

ОПТИМАЛЬНАЯ ОРГАНИЗАЦИОННО-ПРАВОВАЯ ФОРМА ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФОНДОВ ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ ДЛЯ КВАЛИФИЦИРОВАННЫХ ИНВЕСТОРОВЕлена Анатольевна ФЕДУЛОВА^{а*}, Юлия Михайловна ЕМОХОНОВА^б

^а доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры финансов и кредита, Институт экономики и менеджмента Кемеровского государственного университета, Кемерово, Российская Федерация
fedulovaea@mail.ru

^б ведущий специалист, Агентство по привлечению и защите инвестиций, Кемерово, Российская Федерация
emokhonova.yulia@gmail.com

* Ответственный автор

История статьи:

Принята 29.11.2016
Принята в доработанном виде 13.12.2016
Одобрена 27.12.2016
Доступна онлайн 27.01.2017

УДК 336.714

JEL: E22, F21, G23

Аннотация

Предмет. В последнее время актуализировались вопросы, связанные с выбором организационно-правовой формы для создания фондов прямых инвестиций. Предметом исследования является закрытый паевой инвестиционный фонд как оптимальная организационно-правовая форма функционирования фондов прямых инвестиций для квалифицированных инвесторов.

Цели и задачи. Для создания, работы и выхода инвесторов из фонда необходимо выбрать оптимальную организационно-правовую форму функционирования фондов прямых инвестиций для квалифицированных инвесторов и выявить ее преимущества и недостатки. Исходя из данной цели в статье поставлены и решены следующие задачи: рассмотрены различные виды организационно-правовых форм функционирования фондов прямых инвестиций; проанализированы законодательная база и нормативные документы, регулирующие деятельность фондов прямых инвестиций, управляющих компаний и других участников данного процесса в Российской Федерации; рассмотрена система налогообложения доходов фонда; определены этапы создания закрытых паевых инвестиционных фондов прямых инвестиций; выявлены основные преимущества и недостатки создания фондов прямых инвестиций в форме закрытого паевого инвестиционного фонда.

Методология. Используются сравнительный и логико-структурный анализы, системный подход, субъектно-объектный и диалектический методы.

Результаты. Определена оптимальная организационно-правовая форма и тип функционирования фондов прямых инвестиций для квалифицированных инвесторов в виде закрытого паевого инвестиционного фонда прямых инвестиций. Анализ законодательной базы и опыта возникновения и работы таких фондов позволил систематизировать этапы их создания в форме закрытого паевого инвестиционного фонда, а также выявить преимущества и недостатки для их участников.

Выводы и значимость. Результаты исследования могут быть использованы при принятии решения управляющей компанией при создании фонда прямых инвестиций, а также инвесторами при выборе закрытого паевого инвестиционного фонда прямых инвестиций с учетом преимуществ и недостатков такой организационно-правовой формы.

Ключевые слова: прямые инвестиции, фонд прямых инвестиций, закрытый паевой инвестиционный фонд

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2016

Введение

История фондов прямых инвестиций в России, по данным консалтинговой компании iTeam, началась в 1993 г., с появления частного фонда прямых инвестиций «Russian Partners». Постепенно на российский рынок пришли

крупные западные фонды, а затем стали открываться и отечественные.

Фонды прямых инвестиций в первую очередь ориентированы на приобретение доли в уставном капитале российских компаний за счет прямых инвестиций российских и

зарубежных как квалифицированных, так и неквалифицированных инвесторов, последующее наращивание стоимости компании и продажу ее или только доли инвестора. В результате этого фонд прямых инвестиций представляет интерес и для инвесторов, специализирующихся в области приобретения бизнеса, и для компаний, нуждающихся в инвестициях. Многие компании не могут реализовать проекты в связи со сложностью получения кредита в банке, публичное же размещение ценных бумаг очень затратный и долгий процесс.

Помимо этого, малоизвестные эмитенты не способны сразу вызвать интерес у частных инвесторов, и фонд прямых инвестиций может оказаться единственным источником финансирования для подобных компаний.

Таким образом, с одной стороны, подобный фонд является средством аккумуляции вложений в перспективный бизнес и инструментом отбора проектов для инвесторов, с другой стороны, сами компании и их владельцы заинтересованы в сотрудничестве с фондами.

Для создания, функционирования и выхода инвесторов из фонда необходимо выбрать оптимальную организационно-правовую форму работы фондов прямых инвестиций и выявить ее преимущества и недостатки. Исходя из данной цели в статье поставлены и решены следующие задачи: рассмотрены различные виды организационно-правовых форм функционирования фондов прямых инвестиций; проанализированы законодательная база и нормативные документы, регулирующие деятельность фондов прямых инвестиций, управляющих компаний и других участников данного процесса в Российской Федерации; рассмотрена система налогообложения доходов фонда; определены этапы создания закрытых паевых инвестиционных фондов прямых инвестиций; выявлены основные преимущества и недостатки создания фондов прямых инвестиций в форме закрытого паевого инвестиционного фонда.

Предмет и методы исследования

Предметом исследования является закрытый паевой инвестиционный фонд как оптимальная организационно-правовая форма функционирования фондов прямых инвестиций для *квалифицированных инвесторов*¹. В процессе исследования организационно-правовых форм фондов прямых инвестиций использованы сравнительный и логико-структурный анализы, системный подход, субъектно-объектный и диалектический методы.

Результаты и их обсуждения

В Российской Федерации существуют различные организационно-правовые формы создания и функционирования фондов прямых инвестиций (табл. 1).

Рассмотрев различные организационно-правовые формы функционирования фондов прямых инвестиций в Российской Федерации, мы видим, что создание фондов прямых инвестиций в формах ОАО и ООО нецелесообразно из-за двойного налогообложения доходов. Инвестиционное товарищество является относительно новой организационно-правовой формой, однако она не получила развития среди квалифицированных инвесторов вследствие недостаточного внешнего контроля: управляющая компания не обязана получать лицензию Банка России на осуществление доверительного управления средствами фонда, пользоваться услугами спецдепозитариев и проводить независимую аудиторскую проверку. Вследствие этого особое распространение получил паевой инвестиционный фонд (ПИФ) [1]. Согласно Федеральному закону Российской Федерации от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» паевые инвестиционные фонды в России бывают трех типов: открытые, интервальные и закрытые (табл. 2).

¹ Квалифицированный инвестор – это участник фондового рынка, который удовлетворяет критериям и требованиям согласно Указанию Банка России от 29.04.2015 № 3629-У «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами».

По данным Банка России, в 2015 г. в Российской Федерации было зарегистрировано 1 137 закрытых паевых инвестиционных фондов (табл. 3).

Важно отметить, что паевые инвестиционные фонды всех трех видов (закрытый, открытый и интервальный) разделяются на следующие подвиды в зависимости от объектов инвестирования:

- фонды акций, в том числе индексные фонды;
- фонды денежного рынка;
- фонды облигаций;
- фонды смешанных инвестиций;
- фонды венчурных инвестиций;
- фонды прямых инвестиций;
- фонды ипотечного покрытия;
- фонды фондов (инвестирующие в ПИФы);
- фонды недвижимости [2].

Для осуществления прямого инвестирования наиболее оптимальным типом фонда прямых инвестиций является закрытый паевой инвестиционный фонд, создаваемый на срок от 3 до 15 лет с возможностью пролонгации срока действия [3].

Как было отмечено ранее, в Российской Федерации зарегистрировано на конец 2015 г. 1 137 закрытых паевых инвестиционных фондов. Из них, по данным информационного ресурса Investfunds, 44 являются фондами прямых инвестиций (табл. 4). Однако данные об объеме капитала и доходности таких фондов не раскрываются.

Функционирование закрытого паевого инвестиционного фонда регулируется Банком России, фонды заносятся в реестр паевых инвестиционных фондов и регулируются рядом нормативных документов, регламентирующих деятельность фондов прямых инвестиций, управляющих компаний и других участников данного процесса в Российской Федерации (табл. 5).

Исходя из обзора нормативных документов, можно сделать вывод о том, что закрытый паевой инвестиционный фонд прямых инвестиций (ЗПИФ) создается управляющей компанией (УК), которая обычно имеет организационно-правовую форму – общество с ограниченной ответственностью (ООО) [4]. С юридической точки зрения создание управляющей компании возможно и в форме акционерного общества (АО). Однако наиболее целесообразной формой является ООО, поскольку регистрация управляющих компаний проходит без выпуска акций, что, соответственно, влияет на сокращение сроков проведения всех регистрационных процедур. Помимо этого, у управляющей компании, созданной в форме ООО, существует свобода в выборе модели корпоративного управления [5].

Управляющая компания является юридическим лицом, ответственным за управление капиталом фонда прямых инвестиций или консультирование фонда по вопросам выбора и оценки объектов инвестиций, подготовки инвестиционных меморандумов и заключения сделок с компаниями, контроль за их деятельностью и обеспечение выхода из них. Обычно у фонда существует *якорный инвестор*², который участвует в создании или является организатором фонда. Он также может выступать самым крупным инвестором и являться стимулом для привлечения других инвесторов. Якорный инвестор может быть наделен особыми полномочиями в органах управления фонда прямых инвестиций.

Чтобы осуществлять деятельность управляющая компания должна получить лицензию. Для образования ЗПИФ необходимо разработать и зарегистрировать в Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР России) Правила доверительного управления (ПДУ) [6].

Под правилами доверительного управления понимается документ, который содержит все

² Якорный инвестор (Anchor Investor) – инвестор в фонд прямых или венчурных инвестиций, который (первым) обязался внести значительную сумму для помещения в капитал, мобилизуемый этим фондом, что придает последующим инвесторам определенную степень уверенности.

основные моменты по управлению фондом, в нем обозначены права и обязанности управляющей компании и инвесторов, возможность выхода из него досрочно, порядок формирования и многое другое.

Правила доверительного управления разрабатываются самой управляющей компанией, однако она руководствуется основными типовыми правилами, которые утверждены Правительством РФ. Правила доверительного управления также содержат наименование управляющей компании, специализированного депозитария и регистратора, аудитора и оценщика (табл. 6).

В правилах доверительного управления указывается срок действия договора доверительного управления, описываются размеры вознаграждения и расходов, связанных с доверительным управлением фонда прямых инвестиций. Расходы и вознаграждение осуществляются за счет средств фонда.

В состав правил доверительного управления фондом входит инвестиционная декларация [7]. Инвестиционная декларация – это внутренний документ, определяющий характер и ключевые моменты инвестиционной деятельности, в ней описываются следующие моменты:

- цель инвестиционной политики управляющей компании;
- перечень объектов инвестирования;
- требования к структуре фонда;
- описание рисков, связанных с таким инвестированием;
- предполагаемая доходность [8].

Управляющая компания открывает специальный счет в банке, куда непосредственно направляются средства инвесторов. Каждый инвестор (пайщик) получает инвестиционный пай согласно Федеральному закону от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах». Пай не является эмиссионной ценной бумагой, а удостоверяет права ее

владельца на долю имущества, составляющего фонд прямых инвестиций.

Согласно Приказу ФСФР России от 28.12.2010 № 10-79/пз-н (ред. от 31.05.2011) «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» инвестором ЗПИФ прямых инвестиций может быть только квалифицированный инвестор [9].

Также согласно данному Приказу структура активов закрытого паевого инвестиционного фонда прямых инвестиций должна одновременно соответствовать следующим требованиям.

1. Оценочная стоимость акций акционерных обществ, включенных в котировальные списки фондовых бирж, а также долговых инструментов, за исключением долговых инструментов, выпущенных российскими хозяйственными обществами, более 25% размещенных обыкновенных акций (долей в уставных капиталах) которых составляют активы фонда, может составлять не более 10% стоимости активов.
2. Количество обыкновенных акций акционерного общества, не включенных в котировальные списки фондовых бирж, должно составлять более 25% общего количества размещенных обыкновенных акций этого акционерного общества, по которым зарегистрированы отчеты об итогах выпуска (дополнительного выпуска).
3. Доля в уставном капитале общества с ограниченной ответственностью должна составлять более 25% уставного капитала этого общества.

Важно отметить, что с 01.09.2016 вступило в силу 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», согласно которому минимальный размер собственных средств

управляющих компаний ПИФа должен составлять 10 млн руб., а с 01.07.2017 он повысится до 15 млн руб.

Учет прав на инвестиционные паи осуществляется специализированным регистратором на лицевых счетах в реестре владельцев инвестиционных паев.

Как было отмечено, фонд прямых инвестиций наращивает стоимость компаний, в которые были инвестированы средства инвесторов, затем осуществляет продажу и происходит закрытие фонда (рис. 1).

Закрытие фонда прямых инвестиций производится в следующих случаях:

- при истечении срока действия договора доверительного управления фондом;
- при досрочном частичном изъятии средств из фонда инвестором (если это предусмотрено правилами доверительного управления);
- если принято решение о досрочном прекращении фонда;
- если наступили иные основания, предусмотренные федеральными законами.

Возврат средств происходит посредством перехода бизнеса в следующую стадию развития. Существуют различные способы выхода инвестора из компании:

- выкуп доли уставного капитала, принадлежащей инвесторам, собственниками бизнеса (management buy-out, MBO) [10];
- выкуп бизнеса управляющей компанией;
- прямая продажа компании стратегическому/якорному инвестору;
- продажа компании внешним управляющим (management buy-in, MBI) [11–13];
- продажа путем публичного предложения акций, включая IPO. В России в связи с неразвитостью фондового рынка выход инвестора из фонда посредством IPO пока не получил широкого распространения.

Опираясь на обзор нормативных документов, мы можем представить создание закрытого

паевого фонда прямых инвестиций последовательностью этапов (табл. 7).

Налогообложение закрытых паевых инвестиционных фондов прямых инвестиций

В Российской Федерации ЗПИФ не является юридическим лицом, и, соответственно, доходы, поступающие в состав фонда прямых инвестиций, не облагаются налогом на прибыль. Возможность реинвестировать прибыль без потери является одним из ключевых преимуществ закрытого паевого инвестиционного фонда прямых инвестиций. Прибыль управляющей компании облагается налогом на прибыль. Инвесторы при выходе из фонда также платят налог на прибыль. Кроме того, в отношении инвесторов-нерезидентов применяются налоговые соглашения России с иными странами.

Вознаграждение участников осуществляется следующим образом:

- вознаграждение управляющей компании, которое складывается из двух составляющих: управленческая комиссия – 1,5–2% от суммы инвестиций в фонд на ежегодной основе, дополнительная комиссия – обычно около 20% прироста рыночной стоимости капитала фонда на этапе выхода из портфельных компаний при условии достижения минимального уровня доходности, которая обговаривается с инвестором на начальном этапе³;
- прибыль инвестора определяется при его непосредственном выходе из фонда [14]. Обычно не предусмотрен досрочный выход инвестора из фонда прямых инвестиций;
- комиссионное вознаграждение других участников процесса (депозитария, оценщика, аудитора и т.д.), рассчитывается как процент от среднегодовой стоимости активов фонда.

Фонды прямых инвестиций, осуществляющие свою деятельность в форме ЗПИФов, имеют следующие преимущества как для инвесторов

³ *Аитов А.Н.* Совершенствование системы управления паевыми инвестиционными фондами в России // *Финансовая аналитика: проблемы и решения.* 2011. № 23. С. 15–22.

и владельцев компаний, так и для менеджеров управляющей компании:

- 1) защита капитала фонда. Имущество фонда прямых инвестиций обособлено от имущества управляющей компании и принадлежит инвесторам на правах общей долевой собственности. Если управляющую компанию признают банкротом, капитал инвесторов останется нетронутым [15];
- 2) внешний контроль. Вся деятельность по управлению фондом контролируется Банком России, спецдепозитарием, аудиторами;
- 3) внутренний контроль. Инвесторы имеют право получать отчет о деятельности фонда, регулировать решения по изменению инвестиционной декларации;
- 4) выгодная система налогообложения. Налог на прибыль уплачивается только при выходе из фонда и продажи своей доли. Создается возможность реинвестирования;
- 5) заинтересованность управляющей компании в эффективной работе фонда. Управляющая компания ежегодно получает 1,5–2% вознаграждения за управление от стоимости имущества фонда. Однако основным доходом управляющей компании является процент от прибыли при закрытии фонда. Обычно это 20% [16];
- 6) разделение функций управления, хранения и учета средств фонда между независимыми друг от друга структурами;
- 7) возможность повысить эффективность бизнеса за счет предоставления финансирования. Компании не нужно брать кредит в банке, а вернуть вложенные средства инвесторы могут при продаже своей доли при закрытии фонда.

В свою очередь существуют и недостатки, которые возникают при осуществлении инвестиционной деятельности через закрытый паевой инвестиционный фонд прямых инвестиций:

- 1) отсутствие в открытом доступе информации, позволяющей оценить деятельность и доходность фондов прямых

инвестиций, функционирующих на российском рынке [17]. Иностранные информационные агентства, такие как Thompson Reuters и Prequin, располагают этими данными, однако подобные источники являются платными [18];

- 2) высокая себестоимость администрирования управляющей компании и значительные инфраструктурные издержки ЗПИФов;
- 3) трудности получения лицензии на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами;
- 4) недостаток управляющих компаний с большим собственным капиталом и опытом работы в данном секторе из-за небольшой истории прямого инвестирования в России [19].

Выводы

При анализе различных организационно-правовых форм необходимо учитывать, что создание фонда прямых инвестиций – относительно новый подход взаимодействия на рынке прямых инвестиций. Ценность вложений фонда определяется будущими ожиданиями той прибыли, которую он получит «на выходе». Поэтому для открытия фонда прямых инвестиций необходимо достигнуть консенсуса между инвесторами, управляющей компанией и компаниями-реципиентами (руководителями инвестиционных проектов). На основе анализа законодательной базы, практики применения различных организационно-правовых форм создания и функционирования фондов прямых инвестиций, процедуры налогообложения доходов фондов было выявлено, что самой доходной и оптимальной организационно-правовой формой для квалифицированных инвесторов является закрытый паевой инвестиционный фонд прямых инвестиций (табл. 8).

Гибкость договоров между инвесторами и управляющей компанией, в которых инвесторы могут выразить свои предпочтения, защита вложенных средств и возможность

вести дополнительные механизмы защиты интересов, а также отсутствие двойного налогообложения позволяют сделать вывод о том, что создание фонда прямых инвестиций в закрытой форме – достаточно надежный инструмент управления средствами квалифицированных инвесторов на российском рынке.

Таблица 1**Организационно-правовые формы фондов прямых инвестиций****Table 1****Forms of incorporation of private equity funds**

Организационно-правовая форма	Описание
Инвестиционное товарищество	Является разновидностью договора простого товарищества и аналогом ограниченного партнерства в мировой практике. Создается без образования юридического лица и действует на основании Федерального закона от 28.11.2011 № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе»
Паевой инвестиционный фонд прямых инвестиций	Управляющая компания таким фондом должна обладать лицензией Банка России на осуществление доверительного управления средствами фонда. Создается фонд без образования юридического лица и действует на основании Федерального закона от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»
Общество с ограниченной ответственностью (ООО)	Фонд в такой организационно-правовой форме создается в случае общего решения участников о допустимости двойного налогообложения доходов фонда или узкой специализации фонда
Акционерное общество (ЗАО и ОАО)	Фонд в такой организационно-правовой форме создается в случае общего решения участников о допустимости двойного налогообложения доходов фонда или узкой специализации фонда

Источник: составлено авторами

Source: Authoring

Таблица 2**Типы инвестиционных фондов в зависимости от наличия прав инвесторов****Table 2****Type of investment fund depending on availability of investor rights**

Тип фонда	Характеристика
Открытый инвестиционный фонд	Инвесторы вправе в любой рабочий день требовать от фонда (или управляющей компании) возврата инвестиций
Интервальный инвестиционный фонд	Инвесторы вправе требовать возврата инвестиций в течение сроков, установленных правилами такого фонда
Закрытый инвестиционный фонд	Инвесторы не вправе требовать возврата инвестиций до закрытия фонда

Источник: составлено авторами*Source:* Authoring**Таблица 3****Количество паевых инвестиционных фондов (закрытые, открытые, интервальные), зарегистрированных в Российской Федерации в 2014–2015 гг.****Table 3****The number of investment funds (closed-end, open-end, interval) registered in the Russian Federation in 2014–2015**

Тип фонда	2014	2015	Изменение за год, %
Закрытый	1 165	1 137	–2,4
Открытый	430	372	–13,5
Интервальный	59	50	–15,3

Источник: Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов.URL: http://www.cbr.ru/finmarkets/files/supervision/review_2015_190416.pdf*Source:* Overview of key indicators of private equity and joint stock mutual funds.Available at: http://www.cbr.ru/finmarkets/files/supervision/review_2015_190416.pdf. (In Russ.)

Таблица 4

Список закрытых паевых инвестиционных фондов прямых инвестиций, зарегистрированных в Российской Федерации (по данным на 18.11.2016)

Table 4

A list of closed-end private equity funds registered in the Russian Federation (as of November 18, 2016)

Название фонда	Управляющая компания
АК БАРС – Инвестиции	АК БАРС КАПИТАЛ
Актив-Сити	БФА
Альбиорикс	Эвокорп
Архангельское Эстейт	АНЕКТ
Базис – Долгосрочные инвестиции	Базис-Инвест
Бизнес Активы	ИнтерФинанс Управление Активами
Вектор Плюс	Инфраструктурные инвестиции
ВЕЛЕС Эстейт	ВЕЛЕС Менеджмент
ВТБ – Долгосрочные инвестиции	ВТБ Капитал Управление активами
ГазДевелопмент – прямые инвестиции	Цитадель Эссетс Менеджмент
ГазИнвестПроект – прямые инвестиции	Цитадель Эссетс Менеджмент
Газпромбанк – Машиностроение	Газпромбанк – Управление активами
Гостиницы и Курорты	ВТБ Капитал Управление активами
Гостиничный комплекс	Коллективные инвестиции
ГОТИКА	ТМ-ТРАСТ
Гранд Прямые Инвестиции	Сокол
Директ 1	Надежное управление
Инвестиционные горизонты	Центральная трастовая компания
Инвестиционный клуб	АК БАРС КАПИТАЛ
Инфраструктура	АкадемКапитал
Инфраструктурный капитал	Дженерал Кэпитал
Комфортный	ТРАНСФИНГРУП
Континент	ТЕТИС Кэпитал
Модернизация Инновация Развитие	МИР
Новое Возрождение	Первая трастовая компания
Основа	ТрастЮнион Эссет Менеджмент
Перспектива	Успешная управляющая компания Республики Татарстан
Проектные инвестиции	Аурум Инвестмент
ПроИнвест	ГФТ КАПИТАЛ
Профессионал	ТФБ Капитал
РВМ Отель	РВМ Капитал
Регион Развитие	Регион Дон
Руснедра	Актив Инвест
САН – Прямые инвестиции	САН
СЕДЬМОЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ	Национальная управляющая компания
СибиряК – Инвест	СибиряК
Солид Сервис	СОЛИД Менеджмент
Стратегические инвестиции	Менеджмент-Центр
Стратегический	УРАЛСИБ Эссет Менеджмент
Стратегический	ВТБ Капитал Управление активами
Цитадель – Капитал	Цитадель Эссетс Менеджмент
Энергия Плюс	Инфраструктурные инвестиции
Южноуральский	ТрастЮнион Эссет Менеджмент
Юрмала – Парк	АНЕКТ

Примечание. Данная категория фондов не рейтингуется.

Источник: Информационный ресурс Investfunds. URL: <http://www.inve.tfunds.ru>

Note. This category of funds is not rated.

Source: Investfunds. Available at: <http://www.investfunds.ru> (In Russ.)

Таблица 5

Нормативные документы, регулирующие деятельность фондов прямых инвестиций, управляющих компаний и других участников данного процесса в Российской Федерации

Table 5

Regulations governing the activities of private equity funds, management companies and other participants of the process in the Russian Federation

Нормативный документ	Ключевые моменты
Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»	Дается определение понятию «паевой инвестиционный фонд», указываются условия заключения договора доверительного управления, ответственность участников, порядок закрытия паевого инвестиционного фонда
Приказ ФСФР России от 28.12.2010 № 10-79/пз-н (ред. от 31.05.2011) «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов»	Определяет требования к составу и структуре активов закрытых паевых инвестиционных фондов, относящихся к категории фондов прямых инвестиций (п. VI)
Постановление Правительства РФ от 25.07.2002 № 564 (ред. от 18.04.2013) «О Типовых правилах доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом»	Определяет условия доверительного управления фондом, права и обязанности управляющей компании, права владельцев инвестиционных паев, вознаграждения и расходы
Приказ ФСФР России от 15.04.2008 № 08-17/пз-н (ред. от 24.04.2012) «Об учете прав на инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов»	Определяет порядок ведения реестра владельцев инвестиционных паев
Приказ ФСФР России от 07.02.2008 № 08-5/пз-н (ред. от 30.07.2013) «Об утверждении Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания владельцев инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда»	Определяет требования к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания владельцев инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда
Инструкция Банка России от 06.11.2014 № 157-И «О порядке регистрации правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом и изменений и дополнений в них»	Устанавливает порядок регистрации правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом и регистрации изменений и дополнений в них, включая требования к составу и содержанию представляемых на регистрацию документов
Приказ ФСФР России от 22.05.2008 № 08-20/пз-н «О требованиях к срокам приема заявок на приобретение и погашение инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда и порядке выплаты денежной компенсации при погашении инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда»	Определены требования к срокам на приобретение и погашение инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда
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»	Устанавливает требования к собственным средствам управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов и соискателей лицензии управляющей компании

Источник: составлено авторами

Source: Authoring

Таблица 6**Участники закрытого паевого инвестиционного фонда прямых инвестиций, обеспечивающие управление средствами, их хранение и контроль****Table 6****Participants of closed-end private equity fund providing for asset management, storage and control**

Участник	Функции
Специализированный депозитарий	Контролирует операции со средствами фонда и деятельность управляющей компании
Специализированный регистратор	Ведет реестр владельцев инвестиционных паев, фиксирует все приобретения, обмен, передачу и погашение паев
Аудитор	Осуществляет независимую оценку отчетности управляющей компании
Агент	Может приобретать долю в фонде вместо инвестора на основании доверенности или соглашения
Независимый оценщик	Предоставляет независимое экспертное заключение о стоимости фонда

Источник: составлено авторами*Source:* Authoring**Таблица 7****Этапы создания закрытого паевого инвестиционного фонда прямых инвестиций****Table 7****Stages of creating a closed-end fund of direct investment**

Шаг	Этап
1	Создание управляющей компании
2	Получение лицензии на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами
3	Государственная регистрация правил доверительного управления ЗПИФом федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг
4	Утверждение внутренних регламентных документов
5	Признание квалифицированных инвесторов [12]
6	Открытие транзитного счета управляющей компании для формирования фонда, куда осуществляется перечисление денежных средств в оплату инвестиционных паев [13]
7	Открытие лицевого счета управляющей компании
8	Прием заявок от инвесторов
9	Открытие расчетного счета управляющей компании для расчетов по операциям доверительного управления
10	Выдача инвестиционных паев ЗПИФ инвесторам
11	Утверждение отчета о завершении формирования фонда прямых инвестиций

Источник: составлено авторами*Source:* Authoring

Таблица 8

Характеристика критериев ЗПИФ как организационно-правовой формы функционирования фондов прямых инвестиций для квалифицированных инвесторов

Table 8

Characteristics of the criteria of closed-end investment fund as a form of incorporation of private equity funds for qualified investors

Критерий	Характеристика критерия
Орган управления	Управляющая компания осуществляет доверительное управление; общее собрание владельцев инвестиционных паев принимает решения по отдельным вопросам деятельности фонда
Активы фонда	Активы фонда обособлены от активов управляющей компании; в случае банкротства управляющей компании активы фонда защищены от обращения взыскания со стороны кредиторов
Риски	Снижение рисков при реализации проектов за счет их диверсификации
Налогообложение	Общая система налогообложения (отсутствие двойного налогообложения дохода фонда)
Внешний контроль	Деятельность фонда контролируется Банком России, спецдепозитарием, аудиторами

Источник: составлено авторами

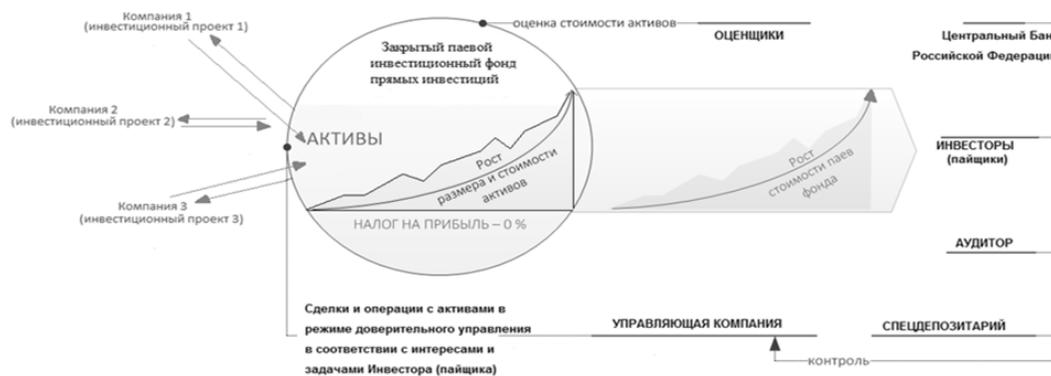
Source: Authoring

Рисунок 1

Схема функционирования закрытого паевого инвестиционного фонда прямых инвестиций

Figure 1

A scheme of closed-end private equity fund functioning



Источник: составлено авторами

Source: Authoring

Список литературы

1. Кулебякин К.А. Закрытые паевые инвестиционные фонды венчурных инвестиций в системе инвестирования инновационной деятельности в России // Вестник Ярославского государственного университета им. П.Г. Демидова. Серия Гуманитарные науки. 2011. № 2. С. 198–201.
2. Лаврентьев М. Разновидности российских паевых инвестиционных фондов и риски инвестирования в современных экономических условиях // Финансовая жизнь. 2012. № 2. С. 80–85.
3. Посталюк М.П., Нурмухаметов Р.Р. Инвестиционные фонды в Российской экономике: понятие, принципы организации и типологии // Вестник ТИСБИ. 2013. № 2. С. 146–157.
4. Спиридонова А.В. Тенденции и перспективы развития рынка закрытых паевых инвестиционных фондов // Статистика и Экономика. 2013. № 6. С. 106–109.
5. Анесяни С.А., Истомина Ю.С. Использование механизма ЗПИФ в проекте по созданию международного финансового центра // Новые технологии. 2013. № 2. С. 17–23.
6. Стрелина О.В. Новый вид договора доверительного управления паевыми инвестиционными фондами // Бизнес в законе. 2011. № 6. С. 71–73.
7. Новые тенденции в развитии российской модели корпоративного управления: посткризисные уроки и выводы / под ред. И.Н. Ткаченко. Екатеринбург: Уральский государственный экономический университет, 2011. 302 с.
8. Ножкин С.А. Существенные условия договора доверительного управления, определяющие особенности управления паевым инвестиционным фондом // Вестник Краснодарского университета МВД России. 2012. № 2. С. 35–39.
9. Ляхнова А.Н. О паевых инвестиционных фондах для квалифицированных инвесторов при реализации инвестиционных и девелоперских проектов // Финансовая экономика. 2013. № 1-2. С. 49–56.
10. Kovalski D. Private Equity Firms Set to Feast on Manager Buyouts. *Pensions and Investments*, 2003, vol. 31, no. 7.
11. Bacon N., Wright M., Demina N. et al. The Effects of Private Equity and Buy-outs on HRM in the UK and the Netherlands. *Human Relations*, 2008, vol. 61, no. 10, pp. 1399–1433.
12. Жук Е.А. Квалифицированный инвестор в Евросоюзе, США и РФ: правовые модели // Рынок ценных бумаг. 2008. № 5. С. 47–49.
13. Егоров В.С. Заключение договора доверительного управления паевыми инвестиционными фондами // Образование. Наука. Научные кадры. 2014. № 3. С. 41–43.
14. Евстратова У.А. Законодательные инновации – новые возможности ПИФов // Рынок ценных бумаг. 2008. № 5. С. 28–32.
15. Яфясов Р.Р. Конструктивные различия фондов прямых инвестиций и венчурных фондов в России // Вопросы экономики и права. 2011. № 32. С. 7–10.
16. Емохонова Ю.М. Инструментарий доверительного управления прямыми инвестициями: методологические аспекты // Сибирская финансовая школа. 2016. № 4. С. 180–184.

17. Мугаева Е.В. Российский рынок прямых и венчурных инвестиций // Российское предпринимательство. 2012. № 10. С. 24–28.
18. Коробкина Н. Кому в России нужны GIPS // Рынок коллективных инвестиций. 2012. № 10. С. 45–46.
19. Федулова Е.А., Емохонова Ю.М. Организационные формы коллективного инвестирования прямых инвестиций: проблемы и перспективы развития // Сибирская финансовая школа. 2015. № 4. С. 81–84.

Информация о конфликте интересов

Мы, авторы данной статьи, со всей ответственностью заявляем о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

**AN OPTIMAL ORGANIZATIONAL AND LEGAL FORM OF PRIVATE EQUITY FUND
FUNCTIONING FOR QUALIFIED INVESTORS****Elena A. FEDULOVA^{a,*}, Yuliya M. EMOKHONOVA^b**^a Kemerovo State University, Kemerovo, Russian Federation
fedulovaea@mail.ru^b Siberian Academy of Finance and Banking, Kemerovo, Russian Federation
emokhonova.yulia@gmail.com

* Corresponding author

Article history:Received 29 November 2016
Received in revised form
13 December 2016
Accepted 27 December 2016
Available online
27 January 2017**JEL classification:** E22, F21,
G23**Keywords:** direct investment,
private equity fund,
closed-end mutual fund**Abstract****Subject** The article addresses closed-end mutual funds as the best possible organizational-legal form of private equity funds for qualified investors.**Objectives** The purpose of the study is to choose the optimal form of incorporation of private equity funds for qualified investors and identify its strengths and weaknesses.**Methods** In the study, we employ a comparative and logical-structure analysis, a systems approach, subject-object and dialectical methods.**Results** The optimal organizational-legal form and type of operation of private equity funds for qualified investors is a closed-end mutual fund. We analyzed the legal framework and experience in creation and operation of private equity funds and systematized the stages of fund creation. The analysis also enabled to identify advantages and disadvantages for the fund participants.**Relevance** The findings may be useful for management companies creating a private equity fund, for investors choosing a private equity fund for their investments based on advantages and disadvantages of this form of incorporation.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2016

References

1. Kulebyakin K.A. [Closed-end mutual funds of venture capital investments in the system of investment in innovation activities in Russia]. *Vestnik Yaroslavskogo gosudarstvennogo universiteta im. P.G. Demidova. Seriya Gumanitarnye nauki = Vestnik of Yaroslavl State University. Series Humanities*, 2011, no. 2, pp. 198–201. (In Russ.)
2. Lavrent'ev M. [Types of Russian mutual funds and risks of investing in modern economic conditions]. *Finansovaya zhizn' = Financial Life*, 2012, no. 2, pp. 80–85. (In Russ.)
3. Postalyuk M.P., Nurmukhametov R.R. [Investment funds in the Russian economy: A concept, principles of organization and typology]. *Vestnik TISBI = TISBI Bulletin*, 2013, no. 2, pp. 146–157. (In Russ.)
4. Spiridonova A.V. [Trends and prospects for development of the closed-end mutual fund market]. *Statistika i Ekonomika = Statistics and Economics*, 2013, no. 6, pp. 106–109. (In Russ.)
5. Anesyani S.A., Istomina Yu.S. [Using the closed-end investment fund mechanism in the project for international financial center creation]. *Novye tekhnologii = New Technologies*, 2013, no. 2, pp. 17–23. (In Russ.)
6. Strelina O.V. [A new type of trust agreement on mutual fund management]. *Biznes v zakone = Business in Law*, 2011, no. 6, pp. 71–73. (In Russ.)
7. *Novye tendentsii v razvitií rossiiskoi modeli korporativnogo upravleniya: postkrizisnye uroki i vyvody* [New trends in the development of Russian corporate governance model: Post-crisis lessons and conclusions]. Yekaterinburg, Ural State University of Economics Publ., 2011, 302 p.

8. Nozhkin S.A. [Material terms of trust agreement defining the specific features of investment fund management]. *Vestnik Krasnodarskogo universiteta MVD Rossii = Bulletin of Krasnodar University of the Ministry of the Interior of Russia*, 2012, no. 2, pp. 35–39. (In Russ.)
9. Lyakhnova A.N. [On mutual funds for qualified investors implementing investment and development projects]. *Finansovaya ekonomika = Financial Economics*, 2013, no. 1-2, pp. 49–56. (In Russ.)
10. Kovaleski D. Private Equity Firms Set to Feast on Manager Buyouts. *Pensions and Investments*, 2003, vol. 31, no. 7.
11. Bacon N., Wright M., Demina N. et al. The Effects of Private Equity and Buy-outs on HRM in the UK and the Netherlands. *Human Relations*, 2008, vol. 61, no. 10, pp. 1399–1433.
12. Zhuk E.A. [Qualified investor in the EU, USA and Russia: Legal models]. *Rynok tsennykh bumag = Securities Market*, 2008, no. 5, pp. 47–49. (In Russ.)
13. Egorov V.S. [Making a discretionary management contract for mutual funds]. *Obrazovanie. Nauka. Nauchnye kadry = Education, Science, Academic Staff*, 2014, no. 3, pp. 41–43. (In Russ.)
14. Evstratova U.A. [Legislative innovations as new opportunities of unit funds]. *Rynok tsennykh bumag = Securities Market*, 2008, no. 5, pp. 28–32. (In Russ.)
15. Yafyasov R.R. [Structural differences of private equity funds and venture capital funds in Russia]. *Voprosy ekonomiki i prava = Problems of Economics and Law*, 2011, no. 32, pp. 7–10. (In Russ.)
16. Emokhonova Yu.M. [Tools of trust management of direct investment: Methodological aspects]. *Sibirskaya finansovaya shkola = Siberian Financial School*, 2016, no. 4, pp. 180–184. (In Russ.)
17. Mugaeva E.V. [The Russian market of direct and venture investments]. *Rossiiskoe predprinimatel'stvo = Russian Journal of Entrepreneurship*, 2012, no. 10, pp. 24–28. (In Russ.)
18. Korobkina N. [Who needs GIPS in Russia]. *Rynok kollektivnykh investitsii = Pooled Investment Market*, 2012, no. 10, pp. 45–46. (In Russ.)
19. Fedulova E.A., Emokhonova Yu.M. [Organizational forms of collective investing of direct investment: Problems and development prospects]. *Sibirskaya finansovaya shkola = Siberian Financial School*, 2015, no. 4, pp. 81–84. (In Russ.)

Conflict-of-interest notification

We, the authors of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.