



Людмила Корнеева

заместитель руководителя направления спецдепозитарного обслуживания
АО «Специализированный депозитарий «ИНФИНИТУМ»

ПЕРВЫЕ ИТОГИ РАБОТЫ КОМБИНИРОВАННЫХ ФОНДОВ

ВВЕДЕНИЕ

На сегодняшний день можно уверенно констатировать лишь одно: с возможностью инвестирования имущества паевых инвестиционных фондов в любое имущество, за исключением наличных денежных средств, предоставленной Указанием Банка России от 5 сентября 2016 г. № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» (далее — Указание № 4129-У, новое Положение, новое Положение о составе и структуре активов ПИФа), интерес к этому инструменту со стороны рынка коллективных инвестиций резко возрос.

Количество рассматриваемых управляющими компаниями и специализированными депозитариями проектов, на основе которых могут быть сформированы ПИФы, увеличилось в несколько раз. Значительно расширились сферы и направления бизнеса, которые наряду с рынком ценных бумаг становятся предметом внимания потенциальных инвесторов.

Вместе с тем, чтобы сделать наиболее объективные выводы о деятельности комбинированных фондов, необходимо всесторонне изучить имеющуюся на сегодняшний день практику работы ПИФов данной категории.

Аргументы в пользу выбора комбинированной категории ПИФС учетом требований ст. 14.1 Федерального закона от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» и Указание № 4129-У комбинированные фонды могут создаваться в форме паевого инвестиционного фонда интервального или закрытого типа. При этом возможности выбора ограниченности паев в обороте у управляющей компании нет — паи комбинированного фонда должны быть предназначены для квалифицированных инвесторов (табл. 1).

Это обусловлено в первую очередь неограниченностью перечня видов имущества, которое может составлять комбинированный фонд. Инвестиционные стратегии, реализуемые управляющими в рамках комбинированных фондов, зачастую направлены на наполнение ПИФа высокорисковыми и малоликвидными активами, в связи с чем возникает необходимость на законодательном уровне защитить инвесторов, не имеющих пока соответствующего инвестиционного опыта.

Условие об ограниченности паев в обороте в значительной степени сужает круг потенциальных пайщиков и часто не позволяет дойти до этапа формирования фонда. При этом с учетом озвученной Банком России в конце прошлого года концепции изменений в действующее

законодательство, регулирующих порядок защиты инвесторов на финансовом рынке, рассчитывать на либерализацию в данном вопросе в обозримом будущем не приходится. Вместе с тем стоит отметить, что с этой проблемой сталкиваются в первую очередь инвесторы, ранее никогда не работавшие с рынком коллективных инвестиций и желающие использовать данный инструмент как способ дополнительного привлечения средств для развития собственного бизнеса.

Первые ПДУ комбинированных ПИФов на рынке были зарегистрированы клиентами «ИНФИНИТУМ» Банком России 26 января 2017 г. По данным Банка России, по состоянию на конец мая 2017 г. зарегистрировано 40 Правил доверительного управления фондов такой категории.

Соотношение паевых инвестиционных фондов по категориям, правила доверительного управления которых зарегистрированы с даты вступления в силу нового Положения о составе и структуре активов, показано на рисунке.

С чем же связан такой интерес управляющих компаний к комбинированным ПИФам?

1. Значительное сокращение количества категорий фондов. Если раньше Приказом ФСФР РФ от 28 декабря 2010 г. № 10-79/пз-н «Об утверждении Положе-

Таблица 1. ОГРАНИЧЕНИЯ В ОБОРОТЕ КОМБИНИРОВАННЫХ ФОНДОВ

Категория ПИФа	Типы			Ограничение в обороте	
	ОПИФ	ИПИФ	ЗПИФ	КИ	Не КИ
Комбинированный	х	+	+	+	х

ния о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» (далее — Приказ № 10-79/пз-н) таких категорий было предусмотрено 16, то теперь их стало 4 (табл. 2).

Из этих четырех категорий комбинированный фонд в отличие от трех других является наиболее привлекательным в связи с отсутствием каких-либо ограничений по составу и структуре активов.

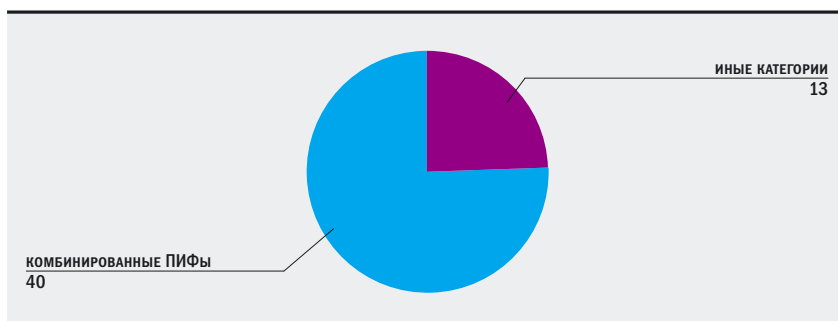
2. Разнообразие категорий фондов, предусмотренное Приказом № 10-79/пз-н, было обусловлено четкой направленностью инвестиций каждой конкретной категории, которая выражалась в закрытом перечне активов. Отдельные категории фондов содержали уникальные, недоступные для других категорий активы:

- иностранные внебиржевые инструменты — только в ПИФах долгосрочных прямых инвестиций;
- художественные ценности — в паевом инвестиционном фонде художественных ценностей;
- драгоценные металлы — только в хедж-фонде и фонде товарного рынка, и т. д.

В отдельных случаях при определении модели работы управляющей компании приходилось делать выбор, исходя из наибольшей заинтересованности в наличии того или иного актива в составе фонда и отказываясь от части своих планов. Популярность комбинированных фондов обусловлена возможностью объединять в своем составе как активы любых предусмотренных ранее категорий, так и совершенно новые виды активов в любой пропорции. Конструкция фонда позволяет управляющим формировать и обслуживать более узкую линейку ЗПИФов, что в перспективе способствует снижению операционных издержек УК на создание и обслуживание ПИФов, а также реализации двух и более разнонаправленных проектов в одном фонде.

3. В соответствии с Приказом № 10-79/пз-н категории паевых инвестиционных фондов отличаются друг от друга не только составом, но и требованиями к предельным значениям структурных показателей для отдельных активов, в которые может быть инвестировано имущество ПИФа. Минимальные величины в большей степени определялись направлением инвестиций, соотносимых с названием конкретной категории.

СООТНОШЕНИЕ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ ПО КАТЕГОРИЯМ



Так, например, для фондов облигаций Приказом № 10-79/пз-н устанавливалось, что не менее 2/3 рабочих дней в течение одного календарного квартала оценочная стоимость долговых инструментов должна составлять не менее 50% стоимости активов ПИФа, а управляющая компания закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости должна планировать свою деятельность, исходя из необходимости обеспечить наличие в составе такого фонда инвестиций в недвижимость на сумму не менее 40% стоимости чистых активов в течение не менее 2/3 рабочих дней в рамках одного календарного года. На фонды, Правила доверительного управления которых пока не приведены в соответствии с Указанием № 4129-У, данные требования по-прежнему распространяются.

При этом максимальные значения, призванные контролировать уровень возможных рисков, были установлены как для фондов, паи которых не ограничены в обороте, так и для ПИФов, паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов. Либеральность Указания № 4129-У в первую очередь состоит как раз в полном отсутствии каких-либо ограничений к структуре фондов комбинированной категории. И пайщикам фонда, которые являются квалифицированными инвесторами, регулятор предоставил возможность самостоятельно оценивать приемлемый для них уровень риска. Данное обстоятельство делает еще более важным процесс ознакомления будущего пайщика с Правилами доверительного управления перед принятием решения о приобретении инвестиционных паев.

Отсутствие структурных ограничений дает управляющей компании свободу выбора в распределении имущества фонда между предусмотренными его инвести-

онной декларацией активами в каждый момент времени, что побуждает управляющие компании активно вносить изменения в Правила доверительного управления уже давно функционирующих фондов с целью получить большую свободу действий и избежать возможного нарушения требований к структуре его активов.

4. Важнейшим вопросом для управляющих компаний паевых инвестиционных фондов всегда была возможность оплаты расходов, связанных с осуществлением доверительного управления имуществом этого фонда.

Предыдущая редакция Указания Банка России от 24 декабря 2014 г. № 3506-У «О перечне расходов, связанных с доверительным управлением имуществом, составляющим активы акционерного инвестиционного фонда, или имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд» напрямую увязывала возможность оплаты ряда расходов с категорией ПИФа. Текущая редакция, вступившая в силу в начале этого года, устанавливает зависимость исключительно от наличия соответствующего имущества в составе фонда. Соответственно, комбинированный фонд, состав которого не ограничен на законодательном уровне, дает возможность оплаты любого вида предусмотренных Указанием № 3506-У расходов за счет имущества фонда этой категории.

5. Еще одним аргументом в пользу выбора комбинированной категории является возможность оставить неизменной стратегию управления закрытым паевым инвестиционным фондом недвижимости, паи которого ограничены в обороте, созданным в период действия Приказа № 10-79/пз-н.

Управляющие компании закрытых ПИФов, желающие привлечь инвестиции путем дополнительной выдачи паев и после 18 декабря 2017 г., сталкиваются

Таблица 2. КАТЕГОРИИ ФОНДОВ

Категории ПИФов согласно 10-79/пз-н		Категории ПИФов согласно 4129-У	
категория	только КИ	категория	могут быть КИ
Фонд денежного рынка	КИ/Не КИ	Рыночных финансовых инструментов	Не КИ
Фонд облигаций	КИ/Не КИ	Финансовых инструментов	КИ
Фонд акций	КИ/Не КИ	Недвижимости	КИ/Не КИ
Фонд смешанных инвестиций	КИ/Не КИ	Комбинированный	КИ
Фонд прямых инвестиций	КИ		
Фонд особо рискованных (венчурных) инвестиций	КИ		
Фонд фондов	КИ/Не КИ		
Рентный фонд	КИ/Не КИ		
Фонд недвижимости	КИ/Не КИ		
Ипотечный	КИ/Не КИ		
Индексный	КИ/Не КИ		
Кредитный	КИ		
Фонд товарного рынка	КИ/Не КИ		
Хедж-фонд	КИ		
Фонд художественных ценностей	КИ/Не КИ		
Фонд долгосрочных прямых инвестиций	КИ		

ся с необходимостью приведения Правил доверительного управления фондов в соответствие с требованиями Указания № 4129-У. Новое Положение исключило для фондов недвижимости, паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов, право выдачи займов за счет имущества фонда, а также вложение средств ПИФов в акции и доли хозяйственных обществ вне зависимости от направления деятельности последних.

Соответственно, для тех ЗПИФов недвижимости, в состав которых на данный момент входят акции или доли строительных компаний, а также имеющих права требования из договоров займа, допустимые в соответствии с Приказом № 10-79/пз-н, выбор категории при приведении Правил доверительного управления в соответствие с новым Положением очевиден: ранее сформированная стратегия управления сохраняется только в рамках комбинированного фонда.

6. Пункт 8 ст. 17 Федерального закона от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» не допускает внесения в Правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом или исключения из них указания на то, что инвестиционные паи этого фонда предназначены для квалифицированных инвесторов. Соответственно, управляющим компаниям паевых инвестиционных фондов, паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов, остается сделать выбор между комбинированным ПИФом, фондом финансовых инструментов и фондом недвижимости (паи которого ограничены в обороте).

Отличаются от комбинированного фонда оставшиеся две категории наличным закрытого перечня активов, делающих инвестиции этих фондов более узконаправленными, профильными. Вместе с тем наличие ограничений может стать и плюсом для потенциальных инвесторов, делая фонд более понятным инструментом, описание направления инвестиций которого обусловлено названием его категории.

КОМБИНИРОВАННЫЙ ФОНД КАК ВОЗМОЖНОСТЬ ВЫХОДА КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В НОВЫЕ СФЕРЫ БИЗНЕСА

В состав комбинированного ПИФа может входить любое имущество, за исключением наличных денежных средств.

Тезис о включении любого имущества в ПИФ вызвал много шума на рынке коллективных инвестиций.

Идея о возможности «упаковать» в инструмент финансового рынка совершенно различные виды бизнеса и новые проекты, раздвигая тем самым ставшие узкими для многих границы ПИФов, будоражит умы управляющих.

Именно этим объясняется резкое повышение интереса к данному инструменту. Область поиска управляющими компаниями новых инвесторов значительно расширилась. Проектам, которые ранее не могли быть реализованы через ПИФы в связи с ограничениями состава активов, был дан на законодательном уровне «зеленый свет».

Однако перед воплощением идеи в жизнь и переходом к практической реализации проектов важно детально проанализировать законодательные ограничения (в том числе специальные нормы, регулирующие правоотношения сторон в различных областях бизнеса, налоговое законодательство и др.) и учесть не всегда лежащие на поверхности нюансы функционирования и обслуживания фонда.

Так, изучение возможности инвестирования имущества ПИФа в патенты и права на товарный знак выявило правовую коллизию, аналогичную возникшей на заре выхода паевых инвестиционных фондов на рынок недвижимости. Согласно отдельным нормам Гражданского кодекса Российской Федерации и подзаконных актов, определяющих порядок регистрации таких прав, обладателем исключительного права на товарный знак может быть юридическое лицо или индивидуальный предприниматель, и паевой инвестиционный фонд, имеющий особый статус и не являющийся юридическим лицом, не может стать участником данных правоотношений. Возможность организации через ПИФ систематического кредитования физических лиц под залог автомобилей исключается ограничениями Федерального закона от 21 декабря 2013 г. № 353-ФЗ «О потребительском кредите (займе)», определяющего отдельные требования к некредитным финансовым организациям, которые осуществляют профессиональную деятельность по предоставлению потребительских займов.

Это еще раз подтверждает необходимость глубокого предварительного погружения в новые сферы возможного инвестирования имущества ПИФов.

Несмотря на закреплённую на законодательном уровне возможность инвестирования имущества комбинированного фонда в любое имущество, за исключением наличных денежных средств, по факту имущество абсолютного большинства ПИФов этой категории продолжают инвестировать в уже привычные инструменты.

В первую очередь это связано с тем, что действующее законодательство Российской Федерации в Положении о деятельности специализированных депозитариев, утвержденном Банком России 10 июня 2015 г. № 474-П, возлагает обязанность по хранению имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, на специализированный депозитарий и одновременно с этим устанавливает ответственность специализированного депозитария за сохранность имущества в размере его стоимости, даже если функции хранения делегированы третьим лицам. Анализ проектов, проведенный за первое полугодие действия нового Положения, показывает, что соблюдение требований к хранению имущества ПИФа сопряжено с детальным погружением спецдепозитария в механизмы функционирования каждого проекта. Для проектов, связанных с инвестированием в зерно, необходимо изучение возможных мест и условий хранения зерна; для проектов, связанных с возможным инвести-

рованием в строительную технику, — порядком определения работоспособности техники, безопасности ее применения; для проектов, связанных с инвестированием в животноводство, — определением условий содержания животных и т. д.

Специализированные депозитарии, в том числе «ИНФИНИТУМ», уже имеют опыт обслуживания фондов художественных ценностей, хранение которых также не является профильным для спецдепозитария. И этот опыт лишь подтверждает наличие сложностей, связанных с реализацией проектов с любым имуществом.

Таковыми являются:

- Значительное количество времени на проработку и запуск инвестиционного проекта.

Проработка может занимать несколько месяцев, по истечении которых данный продукт зачастую оказывается непривлекательным для ранее сформированного пула инвесторов.

- Существенные финансовые затраты на организацию процесса хранения имущества ПИФа.

В частности, речь идет о расходах на аренду помещений для хранения имущества ПИФа и различных способах хеджирования рисков его порчи или утраты. В конечном счете объем таких затрат может значительно превысить возможные выгоды.

Отсутствие решения вопроса об ответственности специализированного депозитария за хранение любого имущества, за исключением ценных бумаг, вызовет серьезные затруднения в осуществлении

большинства новых проектов, оставляя рынку коллективных инвестиций возможность работы в той же нише, ограниченной рынком ценных бумаг и недвижимостью, не требующей реального хранения актива, за исключением ценных бумаг.

Возможным решением может стать внесение изменений в законодательство, которые сузили бы перечень активов, подлежащих хранению в специализированном депозитарии, до ценных бумаг и определили возможность для специализированного депозитария учета права на иные виды имущества, кроме ценных бумаг и недвижимости, на основании предоставленных управляющей компанией первичных документов. Принимая во внимание, что паи комбинированного фонда могут быть приобретены квалифицированными инвесторами, можно предположить, что при таких условиях у пайщиков есть возможность самостоятельной оценки своих рисков, в том числе и по хранению активов не в специализированном депозитарии.

Вместе с тем исключать возможность инвестирования имущества комбинированного фонда в ранее недоступные активы нельзя. Отдельные управляющие компании и специализированные депозитарии, готовые к временным и финансовым затратам для устранения указанных выше проблем, занимаются совместной проработкой различных проектов, которые, будем надеяться, в обозримом будущем позволят управляющим компаниям существенно расширить область своей деятельности. ■

