей в порядке, установленном договором инвестиционного товарищества, по истечении срока действия договора инвестиционного товарищества или по достижении установленной им цели;

4. правом участвовать в принятии решений, определенных настоящим ФЗ «Об инвестиционном товариществе» и договором инвестиционного товарищества и касающихся общих дел товарищей, в порядке, установленном данным договором;[223]

5. другими правами, предусмотренными договором инвестиционного товарищества.

Товарищи обязаны внести вклады в общее дело.[224] При этом договором могут быть предусмотрены иные обязанности товарищей.

На управляющего товарища также возлагаются следующие обязанности:

[223] Пункт 2 статьи 4 ФЗ «Об инвестиционном товариществе»
[224] Пункт 1 статьи 4 ФЗ «Об инвестиционном товариществе»

1. осуществлять самостоятельно либо совместно с другим управляющим товарищем или несколькими другими управляющими товарищами ведение общих дел товарищей (при этом запрета на привлечение консультантов действующее законодательство не предусматривает);

2. осуществлять обособленный учет доходов и расходов в порядке, установленном уполномоченным Правительством Российской Федерации федеральным органом исполнительной власти;

3. открыть банковский счет или счета для совершения операций с денежными средствами по договору инвестиционного товарищества;

4. вести налоговый учет в связи с участием в договоре инвестиционного товарищества;

5. вести реестр участников договора инвестиционного товарищества;[225]

6. исполнять требование органа или лица, имеющих право на получение сведений об участниках договора инвестиционного товарищества, о предоставлении таких сведений;[226]

7. предоставлять участникам договора инвестиционного товарищества сведения о:

7.1. суммах расходов, произведенных управляющими товарищами в интересах всех товарищей для ведения общих дел товарищей, в том числе, приходящихся на каждого участника договора инвестиционного товарищества;

7.2. суммах вознаграждения управляющих товарищей за ведение общих дел товарищей, в том числе, приходящихся на каждого товарища;

7.3. текущем размере доли каждого участника договора инвестиционного товарищества в общем имуществе;[227]

---

[225] Пункт 3 статьи 4 ФЗ «Об инвестиционном товариществе»
[226] Пункт 3.2 статьи 4 ФЗ «Об инвестиционном товариществе»

8. исполнять иные обязанности, предусмотренные договором инвестиционного товарищества.

Договор инвестиционного товарищества может предусматривать ряд прав и обязанностей товарищей, которые не предусмотрены российским законодательством[228]. Доскональное исследование содержания заключенных договоров инвестиционного товарищества осложнено практикой включения в договоры инвестиционного товарищества положений, распространяющих режим коммерческой тайны на такие договоры.

В то же время в 2011 году Адвокатское бюро «Линия Права» разработало и опубликовало типовой договор инвестиционного товарищества (далее –Типовой договор инвестиционного товарищества», с текстом которого возможно сети Интернет.[229] Я проанализирую права и обязанности, вытекающие из данного договора, так как договор вводит много прав и обязанностей товарищей по отношению друг к другу, которые не предусмотрены российским законодательством в целом и в части ФЗ «Об инвестиционных товариществах».

Необходимо заметить, что данный договор несколько устарел, что ярко проявляется в комментарии к пункту 1.1 договора: «Закон при определении совместной инвестиционной деятельности определяет закрытый перечень возможных направлений, по которым такая деятельность может осуществляться. Поэтому в соответствии с консервативным толкованием никакие варианты, кроме перечисленных, не могут использоваться в рамках ДИТ (договор инвестиционного товарищества - прим. авт.), а значит, нельзя осуществлять инвестиции в ценные бумаги иностранных эмитентов или ценные бумаги, обращающиеся на организованном рынке ценных бумаг». Данный комментарий не соответствует статье 2 ФЗ «Об инвестиционном

---

[227] Пункт 4 статьи 4 ФЗ «Об инвестиционном товариществе»
[228] Пункт 6 статьи 4 ФЗ «Об инвестиционном товариществе»
[229]Типовой договор инвестиционного товарищества URL: http://www.docme.ru/doc/625862/dogovor-investicionnogo-tovarishhestva (03.04.2018)

товариществе», которая в редакции от 21.07.2014 не содержит закрытого перечня объектов, в которые может быть инвестировано имущество инвестиционного товарищества.

Типовой договор инвестиционного товарищества представляет собой достаточно объемный документ, подробно расписывающий права и обязанности товарищей.

Основными правами товарищей, установленными типовым договором инвестиционного товарищества, являются следующие права:

1. право подать заявление об увеличении размера своего вклада;[230]
2. право принимать участие в управление товариществом посредством общего собрания товарищей, совета товарищей и инвестиционного кабинета (комитета);[231]
3. право получать часть доходов от деятельности товарищества;[232]
4. право знакомиться со всей документацией, касающейся ведения дел товарищества;[233]
5. право передать свои права и обязанности, вытекающие из договора инвестиционного товарищества, другому лицу в порядке, предусмотренном договором инвестиционного товарищества (управляющий товарищ не обладает данным правом);[234]
6. преимущественное право на совершение сделки по полному или частичному приобретению прав и обязанностей другого товарища, в случае желания такого товарища передать свои права и обязанности, вытекающие из договора инвестиционного товарищества, другому лицу, не являющемуся товарищем в соответствии с договором инвестиционного товарищества[235].

---

[230]Пункт 2.3 Там же.
[231]Пункт 3.2 Там же.
[232]Пункт 3.2 Там же
[233] [233]Пункт 3.2 Там же

[234]Пункт 3.2 Там же.
[235]Пункт 11.4 Там же.

Основными правами управляющего товарища, установленными типовым договором инвестиционного товарищества, являются следующие права:

1. право принять решение об увеличении размера вклада товарища на основании его соответствующего заявления;[236]

2. право получать вознаграждение за осуществление деятельности управляющего товарища;[237]

3. право получать денежные средства для осуществления общих расходов товарищей, связанных с осуществлением совместной инвестиционной деятельности товарищей;[238]

4. право обращаться в суд по вопросам, связанным с ведением общих дел товарищей[239].

Основными обязанностями товарищей, установленными типовым договором инвестиционного товарищества, являются следующие обязанности:

1. внести вклад в порядке, предусмотренном договором инвестиционного товарищества;[240]

2. выдать доверенность и (или) продлить действие доверенности на ведение общих дел, выдаваемой управляющему товарищу, в сроки, позволяющие управляющему товарищу непрерывно осуществлять ведение дел товарищества;[241]

3. заключить дополнительное соглашение к договору инвестиционного товарищества, в случае принятия решения общим

[236]Пункт 11.4 Там же.
[237]Пункт 4.4 Там же.
[238]Пункт 4.4 Там же.
[239]Пункт 4.4 Там же.
[240]Пункт 3.3 Там же.
[241]Пункт 3.3 Там же.

собранием товарищей решения об изменении условий договора инвестиционного товарищества;[242]

4. уведомить управляющего товарища об утрате возможности на законных основаниях оставаться товарищем по договору инвестиционного товарищества;[243]

5. соблюдать условия конфиденциальности договора инвестиционного товарищества[244].

Основными обязанностями управляющего товарища, установленными типовым договором инвестиционного товарищества, являются следующие обязанности:

1. осуществлять ведение общих дел товарищей[245];

2. осуществлять обособленный учет доходов и расходов от совместной деятельности товарищей[246];

3. действовать от имени всех товарищей при ведении общих дел товарищей, в том числе совершать действия, направленные на достижение максимальной доходности активов, составляющих общее имущество товарищей (считаю плохой идеей указание в договоре инвестиционного товарищества обязанности управляющего товарища совершать действия, направленные на достижение максимальной доходности активов, так как более высокая доходность активов обычно сопряжена с более высоким уровнем риска)[247];

4. вести налоговый учет в связи с участием в договоре инвестиционного товарищества и выполнять функции налогового агента по доходам от участия в договоре инвестиционного товарищества;[248]

---

[242]Пункт 3.3 Там же.
[243]Пункт 3.3 Там же.
[244]Пункт 3.3 Там же.
[245]Пункт 4.1 Там же.
[246]Пункт 4.5 Там же.
[247]Пункт 4.5 Там же.
[248]Пункт 4.5 Там же.

5. предоставлять товарищам информацию об общих делах товарищей[249].

Достаточно интересным вопросом является соотношение договора инвестиционного товарищества с договором доверительного управления имуществом. Оба договора опосредуют передачу имущества в управление третьему лицу. Существенным отличием является обычное внесение управляющим товарищем имущественного вклада в общее имущество товарищей, при этом общее имущество товарищей управляется совместно с имуществом управляющего товарища, переданным в общую собственность. В то время как доверительный управляющий по общему правилу не инвестирует собственные средства совместно с имуществом инвесторов.

Инвестор, инвестируя имущество посредством вхождения в уставный капитал юридического лица, осуществляющего инвестиционную деятельность, приобретает корпоративные права в отношении юридического лица и теряет вещные права на инвестированное в уставный капитал имущество. В то же время такое юридическое лицо приобретает право собственности на инвестированное инвестором имущество, например, в случае покупки инвестором дополнительного выпуска акций при его размещении.

При осуществлении инвестиций в уставный капитал юридического лица права и обязанности инвестора в отношении такого юридического лица и права и обязанности такого юридического лица в отношении инвестора регулируются корпоративным законодательством. При этом в данном случае не возникает отношений, входящих в понятие доверительного управления имуществом, а инвестор фактически является обычным акционером или участником юридического лица. В связи с чем объем его прав в отношении

[249]Пункт 4.5 Там же.

инвестиционного юридического лица различается в зависимости от доли такого инвестора в уставном капитале такого общества.

Принимая во внимание вышесказанное, я прихожу к следующим выводам.

Права инвесторов, которые могут выступать в качестве пайщиков инвестиционных фондов, учредителей доверительного управления, товарищей по договору инвестиционного товарищества или акционеров/участников юридических лиц, осуществляющих инвестиционную деятельность, обычно достаточно узки. Среди указанных лиц самым малым объемом прав обладают пайщики открытых паевых инвестиционных фондов, в то время как учредители управления, товарищи и акционеры/участники юридических лиц в ряде случаев могут оказывать существенное влияние на принимаемые управляющими инвестиционные решения. В то же время у инвесторов также мало и юридических обязанностей перед управляющим. В том числе они могут полностью отсутствовать (например, при инвестировании в уставный капитал юридического лица, осуществляющего инвестиционную деятельность).

Обязанности управляющих в отношении инвесторов также обычно достаточно узки, в том числе могут и полностью отсутствовать (например, при инвестировании в уставный капитал юридического лица, осуществляющего инвестиционную деятельность).

В то же время малый объем обязательственных прав пайщиков в отношении управляющих компаний компенсируется административными механизмами надзора над деятельностью управляющих компаний со стороны Центрального банка Российской Федерации, саморегулируемых организаций, специализированных депозитариев, аудиторов.

Рассматривая содержание правоотношений между инвесторами и управляющими в соответствии с правом США, необходимо отметить, что в

большинстве случаев инвесторы инвестиционной компании обладают корпоративными правами в отношении инвестиционной компании. Инвесторы обладают корпоративными правами так как, приобретая ценные бумаги, эмитированные инвестиционной компанией, лицо становится участником/акционером инвестиционной компании, обладающим корпоративными правами.

Инвесторы управляющей инвестиционной компании имеют «право выхода из инвестиционной компании» посредством погашения и продажи ценных бумаг, эмитированных управляющей инвестиционной компанией. Право погашения ценных бумаг различается у инвесторов различных управляющих инвестиционных компаний. Так, инвесторы инвестиционных компаний открытого типа вправе требовать погашения ценных бумаг каждый рабочий день с выплатой, приходящейся на их долю чистых активов, в то время как инвесторы инвестиционных компаний закрытого типа могут иметь право требовать погашения ценных бумаг, например, ежемесячно, или ежеквартально, или ежегодно, в зависимости от условий проспекта эмиссии ценных бумаг.

Корпоративные права инвесторов по отношению к инвестиционной компании могут различаться в зависимости от штата регистрации инвестиционной компании, от организационно-правовой формы инвестиционной компании. При этом Закон об инвестиционных компаниях требует от инвестиционных компаний закрытого типа наличие совета директоров и наличие права у совета директоров на замену инвестиционного советника. На практике советы директоров не пользуется этим правом.[250]

Важно отметить, что несмотря на то, что фактически управление инвестициями инвестиционной компании осуществляется инвестиционным

[250] Morley, John D., “The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation” (2014)/ Faculty Scholarship Series/ Paper 4918. P. 1252. URL: http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/4918

советником, инвесторы инвестиционных компаний не имеют прав непосредственно в отношении инвестиционных советников, в том числе не могут расторгнуть договор, действующий между инвестиционной компанией и инвестиционным советником.

В большинстве случаев инвесторы не пользуются своими корпоративными правами. Особенно редко корпоративными правами в отношении инвестиционной компании пользуются инвесторы инвестиционных компаний открытого типа. Morley J.D. связывает это с высокими транзакционными издержками осуществления таких прав в сравнении с реализацией права погашения ценных бумаг, эмитированных инвестиционной компанией, или их продажи на рынке ценных бумаг, и в ряде случаев с отсутствуем у инвесторов необходимых знаний для реализации своих корпоративных прав.[251]

Morley J.D. В своей работе указывает на обратную зависимость между правами инвесторов на погашение ценных бумаг и правами инвесторов принимать участие в управлении инвестиционной компании: чем легче реализовать инвестору право на погашение ценной бумаги, тем меньше управленческих прав имеет такой инвестор.[252]

Полагаю, интересным рассмотреть права и обязанности, которыми обычно обладают инвестиционные компании и инвестиционные советники по заключаемым между ними договорам на примере договора инвестиционного управления от 2014 года, размещенного на сайте SEC, сторонами которого являются Pantheon Ventures (US) LP и AMG Pantheon Private Equity Fund LLC, зарегистрированные в США в штате Делавэр (далее – Договор инвестиционного управления).[253]

---

[251] Там же. С. 1249.
[252] Там же. С.. 1246
[253] US Securities and exchange commission Form Of Investment Advisory Agreement URL: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1609211/000119312514215186/d733143dex99g1.htm (14.11.16)

Договор инвестиционного управления является не очень объемным и состоит из преамбулы и 14 пунктов.

Сторонами Договора инвестиционного управления являются AMG Pantheon Private Equity Fund, LLC, являющийся управляющей компанией закрытого типа, и Pantheon Ventures (US) LP, являющийся инвестиционным советником. При этом в рамках договора AMG Pantheon Private Equity Fund, именуется фондом, а Pantheon Ventures (US) LP именуется инвестиционным управляющим.

Пункт 2 Договора инвестиционного управления определяет права и обязанности инвестиционного советника. Инвестиционный советник разрабатывает инвестиционную программу для инвестиционной компании; управляет инвестициями инвестиционной компании в соответствии с инвестиционной программой и политикой инвестиционной компании; исследует и анализирует инвестиционную программу и инвестиционные цели инвестиционной компании; определяет, какие активы купить, какие активы «держать» и какие активы продать; пересматривает и исполняет инвестиционную программу инвестиционной компании[254]. При этом инвестиционный советник является представителем инвестиционной компании и может передоверить представление интересов инвестиционной компании третьему лицу и/или третьим лицам. Инвестиционный советник вправе заключать, исполнять договоры, которые, по мнению инвестиционного советника, необходимо или следует заключить и исполнить для осуществления инвестиционной программы инвестиционной компании. При этом инвестиционная компания вправе наделить инвестиционного советника правом осуществлять голосующие права инвестиционной компании в отношении компаний, входящих в инвестиционный портфель инвестиционной компании.

[254] Подпункт а пункта 2 Договора инвестиционного управления

В соответствии с Договором инвестиционного управления инвестиционный советник при исполнении своих обязательств должен соблюдать условия, установленные учредительными документами инвестиционной компании, соблюдать инвестиционную политику инвестиционной компании и ограничения, установленные для нее[255].

Издержки по управлению инвестиционной компанией и инвестициями разделяются между инвестиционным советником и инвестиционной компанией; инвестиционная компания обязана ежемесячно уплачивать инвестиционному советнику денежные средства, рассчитываемые от стоимости активов инвестиционной компании, в качестве оплаты услуг по инвестиционному управлению[256].

При этом инвестиционный советник вправе заключать договоры инвестиционного управления с другими лицами, если заключение таких договоров не влияет на услуги, оказываемые инвестиционным советником инвестиционной компании[257].

В то же время инвестиционный управляющий обязан отчитываться перед инвестиционной компанией об исполнении своих обязательств[258]. При этом ответственность инвестиционного советника перед инвестиционной компанией и инвесторами инвестиционной компании за исполнение и неисполнение инвестиционным советником обязанностей, установленных Договором инвестиционного управления, ограничена.[259]

Обе стороны вправе расторгнуть Договор инвестиционного управления[260]. Однако расторжение данного договора инвестиционной компанией может быть осуществлено только посредством голосования

---

[255] Подпункт b пункта 2 Договора инвестиционного управления
[256] Пункт 4 Договора инвестиционного управления
[257] Подпункт b пункта 5 Договора инвестиционного управления
[258] Пункт 6 Договора инвестиционного управления
[259] Пункт 7 Договора инвестиционного управления
[260] Пункт 9 Договора инвестиционного управления

совета директоров или голосования большинства владельцев голосующих ценных бумаг инвестиционной компании. Последнее условие делает практически невозможным расторжение Договора инвестиционного управления по инициативе инвестиционной компании, так как совет директоров инвестиционной компании обычно в этом не заинтересован и так как владельцам голосующих ценных бумаг инвестиционной компании выгодней продать такие ценные бумаги, чем собрать необходимое число голосов для расторжения договора и впоследствии заключить аналогичный договор с другим лицом.

Важно отметить ограниченный характер прав инвесторов инвестиционных компаний на судебное преследование инвестиционных компаний. Существует широкая судебная практика отказа в исках инвесторов инвестиционных компаний, основанных на нарушениях инвестиционной компанией положений Акта об инвестиционных компаний, так как ряд статьей Акта об инвестиционных компаний указывают на наличие права Комиссии ценных бумаг на преследование инвестиционной компании в судебном порядке и не указываю на наличие такого права у инвесторов инвестиционной компании. Примером такой судебной практики является дело Olmsted против Pruco Life Ins.Co[261]; Exxon Mobil против Allapattah[262]. В то же время, существует судебная практика, в рамках которой инвесторы осуществляют судебное преследование инвестиционных компаний на основе общего права. Примерами последней являются: дела Northstar Financial Advisors, Inc. против Schwab Investments[263]; Kamen против Kemper Financial Services[264], Inc; Burks против Lasker[265].[266] При этом следует отметить, что

[261]Olmsted v. Pruco Life Ins.Co. of New Jersey, 283 F. 3d 429 (2d Cir. 2002); URL: https://caselaw.findlaw.com/us-2nd-circuit/1442575.html (03.08.2017)

[262] Exxon Mobil Corp. v. Allapattah Services, Inc., 545 U.S. 546 URL: https://supreme.justia.com/cases/federal/us/545/546/ (03.08.2017)

[263] Northstar Financial Advisors, Inc. v. Schwab Investments Case No. 08-CV-04119-LHK URL: https://caselaw.findlaw.com/us-9th-circuit/1693932.html

[264] Kamen v. Kemper Financial Services, Inc URL: https://www.law.cornell.edu/supct/html/90-516.ZS.html (03.08.2017)

инвесторы инвестиционных компаний могут косвенно преследовать инвестиционную компанию в судебном порядке через подачи жалобы в Комиссию по ценным бумагам, которая на основе Sec. 36 Акта об инвестиционных компаниях может подать судебный иск против инвестиционной компании за нарушение инвестиционной компании своих фидуциарных обязанностей в отношении инвесторов.

Суммируя вышесказанное, отмечу что, права инвесторов в отношении инвестиционной компании и особенно лица, управляющего инвестициями, как и права инвесторов в отношении управляющих в соответствии с российским законодательством, обычно весьма невелики и в большинстве случаев сводятся лишь к погашению и продаже ценных бумаг, принадлежащих инвестору и эмитированных инвестиционной компанией. При этом у инвестиционной компании и у управляющего инвестиционной компанией могут отсутствовать какие-либо обязательства перед инвестором, однако в большинстве случае инвестиционные компании обязаны выкупить ценные бумаги, эмитированные ими и принадлежащие инвесторам, по требованию инвесторов.

Рассматривая содержание правоотношений между инвестором и управляющим, регулируемых правом Люксембурга, необходимо отметить, что права инвесторов организаций коллективных инвестиций различаются в зависимости от того инвестируют ли они в общий фонд или в инвестиционную компанию, в организацию коллективных инвестиций, инвестирующую в обращающиеся ценные бумаги или в фонд альтернативных инвестиций.

---

[265] Burks v. Lasker 441 U.S. 471 URL: https://supreme.justia.com/cases/federal/us/441/471/ (03.08.2017)

[266] Grace Carter & Lee Kissman More Subprime Fallout: Court Finds Private Right of Action Under Investment Company Act of 1940 for Violation of Investment Objectives P. 1-5. URL: https://www.paulhastings.com/docs/default-source/PDFs/1278.pdf (03.08.2017); Renee Labuz Shareholders'Rights to a Cause of Action Under the Investment Company Act of 1940 Following Exxon Mobil v Allapattah The John Marshall Law Review № 39 P. 1521-1542. URL: http://repository.jmls.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1293&context=lawreview (03.08.2017)

Инвесторы организации коллективных инвестиций, инвестирующей в обращающиеся ценные бумаги, вправе требовать погашения или покупки ценных бумаг, эмитированных организацией коллективных инвестиций, инвестирующей в обращающиеся ценные бумаги, в любой рабочий день, организациями коллективных инвестиций открытого типа. Так, Проспект ценных бумаг фондов SICAV UCITS J.P. Morgan в пункте 1 b устанавливает право инвесторов фондов требовать погашения их акций в любой день, в который проводятся торги на фондовых биржах[267].

Права инвесторов фондов альтернативных инвестиций на погашение или покупку их ценных бумаг могут различаться, ведь фонды альтернативных инвестиций могут быть открытого и закрытого типов.

Инвесторы инвестиционной компании имеют корпоративные права к инвестиционной компании, чьими инвесторами они являются. Их права устанавливаются уставными документами компании, проспектом эмиссии ценных бумаг. При этом важно упоминать, что инвестиционные компании вправе одновременно выпускать несколько разных видов ценных бумаг, предоставляющих различные права инвесторам.

Корпоративные права инвесторов по отношению к инвестиционной компании также будут различаться в зависимости от организационно-правовой формы инвестиционной компании, ведь инвестиционные компании в Люксембурге могут регистрироваться в различных организационно-правовых формах, в том числе публичной компании с ограниченной ответственностью, европейской компании, частной компании с ограниченной ответственностью, различных формах товарищества. Наиболее часто инвестиционные компании регистрируются в формах публичной и частной

[267]Пункт 1 b Проспект ценных бумаг фондов SICAV UCITS J.P. Morgan URL: http://www.jpmorganassetmanagement.lu/EN/dms/JPMorgan_Investment_Funds_[PRO]_[GB_EN].pdf

компании с ограниченной ответственностью, товарищества ограниченного акциями и товарищества с ограниченной ответственностью.[268]

Инвесторы общего фонда же не обладают корпоративными правами в отношении общего фонда, так как общий фонд не является юридическим лицом. В то же время, так как общий фонд, управляется управляющей компанией на основе договора, то инвесторы общего фонда обладают рядом прав по отношению к управляющей компании. Управление общим фондом же осуществляется в соответствии с управленческими регуляциями, которые разрабатываются управляющей компанией и регистрируются контролирующим органом. При этом закон не описывает договор в соответствии, с которым управляющая компания управляет общим фондом. Управляющая компания должна управлять общим фондом исключительно в интересах инвесторов. При этом при заключении сделок с имуществом фонда управляющая компания действует от своего имени, но указывает на действие в интересах общего фонда.

Таким образом, права инвесторов общего фонда похожи на права инвесторов российского паевого инвестиционного фонда и в целом общий фонд похож на российский паевой инвестиционный фонд. В то же время Закон UCITS не говорит о заключении договора доверительного управления имуществом между инвесторами общего фонда и управляющим и не отвечает прямо на вопрос о наличии у инвесторов общего фонда права собственности на имущество общего фонда. Основываясь на формулировке статьи 5 Закона UCITS, можно сделать вывод о наличии у инвесторов общего фонда права собственности на имущество общего фонда, так как в статье 5 Закона UCITS не говорится об исчезновении права собственности у инвесторов общего фонда, а говорится лишь об осуществлении управления имуществом управляющей компанией.

[268] Investment Funds in Luxembourg a technical guide – September 2016 P. 32

Гражданско-правовая ответственность управляющего органа организации коллективных инвестиций и членов такого управляющего органа главным образом урегулирована корпоративным и гражданским законодательством Люксембурга. Гражданско-правовая ответственность управляющей компании в основном урегулирована гражданским кодексом Люксембурга.[269]

Управляющие ответственны не только за мошенничество, но и за ненадлежащее выполнение своих обязанностей. В судебной практике устоялся подход, в соответствии с которым ненадлежащее выполнение обязанностей включает в себя не только неправомерные действия, но и бездействие, и небрежность. В обычных условиях предполагается, что управляющие действуют как разумные лица, которые принимая решения, учитывают информацию, доступную другим управляющим в аналогичных условиях. В то же время привлечь управляющего к гражданско-правовой ответственности за принятие обоснованного рискованного решения в интересах фонда практически невозможно. Важно, что ответственность управляющего ограничена размером разумно предвидимого убытка от его действий. В то же время управляющий, совершивший мошенничество, отвечает и за непредвидимые убытки.[270]

Суммируя вышесказанное, я прихожу к следующим выводам. Инвесторы организаций коллективных инвестиций, являющихся аналогами российских инвестиционных фондов, обычно обладают достаточно узкими правами в отношении инвестиционных компаний и управляющих общим фондом, как и инвестор в отношении управляющих в соответствии с российским законодательством. Наиболее распространенной ситуацией является сведение прав инвесторов организаций коллективных инвестиций к праву погашения ценных бумаг, эмитированных организациями

[269] Там же. С. 135
[270] Там же. С. 136

коллективных инвестиций и принадлежащих инвесторам. При этом наименьшим объемом прав по отношению к управляющим обладают инвесторы паевых инвестиционных фондов, инвестиционных компаний и организаций коллективных инвестиций открытого типа. В то же время и обязанности управляющих в отношении инвесторов обычно достаточно узки, в том числе могут и полностью отсутствовать (например, при инвестировании в уставный капитал юридического лица, осуществляющего инвестиционную деятельность).

§ 2.2 Сравнительно-правовой анализ правоотношений между инвестором и управляющим. Предложения по изменению российского законодательства в части регулирования содержания правоотношений между инвестором и управляющим.

Во всех рассмотренных мной правопорядках права инвесторов в отношении управляющих весьма ограничены, за рядом исключением, например, права инвесторов в отношении управляющих, вытекающие из договора инвестиционного товарищества, могут быть весьма широкими и включать в себя в том числе ряд контрольных прав, в том числе право согласования инвестиционных решений, принимаемых управляющим товарищем. В то же время общим правилом является наличие у инвесторов весьма узких прав, обычно сводящихся к праву погашения ценных бумаг, эмитированных инвестиционным фондом, или продаже таких ценных бумаг третьим лицам.

Правовая природа прав инвесторов в отношении управляющих в российском праве, праве США и праве Люксембурга может быть различна. Так, права инвесторов могут вытекать из договора, заключенного между инвесторами и управляющим, при создании инвестиционного фонда в контрактной форме, например, в форме паевого инвестиционного фонда, инвестиционного траста и общего фонда, предусмотренных соответственно российским правом, правом США и правом Люксембурга. В то же время при

создании инвестиционного фонда в корпоративной форме у инвесторов инвестиционных фондов могут отсутствовать права в отношении управляющих инвестиционными фондами. Несмотря на последнее, инвесторы таких инвестиционных фондов имеют корпоративные права в отношении инвестиционных фондов. Примерами таких фондов являются акционерные инвестиционные фонды, управляющие инвестиционные компании и инвестиционные компании с изменяемым капиталом, предусмотренные соответственно правом России, США и Люксембурга.

Важно также отметить наличие обратной зависимости между правами инвесторов на выход из инвестиционных фондов с одной стороны и правами инвесторов на управление инвестиционным фондом и контролем над деятельностью управляющего инвестиционного фонда с другой стороны. Так, инвесторы открытых паевых инвестиционных фондов, управляющих инвестиционных компаний открытого типа и организаций коллективных инвестиций, инвестирующих в обращающиеся ценные бумаги, вправе в любой рабочий день погасить принадлежащие им ценные бумаги соответственно паевого инвестиционного фонда, инвестиционной компании или организации коллективных инвестиций, однако не обладают никакими возможностями влияния на инвестиционные и управленческие решения, принимаемые управляющим. В то же время права инвесторов инвестиционных фондов закрытого типа могут быть значительно шире, в том числе инвесторы таких фондов могут иметь возможность сменить управляющего. Еще более широкими могут быть права инвесторов инвестиционных фондов, действующих на основе договора инвестиционного товарищества, в форме частных инвестиционных компаний или в форме резервного фонда альтернативных инвестиций. Инвесторы таких фондов могут весьма подробно урегулировать свои права в отношении управляющего, обязанности управляющего в договоре, заключаемом между

инвесторами и управляющими или посредством корпоративных актов, таких как устав организации.

С экономической точки зрения наличие указанной взаимосвязи в обычной ситуации приводит к необходимости для инвестора при инвестировании выбирать между правами на погашение и продажу принадлежащих ему паев или акций и правами согласовывать инвестиционные решения управляющей компании, инвестиционного советника, в том числе посредством осуществления корпоративных прав в отношении инвестиционной компании или организации коллективных инвестиций. Таким образом, инвестор вынужден выбирать между ликвидностью своих инвестиций с одной стороны и возможностью участвовать в принятии инвестиционных решении и контролировать деятельность управляющей компании, инвестиционного советника, инвестиционной компании или организации коллективных инвестиций с другой стороны.

В то ж время защита прав инвесторов во всех рассмотренных мной правопорядках не ограничивается лишь частноправовыми механизмами. Очень большую роль в защите прав инвесторов играют административно-правовые механизмы, к которым можно отнести требования о лицензировании деятельности управляющих, о регистрации инвестиционных фондов, о раскрытии информации, о контроле над деятельностью управляющих и инвестиционных фондов со стороны органов государственной власти, таких как Центральный банк Российской Федерации, Комиссия по ценным бумагам США, Комиссия по надзору за финансовым сектором Люксембурга. Так, административное право России, США и Люксембурга предусматривает лицензирование управляющих инвестиционными фондами и/или самих инвестиционных фондов; предъявляет ряд требований по диверсификации активов инвестиционных фондов, предъявляет требования к учету имущества инвестиционного фонда,

вводит институты кастодиана и депозитария, хранящего и учитывающего имущество фонда, ряд требований к совершению сделок с имуществом инвестиционного фонда и другие требования, направленные на защиту прав инвесторов инвестиционных фондов.

Отмечу наличие обратной зависимости между правами инвесторов на выход из инвестиционного фонда, правами инвесторов в отношении управляющих инвестиционными фондами и уровнем защиты прав и интересов инвесторов с помощью административно-правовых механизмов. Так, все рассмотренные правопорядки предъявляют дополнительные требования к инвестиционным фондам открытого типа, направленные на обеспечение реализации права инвестора на выход из инвестиционного фонда, например, требования по ликвидности активов и установление срока в течении, которого должны быть погашены ценные бумаги инвесторов. В то же время такие требования отсутствуют в отношении инвестиционных фондов закрытого типа, инвесторы которых имеют больше частноправовых механизмов влияния на действия управляющего инвестиционным фондом. При этом почти отсутствуют специальные административно-правовые механизмы контроля над деятельностью управляющих инвестиционных фондов, действующих в форме инвестиционных товариществ, частных инвестиционных компаний или резервного фонда альтернативных инвестиций. Наличие вышеуказанной зависимости свидетельствует о частичной взаимозаменяемости норм частного права и публичного права, о существовании возможности защиты интересов инвесторов как механизмами частного права, так и механизмами публичного права.

Стоит отметить, что нормы права рассмотренных правопорядков ограничивают возможности розничных инвесторов по инвестированию в фонды, созданные на основе договора инвестиционного товарищества, являющиеся частными инвестиционными компаниями и резервными фондами альтернативных инвестиций. Так, инвестировать в частные

инвестиционные компании и резервные фонды альтернативных инвестиций могут только квалифицированные инвесторы, инвестировать на основе договора инвестиционного товарищества могут только организации[271].

Право России, США и Люксембурга предъявляет разные лицензионные требования, разные требования по диверсификации активов, различные отчетные требования, различные требования по хранению имущества, различные требования к совершению сделок с имуществом инвестиционных фондов. В то же время административно-правовые механизмы защиты прав инвесторов инвестиционных фондов в рассмотренных мной правопорядках достаточно похожи.

Суммируя вышесказанное, я прихожу к следующему выводу.

В большинстве случаев интересы инвесторов защищаются в основном административно-правовыми нормами, ограничивающими возможности управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, инвестиционных советников инвестиционных компаний и управляющих организаций коллективных инвестиций принимать решение в отношении имущества паевого инвестиционного фонда, инвестиционной компании и организации коллективных инвестиций. В то же время обычно интересы инвесторов, имеющие право контролировать деятельность и/или согласовывать решения управляющих, в меньшей степени защищаются административно-правовыми нормами. При этом административно правовые механизмы защиты интересов инвесторов в большей степени направлены на защищу мелких инвесторов, инвестирующих в инвестиционные фонды открытого типа, чем на защиту интересов крупных квалифицированных инвесторов, которые обладают достаточными ресурсами для защиты своих прав с помощью механизмов частного права.

---

[271] Пункт 3 статьи 3 ФЗ «Об инвестиционном товариществе»

Наличие вышеуказанной зависимости свидетельствует о частичной взаимозаменяемости норм частного права и публичного права, о существовании возможности защиты интересов инвесторов как механизмами частного права, так и механизмами публичного права. Вышеуказанная зависимость также свидетельствует о приоритетности для государства защиты прав мелких инвесторов перед защитой прав крупных инвесторов.

Сравнивая объем прав инвесторов к управляющим в рассмотренных мной правопорядках, необходимо сказать, что объем таких прав в рассмотренных правопорядках схож. Несмотря на это следует внести ряд изменений, в нормы регулирующие права инвесторов в отношении паевого инвестиционного фонда и в отношении управляющих компаний паевых инвестиционных фондов.

Сейчас правовое регулирование прав и обязанностей инвесторов паевых инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов носит в основном императивный характер. О чем свидетельствует в том числе, ограничение управляющих компаний паевых инвестиционных фондов при разработке правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом типовыми правилами доверительного управления открытого, или интервального, или закрытого паевого инвестиционного фонда, которые были утверждены Правительством Российской Федерации. Большая часть норм, установленных типовыми правилами, носят императивный характер. В то же время императивный характер таких норм слабо защищает инвесторов. Подтверждением последнего являются идентичные инвестиционные декларации, установленные правилами доверительного управления открытым паевым инвестиционным фондом облигаций «Сбербанк – Фонд облигаций «Илья

Муромец»[272] и правилами доверительного управления открытым паевым инвестиционным фондом облигаций «Сбербанк – Фонд рискованных облигаций»[273], несмотря на декларирование различных инвестиционных стратегий используемых ПИФ «Сбербанк – Фонд облигаций «Илья Муромец» и ПИФ «Сбербанк – Фонд рискованных облигаций» на сайте Акционерного общества «Сбербанк Управление Активами». При этом правовая характеристика договора, заключаемого между управляющей компанией паевого инвестиционного фонда и инвесторами паевого инвестиционного фонда, в качестве договора доверительного управления имущества, указание на наличие у пайщиков права собственности на имущество паевого инвестиционного фонда, как было показано выше, противоречит положениям российского гражданского права.

Принимая во внимание, что правовое регулирование деятельности инвестиционных фондов должно ставить своей целью защиту прав инвесторов от возможных мошеннических действий со стороны управляющего, но в то же время не быть слишком обременительным, полагаю, что правовое регулирование правоотношений, возникающих между инвесторами и управляющими, должно носить более диспозитивный характер. При этом законодателю не следует навязывать правовую защиту инвесторам посредством введения ряда ограничений на операции инвестиционных юридических лиц и фондов, если инвесторы полагают такую защиту излишней и/или избыточной.

Следует также отказаться от характеристики правоотношений, складывающихся между лицом, управляющим инвестиционным фондом, и пайщиком паевого инвестиционного фонда, в качестве отношений по

---

[272] Сбербанк управление активами Правила доверительного управления открытым паевым инвестиционным фондом облигаций «Сбербанк – Фонд облигаций «Илья Муромец» URL: https://www.sberbank-am.ru/upload/iblock/4f3/4f3985bc515c8d34a34c372893885322.pdf (10.11.2016)

[273] Сбербанк управление активами Правила доверительного управления открытым паевым инвестиционным фондом облигаций «Сбербанк – Фонд рискованных облигаций» URL: https://www.sberbank-am.ru/upload/iblock/aee/aeeac490d94c278147fe9897955861d3.pdf (10.11.2016)

доверительному управлению имуществом; от законодательного закрепления права долевой собственности пайщиков паевого инвестиционного фонда на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, в силу различной правовой природы правоотношений, складывающихся в рамках договора доверительного управления имуществом, и правоотношений, складывающихся в процессе управления паевым инвестиционным фондом. Это позволит ликвидировать существующие противоречия в гражданско-правовом регулировании отношений пайщиков и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов.

Следует также внести изменения в ФЗ «Об инвестиционных товариществах» и предусмотреть возможность физических лиц быть сторонами договоров инвестиционного товарищества, так как, ограничение физических лиц на заключение таких договоров вряд ли разумно и целесообразно.

Заключение

В рамках исследования я рассмотрел значительный ряд вопросов, связанных с правовым регулированием деятельности инвестиционных фондов, в том числе исследовал правовой режим инвестиционных фондов и компаний, организаций коллективных инвестиций; понятие инвестиционного фонда, инвестиционной компании и организации коллективных инвестиций; содержание правоотношений, существующих между инвесторами инвестиционных фондов, инвестиционных компаний, организаций коллективных инвестиций и управляющими инвестиционными фондами, инвестиционными компаниями, организациями коллективных инвестиций. При проведении исследования я не ограничился исключительно юридическими вопросами, но также рассмотрел и ряд экономических вопросов, в том числе проанализировал экономические функции, выполняемые инвестиционными фондами в современной экономике; степень развитости рынка инвестиционных фондов в России и в мире.

В рамках исследования я пришел к следующим основным выводам.

Инвестиционные фонды играют существенную роль в развитии экономики и выполняют, в том числе, следующие функции:

- сохраняют сбережения населения;
- повышают ликвидность и снижают волатильность рынка ценных бумаг;
- снижают процентные ставки на рынке кредитования;
- финансируют развитие науки и технического прогресса.

Несмотря на существенность функций, выполняемых инвестиционными фондами, российский рынок коллективных инвестиций значительно отстает в своем развитии от рынка коллективных инвестиций в целом по миру, что проявляется в том числе и в крайне низком отношении активов инвестиционных фондов к уровню ВВП.

При этом российское правовое регулирование деятельности инвестиционных фондов значительно отличается от правового регулирования деятельности инвестиционных компаний в США и организаций коллективных инвестиций в Люксембурге в том числе и в таких концептуальных вопросах, как определение понятия инвестиционного фонда, инвестиционной компании и организации коллективных инвестиций.

В рамках исследования правового регулирования деятельности инвестиционных компаний США я пришел к выводу, что понятие «инвестиционная компания» в США является аналогом понятия «инвестиционный фонд», установленного российским законодательством. При этом понятие «инвестиционная компания» определяется правом США посредством определения деятельности, осуществляемой такими компании, в следствии чего понятие «инвестиционная компания» включает в себя все организации, занимающиеся инвестиционной деятельностью, кроме организаций, прямо исключенных из понятия инвестиционной компании. В связи с чем понятие «инвестиционная компания» значительно шире понятия «инвестиционный фонд», установленного российским законодательством.

Инвестиционные компании, как и инвестиционные фонды, в России могут быть организованы как в контрактной, так и в корпоративной формах. В то же время большинство инвестиционных компаний действуют в корпоративной форме. Я также пришел к выводу, что инвестиционной компанией в США признается юридическое лицо или совокупность имущества, созданное или объеденное в целях инвестирования. Ближайшими аналогами российского паевого инвестиционного фонда в праве США являются инвестиционные трасты и диверсифицированные компании. В то же время очень мало инвестиционных компаний в США создаются в форме инвестиционных трастов. При этом правовое регулирование деятельности инвестиционных компаний не распространяется на инвестиционные компании, имеющие маленький объем активов в управлении и малое количество инвесторов. Управляются же инвестиционные компании обычно

инвестиционными советниками, которые не являются должностными лицами инвестиционной компании или ее участниками, на основе гражданско-правового договора.

В рамках исследования правового регулирования деятельности организаций коллективных инвестиций в праве Люксембурга, я пришел к выводу, что понятие «организация коллективных инвестиций» является аналогом понятия «инвестиционный фонд», установленного российским законодательством. Понятие «организация коллективных инвестиций» определяется правом Люксембурга, как и понятие «инвестиционная компания в США, посредством определения деятельности, осуществляемой такими организациями, что введет к включению в понятие «организация коллективных инвестиций» всех организаций, занимающиеся инвестиционной деятельностью, кроме организаций, прямо исключенных из понятия организации коллективных инвестиций. В связи с чем понятие «организация коллективных инвестиций» значительно шире понятия «инвестиционный фонд», установленного российским законодательством.

Такое широкое определение понятий «инвестиционная компаний» и «организация коллективных инвестиций» имеет следующие преимущества перед узким определением понятия «инвестиционный фонд» в российском законодательстве. Широкое определений понятий «инвестиционная компания» и «организация коллективных инвестиций» позволяет распространить правовое регулирование на большое количество организаций, что способствует защите прав и законных интересов инвесторов. Отсутствие требований к организационно-правовой форме инвестиционных компаний и организаций коллективных инвестиций позволяет участникам рынка определять наиболее эффективные и удобные для участников рынка организационно-правовые формы, что снижает издержки участников рынка и, как следствие, повышает возможности участников рынков по развитию инвестиционных компаний, организаций коллективных инвестиций и управляющих инвестиционными компаниями и

организациями коллективных инвестиций. Отсутствие таких требований также способствует реализации правового принципа «закон един для всех» и снижению возможностей использования правового арбитража.

Организации коллективных инвестиций, как и инвестиционные фонды в России, могут быть созданы как в контрактной, так и в корпоративных формах. В то же время большее распространение в Люксембурге получили организации коллективных инвестиций, созданные в контрактных формах. Я также пришел к выводу, что организацию коллективных инвестиций можно определить, как юридическое лицо или совокупность имущества, созданную в целях коллективного инвестирования для разделения инвестиционных рисков инвесторов и передачи доходов от управления активами инвесторам. Наиболее близким аналогом паевого инвестиционного фонда, предусмотренного ФЗ «Об инвестиционных фондах», в праве Люксембурга является общий фонд. При этом большинство организаций коллективных инвестиций в Люксембурге, как и в США, управляются лицами, не являющимися должностными лицами таких организаций коллективных инвестиций.

В рамках исследования российского законодательства я пришел к выводу, что российское законодательство не содержит точного и обоснованного определения понятия инвестиция и очень узко определяет понятие «инвестиционный фонд» в ФЗ «Об инвестиционных фондах», исключая из сферы действия ФЗ «Об инвестиционных фондах» ряд организаций, занимающихся инвестиционной деятельностью и в том числе привлекающих капитал сторонних инвесторов для осуществления такой деятельности. Более того, ряд организаций, осуществляющих деятельность, аналогичную деятельности инвестиционных фондов, регулируемых в соответствии с ФЗ «Об инвестиционных фондах», регулируются совершенно иначе специальным законодательством и специальными подзаконными нормативно-правовыми актами.

В ходе исследования я также обосновал отсутствие правоотношений, вытекающих из договора доверительного управления имуществом, между пайщиками паевых инвестиционных фондов и управляющими компаниями паевых инвестиционных фондов, несмотря на прямое указание в ФЗ «Об инвестиционных фондах» о заключении между указанными выше лицами договора доверительного управления имуществом. При этом у пайщиков паевых инвестиционных фондов отсутствует право собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, несмотря на наличие указания на обратное в ФЗ «Об инвестиционных фондах». Более того, я пришел к выводу о необоснованности указания в ФЗ «Об инвестиционных фондах», что паевой инвестиционный фонд является имущественным комплексом.

В ходе работы я также пришел к выводу, что в соответствии с российским законодательством права пайщиков инвестиционных фондов, товарищей по договору инвестиционного товарищества или акционеров/участников юридических лиц, осуществляющих инвестиционную деятельность, в отношении соответственно управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, управляющих товарищей инвестиционных товариществ, юридических лиц обычно достаточно узки. Аналогично и вправе США, и в праве Люксембурга права инвесторов в отношении инвестиционных компаний, организаций коллективных инвестиций и управляющих носят весьма узкий характер, в то время как обязанности управляющих в отношении инвесторов также весьма узки. В большинстве случаев права инвесторов инвестиционных компаний и организаций коллективных инвестиций на практике сводятся к праву погашения и продажи ценных бумаг, эмитированных соответственно инвестиционными компаниями или организациями коллективных инвестиций, несмотря на то, что инвесторы инвестиционных компаний и организаций коллективных инвестиций, созданных в корпоративной форме,

обладают корпоративными правами в отношении таких компаний и организаций.

Важно отметить, что в рассмотренных мной правопорядках я выявил существование правовых механизмов, в соответствии с которыми меньшая ликвидность инвестиций инвестора компенсируется более высоким уровнем контроля инвестора над управляющими компаниями, что позволяет защищать права инвестора.

Исследуя российское право, я также пришел к важному выводу о наличии лишь одного существенного отличия между правами пайщиков в отношении управляющей компании паевого инвестиционного фонда и участников (застрахованных лиц) в отношении негосударственного пенсионного фонда, сводящегося к возможности осуществления ими права на получение денежных средств от управляющей компании инвестиционным фондом или, соответственно, от негосударственного пенсионного фонда. Такой вывод свидетельствует о значительной схожести правоотношений между инвесторами инвестиционных фондов и участников (застрахованных лиц) в отношении негосударственного пенсионного фонда и невозможности говорить о заключении договора доверительного управления между пайщиком паевого инвестиционного фонда и управляющей компанией паевого инвестиционного фонда.

Я выношу на защиту следующие положения.

1. Понятие инвестиционной компании, установленное правом США, и понятие организации коллективных инвестиций, установленное правом Люксембурга, шире, чем понятие инвестиционного фонда, установленное российским законодательством, так как правопорядки США и Люксембурга включают соответственно в понятия инвестиционной компании и организации коллективных инвестиций организации, занимающиеся или созданные в целях осуществления инвестиций, за рядом исключений, в то время как российское законодательство определяет понятие инвестиционного фонда в качестве имущественного комплекса,

соответствующего ряду дополнительных критериев, и в качестве акционерного общества, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты, предусмотренные ФЗ «Об инвестиционных фондах», и фирменное наименование которого содержит слова «акционерный инвестиционный фонд» или «инвестиционный фонд».

В то же время широкое определений понятий инвестиционной компании и организации коллективных инвестиций имеет ряд преимуществ перед узким определением понятия инвестиционный фонд в российском законодательстве. Так, к преимуществам более широкого определения понятий инвестиционной компании и организаций коллективных инвестиций относительно более узкого можно отнести распространение правового регулирования на более широкий круг лиц; отсутствие возможности уклонения от правового регулирования посредством ведения деятельности, аналогичной деятельности инвестиционного фонда, через юридическое лицо, не имеющее лицензию управляющей компании на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, негосударственными инвестиционными фондами.

В связи с этим предложено внести изменения в действующее российское законодательство, в том числе, исключить из законодательства понятия акционерного инвестиционного фонда и паевого инвестиционного фонда и определить понятия инвестиционного юридического лица и инвестиционного фонда в авторской формулировке.

2. Объем прав пайщиков в отношении паевых инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов свидетельствует об отсутствии у пайщиков права собственности на имущество паевого инвестиционного фонда и о наличии между пайщиками и управляющими компаниями паевых инвестиционных фондов

обязательственных правоотношений, схожих с правоотношениями, вытекающими из договоров негосударственного пенсионного обеспечения и об обязательном пенсионном страховании, а не договора доверительного управления имуществом.

Вывод об отсутствии у пайщиков права собственности на имущество паевого инвестиционного фонда подтверждается в том числе отсутствием у пайщиков прав, которыми обладают собственники общего долевого имущества в отношении общего долевого имущества и других собственников такого имущества, в том числе преимущественного права покупки доли в праве общей собственности; наличием возможности формирования паевого инвестиционного фонда только из обязательственных прав, что исключает возможность признания паевого инвестиционного фонда имущественным комплексом и вещью. При этом отсутствие у пайщиков права собственности на имущество, входящее в паевой инвестиционный фонд, исключает возможность признания договора, заключаемого пайщиком с управляющей компанией паевого инвестиционного фонда, договором доверительного управления.

Вывод о наличии между пайщиками и управляющей инвестиционной компанией обязательственных отношений, схожих с правоотношениями, вытекающими из договоров негосударственного пенсионного обеспечения и об обязательном пенсионном страховании, подтверждается отсутствием существенных отличий между правами, которыми обладают пайщики в отношении паевого инвестиционного фонда и участники (застрахованные лица) в отношении негосударственного пенсионного фонда. Единственное существенное отличие прав указанных лиц заключается в разных возможностях осуществления ими права на получение денежных средств от управляющей компании инвестиционного фонда или соответственно от негосударственного пенсионного фонда.

В связи с вышесказанным предложено внести изменения в действующее законодательство и исключить из действующего законодательства нормы, квалифицирующие правоотношения, складывающиеся между управляющей компанией паевого инвестиционного фонда и пайщиком паевого инвестиционного фонда, в качестве отношений по доверительному управлению имуществом; а также исключить из действующего законодательства нормы, закрепляющие право долевой собственности пайщиков паевого инвестиционного фонда на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд.

3. В большинстве случаев инвесторы имеют ограниченный объем прав в отношении управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, инвестиционных советников инвестиционных компаний и организаций коллективных инвестиций. Обычно при инвестировании инвестору приходится выбирать между правами на погашение и продажу принадлежащих ему паев или акций, с одной стороны, и правами согласовывать инвестиционные решения управляющей компании, инвестиционного советника, в том числе посредством осуществления корпоративных прав в отношении инвестиционной компании или организации коллективных инвестиций, с другой стороны. Таким образом, инвестор вынужден выбирать между ликвидностью своих инвестиций, с одной стороны, и возможностью участвовать в принятии инвестиционных решении и контролировать деятельность управляющей компании, инвестиционного советника, инвестиционной компании или организации коллективных инвестиций, с другой стороны.

4. В большинстве случаев интересы инвесторов защищаются, в основном, административно-правовыми нормами, ограничивающими возможности управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, инвестиционных советников инвестиционных компаний и управляющих организаций коллективных инвестиций принимать решение в отношении

имущества паевого инвестиционного фонда, инвестиционной компании и организации коллективных инвестиций. В то же время, обычно интересы инвесторов, имеющих право контролировать деятельность и/или согласовывать решения управляющих, в меньшей степени защищаются административно-правовыми нормами. При этом административно правовые механизмы защиты интересов инвесторов в большей степени направлены на защищу мелких инвесторов, инвестирующих в инвестиционные фонды открытого типа, чем на защиту интересов крупных квалифицированных инвесторов, которые обладают достаточными ресурсами для защиты своих прав с помощью механизмов частного права.

Наличие вышеуказанной зависимости свидетельствует о частичной взаимозаменяемости норм частного права и публичного права, о существовании возможности защиты интересов инвесторов как механизмами частного права, так и механизмами публичного права. Вышеуказанная зависимость также свидетельствует о приоритетности для государства защиты прав мелких инвесторов перед защитой прав крупных инвесторов.

В рамках работы я также предложил внести изменения в законодательство, регулирующее деятельность инвестиционных фондов. Реализация моих предложений по изменению законодательства будет способствовать развитию российского рынка инвестиционных фондов и ликвидации недостатков российского правого регулирования инвестиционных фондов, выявленных в рамках данного исследования. Замечу, что безусловно, неразвитость рынка инвестиционных фондов в России обусловлена в значительной части экономическими причинами. В то же время, полагаю возможным ускорить развитие рынка с помощью реформы правового регулирования инвестиционных фондов, и исправлением недостатков правового регулирования инвестиционных фондов, выявленных в рамках данного исследования.

Отмечу также, что ранее в российской литературе не сравнивалось содержание правоотношений, вытекающих из договора доверительного управления имуществом; из договора, заключаемого между пайщиком и управляющей компанией паевого инвестиционного фонда; из договора инвестиционного товарищества; и содержание правоотношений, существующих между негосударственным пенсионным фондом и застрахованным лицом в соответствии с российским правом. Ранее в российской литературе не предлагались определения понятий инвестиционного фонда и инвестиционного юридического лица в предлагаемых мной формулировках, не анализировалась правовая природа сделок по выдаче и погашению инвестиционных паев, отсутствовал анализ понятий «инвестиционная компания» и «организации коллективных инвестиций», установленных законодательством США и Люксембурга.

Библиографический список

Российские нормативно-правовые акты

1. Конституция Российской Федерации (ред. от 21.07.2014) // Собрание законодательства РФ. 2014. № 31. Ст. 4398.

2. Гражданский кодекс Российской Федерации Часть Первая (ред. от 23.05.2018) // Собрание законодательства РФ. 1994. № 32. Ст. 3301.

3. Гражданский кодекс Российской Федерации Часть Вторая (ред. от 23.05.2018) // Собрание законодательства РФ. 1996. № 5. Ст. 410.

4. Гражданский кодекс Российской Федерации Часть Третья (ред. от 28.03.2017) // Собрание законодательства РФ. 2001. № 49. Ст. 4552.

5. Гражданский кодекс Российской Федерации Часть Четвертая (ред. от 23.05.2018) // Собрание законодательства РФ. 2006. № 52 (1 ч.). Ст. 5496.

6. Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (ред. от 18.04.2018) // Собрание законодательства РФ. № 17. 1996. Ст. 1918.

7. Федеральный Закон № 156-ФЗ от 29.11.2011«Об инвестиционных фондах» (ред. от 31.12.2017) // Собрание законодательства РФ. 2001. № 49. Ст. 4562.

8. Федеральный Закон от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» (ред. от 23.04.2018) // Собрание законодательства РФ. 1998. № 7. Ст. 785.

9. Федеральный Закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (ред. от 23.04.2018) // Собрание законодательства РФ. 1996. № 1. Ст. 1.

10. Федеральный Закон от 28.11.2011 № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе» (ред. от 28.12.2017) // Собрание законодательства РФ. 2011. № 49 (ч. 1). Ст. 7013.

11. Постановление Правительства РФ от 27.08.2002 № 633 «О Типовых правилах доверительного управления открытым паевым

инвестиционным фондом» (ред. от 06.08.2013) // Собрание законодательства РФ. 2002. № 35. Ст. 3385.

12. Постановление Правительства РФ от 18.09.2002 № 684 «О Типовых правилах доверительного управления интервальным паевым инвестиционным фондом» (ред. от 06.08.2013) // Собрание законодательства РФ. 2002. № 39. Ст. 3788.

13. Постановление Правительства РФ от 25.07.2002 № 564 «О Типовых правилах доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом» (ред. от 18.04.2013) // Собрание законодательства РФ. 2002. № 31. Ст. 3113.

14. Постановление Правительства РФ от 15.07.2013 № 600 «Об утверждении Типовых правил доверительного управления биржевым паевым инвестиционным фондом» // Собрание законодательства РФ. 2013. № 30 (часть II). Ст. 4111

15. Приказ ФСФР России от 30.07.2013 № 13-65/пз-н «О порядке открытия и ведения держателями реестров владельцев ценных бумаг лицевых и иных счетов и о внесении изменений в некоторые нормативные правовые акты Федеральной службы по финансовым рынкам» (ред. от 13.11.2015) // Российская газета. № 209/1. 2013.

16. Приказ ФСФР России от 15.04.2008 № 08-17/пз-н «Об учете прав на инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов» (ред. от 24.04.2012) // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. № 31. 2008.

17. Приказ ФСФР России от 22.06.2005 № 05-23/пз-н «Об утверждении Положения 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» (ред. от 24.04.2012) // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. № 35. 2005.

18. Указание Банка России от 05.03.2014 № 3208-У «О перечне изменений и дополнений, вносимых управляющей компанией в правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом» // Вестник Банка России. № 45. 2014

19. Указание Банка России от 25.08.2015 № 3758-У «Об определении стоимости чистых активов инвестиционных фондов, в том числе о порядке расчета среднегодовой стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда и чистых активов акционерного инвестиционного фонда, расчетной стоимости инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, стоимости имущества, переданного в оплату инвестиционных паев» (ред. от 12.12.2016) // Вестник Банка России. № 88. 2015.

20. Указание Банка России от 16.06.2016 № 4044-У «О требованиях к срокам приема заявок на приобретение, погашение и обмен инвестиционных паев интервального паевого инвестиционного фонда» // Вестник Банка России. № 65. 2016.

21. Указание Банка России от 19.07.2016 № 4075-У «О требованиях к собственным средствам управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов и соискателей лицензии управляющей компании» // Вестник Банка России. № 78. 2016.

22. «Положение о деятельности специализированных депозитариев» (утв. Банком России 10.06.2015 № 474-П) // Вестник Банка России. № 56. 2015.

Иностранные нормативные акты

1. The investment company Act of 1940 URL: http://legcounsel.house.gov/Comps/Investment%20Company%20Act%20Of%201940.pdf (15.01.2018)

2. Securities Act of 1933 URL: http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20Of%201933.pdf (15.01.2018)

3. Securities Exchange Act of 1934 URL: http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20Of%201934.pdf (15.01.2018)

4. Commodity Exchange Act of 1936 URL: https://www.law.cornell.edu/uscode/text/7/chapter-1 (15.01.2018)

5. Employee Retirement Income Security Act of 1974 URL: https://legcounsel.house.gov/Comps/Employee%20Retirement%20Income%20Security%20Act%20Of%201974.pdf (15.01.2018)

6. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 URL: http://legcounsel.house.gov/Comps/Dodd-Frank%20Wall%20Street%20Reform%20and%20Consumer%20Protection%20Act.pdf (15.01.2018)

7. Investment Advisers Act of 1940 URL: http://legcounsel.house.gov/Comps/Investment%20Advisers%20Act%20Of%201940.pdf (15.01.2018)

8. Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) // Official Journal of the European Union. 2009. Volume 52. P. 1-31.

9. Directive 2003/41/EC of the European Parliament and of the Council of 3 June 2003 on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision // Official Journal of the European Union. 2003. Volume 46. P.10-21.

10. Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers // Official Journal of the European Union. 2011. Volume 54. P. 1-73.

11. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC // Official Journal of the European Union. 2004. Volume 47. P. 1-44.

12. Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif // Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg. 2010. № 239. P. 3927-4014.

13. Loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs // Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg. 2013. № 119. P. 1855-1927.

14. Loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés // Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg. 2007. № 13. P. 367 - 380.

15. Loi du 23 juillet 2016 relative aux fonds d'investissement alternatifs réservés // Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg. 2016. № 140. P. 2375 - 2388.

16. Loi du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque (SICAR) // Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg. 2004. № 95. P. 1567 - 1576.

17. Loi du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers // Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg. 2007. № 116. P. 2075 - 2159.

Российская судебная практика

1. Постановление Десятого арбитражного апелляционного суда от 27.03.2017 № 10АП-2251/2017 по делу № А41-78270/16 // СПС КонсультантПлюс

2. Постановление Арбитражного суда Московского округа от 02.12.2016 № Ф05-16718/2016 по делу № А40-89906/15 // СПС КонсультантПлюс

3. Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 19.09.2016 № 09АП-59148/2015 // СПС КонсультантПлюс

4. Постановление Одиннадцатого арбитражного апелляционного суда от 30.05.2017 № 11АП-3336/2017 по делу № А65-17432/2016 // СПС КонсультантПлюс

Иностранная судебная практика

5. Olmsted v. Pruco Life Ins.Co. of New Jersey, 283 F. 3d 429 (2d Cir. 2002); URL: https://caselaw.findlaw.com/us-2nd-circuit/1442575.html (03.08.2017)

6. Exxon Mobil Corp. v. Allapattah Services, Inc., 545 U.S. 546 URL: https://supreme.justia.com/cases/federal/us/545/546/ (03.08.2017)

7. Northstar Financial Advisors, Inc. v. Schwab Investments Case No. 08-CV-04119-LHK URL: https://caselaw.findlaw.com/us-9th-circuit/1693932.html (03.08.2017)

8. Kamen v. Kemper Financial Services, Inc URL: https://www.law.cornell.edu/supct/html/90-516.ZS.html (03.08.2017)

9. Burks v. Lasker 441 U.S. 471 URL: https://supreme.justia.com/cases/federal/us/441/471/ (03.08.2017)

Российская литература

1. Фархутдинов И. З. Международное инвестиционное право. Теория и практика применения. – М.: Волтерс Клувер, 2005, - 432 с.

2. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран ; Пер. с англ. – 9-е изд., перераб. И доп. _ М.: АЛЬПИНА ПАБЛИШЕР,2014. – 1316 с.

3. Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бэйли Дж.В. Инвестиции. Пер с англ. – М.: Инфра-М, 2011. – 1028 с.

4. А. Абрамов, К. Акшенцева Развитие взаимных фондов в России // Экономическая политика. 2014. №1. С. 35-53.

5. Борисова О. В. Инвестиционный климат в России: состояние и оценка //Аудит и финансовый анализ. - 2015. - № 1. - С. 288-295.

6. Гаврилюк В.И. Паевые инвестиционные фонды в РФ: хронологический срез развития индустрии // Вестник РЭУ. 2012. № 10. С. 66.

7. Жегалова А.С. Паевые инвестиционные фонды в системе коллективного инвестирования в Российской Федерации: автореф. дис. ... канд эконом. наук. Самарский государственный экономический университет, Самара, 2014.

8. Дозорцев В. А. Принципиальные черты права собственности в Гражданском кодексе России // Гражданский кодекс России. Проблемы. Теория. Практика. М.: МЦФЭР, 1998. С. 231.

9. Иванова Е.В. Гражданско-правовое положение паевых инвестиционных фондов: вопросы теории и практики. Дис. к.ю.н, М., 2009. С. 192.

10. Кауракова М.В. Трансграничный инвестиционный фонд как субъект инвестиционных отношений. Атвореферат дис. к.ю.н, М., 2014. С. 22.

11. Лаврентьев М, Банк С. Разновидности российских паевых инвестиционных фондов и риски инвестирования в них в современных экономических условиях //Финансовая жизнь. – 2012. - № 2. – С. 80-85.

12. Л. Лапач Понятие «имущество» в российском праве и в Конвенции о защите прав человека и основных свобод // Российская юстиция. – 2003. - №1. – С. 18-20.

13. Магадова С. Классификация инвестиционных фондов // Финансовая жизнь. – 2011. - № 3. - С. 32-35.

14. Макарчук З.В. Инвестиционные фонды России и США: анализ законодательства и практики правового регулирования: Монография. – М., 2001. С. 156.

15. Оксюк Т.Т. Гражданско-правовое регулирование доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Дисс. К.ю.н..- М., 2005 г., С. 212.

16. Пупынин В. Суверенные инвестиционные фонды: определение и основы функционирования. // Международная экономика. - 2008. - № 10. - С. 51-61.

17. Степанов Д.И. «Пост-эмиссионные» ценные бумаги // Хозяйство и право. - 2004. - № 11. - С. 49-65.

18. Степанов С.А. Имущественные комплексы в российском гражданском праве. М., 2002. С. 176.

19. Л.П. Харченко Классификация механизмов, обеспечивающих функционирование и развитие инвестиционных фондов в России // Проблемы современной экономики. – 2011. - № 3. – С. 352 - 355.

20. П. Хуснитдинов Инвестиционные фонды в Европейском Союзе // Зарубежные финансовые рынки. – 2007. - № 19 (346). - С.66-70.

21. Организация управления инвестиционным процессом в новых условиях хозяйствования в строительстве: Материалы семинара. М., 1991. С. 22 – 31.

22. Экономическая энциклопедия / Гл. ред. Л.И. Абалкин. М., 1999.

23. Тарасевич Е.И. Анализ инвестиций в недвижимость. СПб., 2000.

Иностранная литература

1. Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus Investments, 10-th edition P. 1080.

2. Morley, John D., "The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation" (2014). Faculty Scholarship Series. Paper 4918. P. 1228-1287. URL: http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/4918 (10.11.16);

3. Daniel Capocci The complete guide to hedge funds & hedge fund strategies P. 557.

4. David Stowell Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity Elsevier Science P. 672.

5. Scott J. Lederman Hedge Fund Regulation Second Edition // Practising Law Institute New York City. P. 400.

6. Grace Carter & Lee Kissman More Subprime Fallout: Court Finds Private Right of Action Under Investment Company Act of 1940 for Violation of Investment Objectives P. 5. URL: http://repository.jmls.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1293&context=lawreview (03.08.2017)

7. Renee Labuz Shareholders'Rights to a Cause of Action Under the Investment Company Act of 1940 Following Exxon Mobil v Allapattah The John Marshall Law Review № 39 P. 1521-1542. URL: https://www.paulhastings.com/docs/default-source/PDFs/1278.pdf (03.08.2017)

8. Dirk A. Zetzche, The Anatomy of European Investment Fund Law P. 85. URL: https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=538097071083087010067104105079119005042087014021019030101082088111071109065104114064101057053127049096017010087067114071081071116091005007014024096111070025109112037078067064014005106114071123093114097114009092068096029071070096084101086100121022121&EXT=pdf (30.06.2017)

9. Filippo Annunziata Collective Investment Undertakings in the EU: How to frame a definition after the AIFMD P.13. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2956246_code2636561.pdf?abstractid=2956246&mirid=1&type=2 (11.07.2017)

10. Lodewijk Van Setten, Danny Busch Alternative Investment Funds in Europe: Law and Practice // Oxford University Press P. 493.

11. Claude Kremer Collective Investment Schemes in Luxembourg: Law and Practice: Law and Practice // Oxford University Press P. 678.

12. Investment Funds in Luxembourg a technical guide – September 2015 P. 494

13. Investment Funds in Luxembourg a technical guide – September 2016 P. 524

14. Conyers Dill & Pearman Cayman Islands Investment Funds P.19.

15. The Investment Company Institute. 2005 ICI Fact Book. P. 156 URL: https://www.ici.org/pdf/2005_factbook.pdf

16. The Investment Company Institute. 2007 ICI Fact Book P. 176. URL: http://www.icifactbook.org/2007/pdf/2007_factbook.pdf

17. The Investment Company Institute. 2015 ICI Fact Book P. 296 URL: https://www.ici.org/pdf/2015_factbook.pdf

18. Grace Carter & Lee Kissman More Subprime Fallout: Court Finds Private Right of Action Under Investment Company Act of 1940 for Violation of Investment Objectives P. 1-6. URL: https://www.paulhastings.com/docs/default-source/PDFs/1278.pdf (03.08.2017)

19. Renee Labuz Shareholders'Rights to a Cause of Action Under the Investment Company Act of 1940 Following Exxon Mobil v Allapattah The John Marshall Law Review № 39 P. 1521-1542. URL: http://repository.jmls.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1293&context=lawreview (03.08.2017)

Информационные ресурсы

1. Центральный банк Российской Федерации (Банк России) [сайт] URL: http://www.cbr.ru/finmarkets/files/supervision/list_IF.xlsx

2. Национальная лига управляющих [сайт] URL: www.nlu.ru

3. Правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом «Интервальный паевой инвестиционный фонд акций «Высокие технологии» URL: http://data.investfunds.ru/funds/109/Kapital-Hightech.pdf

4. Сбербанк управление активами Правила доверительного управления открытым паевым инвестиционным фондом облигаций «Сбербанк – Фонд облигаций «Илья Муромец» URL: https://www.sberbank-am.ru/upload/iblock/4f3/4f3985bc515c8d34a34c372893885322.pdf

5. Сбербанк управление активами Правила доверительного управления открытым паевым инвестиционным фондом облигаций «Сбербанк – Фонд рискованных облигаций» URL: https://www.sberbank-am.ru/upload/iblock/aee/aeeac490d94c278147fe9897955861d3.pdf

6. Проспект ценных бумаг фондов SICAV UCITS J.P. Morgan URL: http://www.jpmorganassetmanagement.lu/EN/dms/JPMorgan_Investment_Funds_[PRO]_[GB_EN].pdf

7. Типовой договор инвестиционного товарищества URL: http://www.docme.ru/doc/625862/dogovor-investicionnogo-tovarishhestvhttp://www.docme.ru/doc/625862/dogovor-investicionnogo-tovarishhestvaa

8. Vanguard Why ownership matters [сайт] URL:https://about.vanguard.com/what-sets-vanguard-apart/why-ownership-matters/ (10.11.16)

9. US Securities and exchange commission Fast Answers Investment Company Registration and Regulation Package [сайт] URL: https://www.sec.gov/divisions/investment/invcoreg121504.htm#P84_14584

10. US Securities and exchange commission Form Of Investment Advisory Agreement [сайт] URL:

https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1609211/000119312514215186/d733143dex99g1.html

11. US Securities and exchange commission The Laws That Govern the Securities Industry [сайт] URL: https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html

12. Us inflation calculator [сайт] URL: http://www.usinflationcalculator.com/inflation/consumer-price-index-and-annual-percent-changes-from-1913-to-2008/

13. Bureau of Labor Statistics [сайт] URL: http://www.bls.gov/data/inflation_calculator.html

14. Luxembourg for Finance Alternative Investment Funds [сайт] URL: http://www.luxembourgforfinance.com/en/products-services/investment-vehicles/alternative-investment-funds

15. Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) Number of UCIs [сайт] URL: https://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/statistics/monthly-statistics/number-of-ucis/

16. Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) Investment Policy of UCIs [сайт] URL: https://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/statistics/monthly-statistics/investment-policy-of-ucis/

17. Sovereign Wealth Fund Institute Fund Rankings [сайт] URL: http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/

18. Morningstar Fund Category Performance: Total Return [сайт] URL: http://news.morningstar.com/fund-category-returns/

19. 2015 ICI Fact Book Glossary [сайт] URL: http://www.icifactbook.org/fb_glossary.html#openend