Сергей СЕЛЕЗНЕВ

Налоговое и страновое развитие фондов прямых инвестиций

За последнее десятилетие Россия сделала серьезные шаги в области финансовых инноваций: появились и работают венчурные фонды, формируются фонды коллективных инвестиций, создаются институты развития отраслей экономики – у отечественной науки и бизнеса появился реальный шанс интегрироваться в мировой инновационный процесс. Наиболее существенное воздействие на развитие законодательной базы, стимулирующей основы нововведений в деятельности организованного финансового рынка, оказали Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР РФ), Банк России и Федеральная налоговая служба. На уровне правительства разработаны меры, предусматривающие динамичное развитие рынка коллективных инвестиций, ценных бумаг, деривативов и новых финансово-инвестиционных технологий в России, которые отражены в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года. Принимая во внимание характер развития российского финансового рынка с доминированием банков, система коллективных инвестиций, по плановым прогнозам, должна стать второй по значимости на секторах рынка с позиции аккумулирования средств и вовлечения их в финансовый оборот. Использование инфраструктуры рынка коллективного инвестирования направлено на решение вопросов повышения эффективности и прозрачности использования экономической системой средств госкорпораций и госбюджета, защиты этих активов от обесценения. В **таблице 1** представлены целевые индикаторы российского рынка коллективных инвестиций.

Фонды прямых инвестиций (ФПИ) входят в состав паевых инвестиционных фондов (ПИФов). Инвестиционные фонды, относящиеся к категориям фондов прямых инвестиций, как и фонды особо рисковых (венчурных) инвестиций, могут быть только акционерными инвестиционными фондами и закрытыми паевыми инвестиционными фондами. Это финансовые инструменты с достаточно высокой степенью риска, которые новы для российской экономики и вместе с тем привлекательны для инвесторов и существенны для оживления фондового рынка любого развитого государства. Они инвестируют средства в акции частных компаний, стараясь через некоторое время выйти на рынок IPO (Initial Public Offering – первичная публичная продажа акций) или прибыльно продать компанию другому инвестору.

Стратегии ФПИ позволяют хеджировать риски, диверсифицируя вложения инвесторов, способных аккумулировать капитал во время кризиса, и, следовательно, снизить потери в условиях нестабильной конъюнктуры мирового финансового рынка.

Акции и инвестиционные паи инвестиционных фондов, относящихся к категориям фондов прямых инвестиций, фондов особо рисковых (венчурных) инвестиций, кредитных фондов, хедж-фондов и фондов долгосрочных прямых инвестиций, предназначены только для квалифицированных инвесторов.

Основной источник средств фондов прямых инвестиций – до 95% – пенсионные фонды и страховые компании [1].

ФПИ на российском рынке призваны решать три важные задачи: остановить отток капитала из страны, оживить инвестиционный процесс в России, где есть уникальные возможности, связанные с постепенной переориентацией на развитие реального промышленного сектора экономики, и способствовать созданию условий для успешной деятельности Международного финансового центра.

Обращение паев фондов прямых инвестиций в Российской Федерации регулируется множеством официальных документов. Основными законодательными и нормативными актами являются:

– глава 7 и 53 ГК Российской Федерации;

– глава 25 НК Российской Федерации;

– Федеральный закон от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»;

– приказ ФСФР РФ от 20.05.2008 г. № 08-19/пз-н (состав и структура активов ПИФов, классификация ПИФов);

Таблица 1. Целевые индикаторы российского рынка коллективных инвестиций

Параметры	2020 г.
Количество частных инвесторов	20 млн человек
Количество инвестиционных фондов	2500
Средний размер фонда	$220 млн
Количество управляющих компаний (УК)	1000
Средний временной горизонт инвестиционных вложений физических лиц	5 лет
Средний временной горизонт инвестиционных вложений корпоративных клиентов УК	3 года

Сергей СЕЛЕЗНЕВ – кандидат экономических наук, советник государственной гражданской службы России 2-го класса

– приказ ФСФР РФ от 28.12.2010 г. № 10-79/пз-н «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов».

В состав активов акционерного инвестиционного фонда и закрытого паевого инвестиционного фонда, относящихся к категории фондов прямых инвестиций и фондов долгосрочных прямых инвестиций, могут входить только следующие категории имущества (**таблица 2**).

Уже непосредственно состав активов ФПИ показывает, насколько это интересный и серьезный инструмент финансового рынка. Эти два, на первый взгляд, одинаковых фонда имеют принципиальное различие в составе активов: фонды долгосрочных прямых инвестиций могут владеть также акциями иностранных акционерных обществ, депозитарными расписками на ценные бумаги, долями в уставных капиталах российских обществ с ограниченной ответственностью и правами участия в уставных капиталах иностранных коммерческих организаций.

Какой вид фондов прямых инвестиций более приемлем и выгоден для российского и иностранного инвестора в России – покажет время. Пока мы можем только сопоставить требования и говорить о проблемах, которые сдерживают развитие этого вида коллективных инвестиций.

Прямые инвестиции – это наиболее гибкий вид финансирования бизнеса, доступный даже тогда, когда остальные источники не могут быть использованы. Сотрудничество с фондами может строиться несколькими путями: ФПИ могут выступать как в качестве отстраненных финансовых инвесторов, так и участников бизнеса, активно вмешивающихся в операционную деятельность предприятий. В основном эти фонды входят в проекты от трех до семи лет. ФПИ имеют достаточно высокую доходность, примерно на уровне 30-40% годовых. Особенностью этого вида инвестиций является приобретение доли в компании не для получения текущей прибыли, а для ее последующей перепродажи. Это несколько необычный и выгодный вид финансирования.

Существующие фонды прямых инвестиций приобретают пакеты акций предприятий, добиваются совместно с менеджментом купленной компании роста ее стоимости, а затем продают принадлежащую им часть бизнеса. И делают это для получения прибыли. Следовательно, фонды прямых инвестиций и фонды долгосрочных прямых инвестиций занимаются спекулятивными операциями, отличающимися только более продолжительным сроком, чем при биржевой игре на акциях.

Процесс инвестирования включает приобретение фондом дополнительных эмиссий ценных бумаг компании. Так компания получает денежные средства, а фонд входит в число руководителей компании. И с этой точки отсчета основной целью менеджеров является увеличение капитала компании. Фонды прямых инвестиций финансируют стабильные компании, срок присутствия которых на рынке составляет несколько лет. Обычно это успешно развивающиеся компании, имеющие отработанные технологии, но нуждающиеся в средствах для дальнейшего развития.

Для производственных отраслей отечественной экономики, имеющей морально устаревший парк технологического оборудования, ФПИ могут принести колоссальную пользу в связи с тем, что они представляют собой структурную часть системы финансовых инсти-

Таблица 2. Состав активов акционерного инвестиционного фонда и закрытого паевого инвестиционного фонда

Категория фондов прямых инвестиций	Категория фондов долгосрочных прямых инвестиций
Денежные средства в валюте Российской Федерации на счетах и во вкладах в кредитных организациях	Денежные средства, в том числе иностранная валюта, на счетах и во вкладах в кредитных организациях
Долговые инструменты (выпущенные российскими хозяйственными обществами, более 25% размещенных обыкновенных акций которых составляют активы фонда)	Долговые инструменты, в том числе выпущенные юридическими лицами, более 25% размещенных акций (долей или прав участия в уставных капиталах) которых составляют активы фонда
Акции российских акционерных обществ	Акции российских акционерных обществ
Доли в уставных капиталах российских обществ с ограниченной ответственностью	Акции иностранных акционерных обществ
Облигации российских хозяйственных обществ, в отношении которых не зарегистрирован проспект ценных бумаг, если более 50% размещенных обыкновенных акций указанных обществ составляют активы фонда	Облигации юридических лиц, в отношении которых не зарегистрирован проспект, если более 25% размещенных акций (долей или прав участия в уставных капиталах) указанных лиц составляют активы фонда
Простые векселя российских хозяйственных обществ, если более 50% размещенных обыкновенных акций (долей в уставных капиталах) указанных обществ составляют активы фонда	Простые векселя юридических лиц, более 25% размещенных акций (долей или прав участия в уставных капиталах) которых составляют активы фонда
	Права участия в уставных капиталах иностранных коммерческих организаций
	Доли в уставных капиталах российских обществ с ограниченной ответственностью
	Российские и иностранные депозитарные расписки на ценные бумаги

тутов общества, и эта часть имеет серьезные перспективы для своего развития. Эти фонды надолго предоставляют отраслевому бизнесу крупные суммы средств, обеспечивая их необходимую прибыльность. Сотрудничество с такими инвесторами выгодно для крупных компаний, которые собираются расширяться и завоевывать рынки [2].

Рост финансовой грамотности населения, повышение конкуренции на товарных рынках и потребность в обновлении производства привел к тому, что с 80-х годов XX в. число таких посредников постоянно увеличивается. Прямые инвестиции недоступны большинству инвесторов напрямую. При их осуществлении необходимо уметь анализировать множество компаний и договариваться о сделках с собственниками реального капитала.

В основном на российском рынке деятельность фондов прямых инвестиций ограничена прямым инвестированием находящихся на стадии развития компаний. Полагаем, что развитие индустрии private equity в нашей стране даст толчок развитию российского предпринимательства, поскольку фонды прямых инвестиций имеют возможность предложить отечественному бизнесу оптимальные условия сотрудничества, которые сегодня не могут предложить банковские и кредитные учреждения ввиду высокой стоимости кредитных ресурсов и краткосрочности банковского кредитования.

Инвесторы ФПИ не имеют юридических прав для того, чтобы выступать в качестве учредителя компании, которая является объектом для финансирования, и принимать участие в первичном размещении ценных бумаг данной компании. Подобное требование сокращает число компаний для вложения средств и позволяет инвестировать средства в уже существующие предприятия. ФПИ – удобный финансовый инструмент для профессионального инвестора. Согласно мнению иностранных инвесторов, приоритетными объектами для вложений являются, во-первых, российские медицинские и фармацевтические компании, которые обладают огромным потенциалом роста – объем потребления соответствующих товаров и услуг в России в семь раз меньше, чем в Европе, причем 80% потребностей в лекарствах удовлетворяется за счет импорта. Во-вторых, фонд может привлекать средства для инвестиций в российскую инфраструктуру, которая сильно нуждается в таких вложениях.

Среди проблем развития прямых инвестиций в России можно выделить следующие.

Во-первых, недостаточная заинтересованность регулирующих и правовых структур, которая благоприятствовала бы деятельности венчурных инвесторов и стимулировала их вкладывать средства в такой рискованный бизнес, как бизнес инноваций.

Во-вторых, предпринимаемые со стороны государства шаги показывают его готовность «платить» за ускоренное формирование институтов инновационного развития, не только используя для этого прямую финансовую поддержку, но и соглашаясь с затратами на административные меры. Для этого применяются разнообразные инструменты государственной поддержки. Вместе с тем сегодня молодым предпринимателям трудно получить поддержку на самых ранних этапах развития. Пока не созданы такие условия для частного капитала, чтобы ему было выгодно вкладываться в технологический сектор на ранних этапах развития. К сожалению, в число стран, которые направляют большие денежные вливания на развитие сферы образования, науки и технологий, Россия пока не входит. Здесь продолжают оставаться лидерами США, Германия, Франция, Япония, Корея, Китай.

В-третьих, развитие фондов прямых инвестиций в России замедляется ограниченными возможностями внутренних инвесторов, что связано с возможностями финансово-экономической среды, генерирующей поток сделок в этом финансовом секторе.

В-четвертых, как отдельную проблему следует выделить несовершенство налогового регулирования и администрирования. Именно здесь проявляется синдром «инновационной пассивности» крупного бизнеса в России, который выступает активным потребителем «внешних инноваций», не стремясь по многим причинам увеличивать капитализацию бизнеса в России.

В-пятых, важным привлекательным моментом в деятельности фондов прямых инвестиций является «выход» из игры. Однако текущее состояние фондового рынка России создает определенные трудности, связанные с «выходом» ФПИ из капитала предприятий-реципиентов. Традиционно лидирующим среди способов выхода является продажа стратегическому инвестору. Неразвитость рынка IPO как способа выхода пока не способствует особой конкуренции. Запуск группой ММВБ и государственной корпорации «Российская корпорация нанотехнологий» («Роснанотех») нового биржевого сектора «Рынок инноваций и инвестиций (РИИ)» призван изменить ситуацию. Однако на сегодняшний день это остается весомой проблемой.

В-шестых, существует серьезная проблема замедления инвестиционной активности, связанная с макроэкономической нестабильностью, финансовой пассивностью населения, невысокой оплатой труда.

На **рисунке** представлена информация о проблемах и их ранжирование, связанное со сдерживанием развития деятельности фондов прямых инвестиций в России.

Согласно данным опроса KPMG International, 89% респондентов в качестве основной проблемы, сдерживающей развитие сектора прямых инвестиций, называют макроэкономическую нестабильность. Высока доля респондентов, считающих основной проблемой несовершенство и неопределенность российского за-

конодательства (30%) [3]. Однако даже при наличии проблем в развитии ФПИ российский рынок остается перспективным направлением работы.

В 2011 г. был создан Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ), основная задача которого заключается в софинансировании капитальных вложений зарубежных фондов и компаний в российские проекты. Управляющая компания РФПИ зарегистрирована в форме 100%-ного дочернего общества Внешэкономбанка. В течение пяти лет российское правительство предоставит РФПИ капитал в объеме $10 млрд для осуществления прямых акционерных инвестиций в ведущие компании российской экономики [4].

Прямые инвестиции на данный момент являются одним из самых конкурентных методов инвестирования на рынке. Специалисты прогнозируют увеличение размеров использования прямых инвестиций в рост компаний в течение нескольких лет, отмечая, что предметом конкуренции будут инвестиционные проекты. Именно компании будут выбирать инвестора, а не средства, инвестируемые в капитал, и, следовательно, ситуация изменится в противоположную сторону. Все это положительно скажется на развитии процессов инвестирования и на формировании финансовых институтов государства.

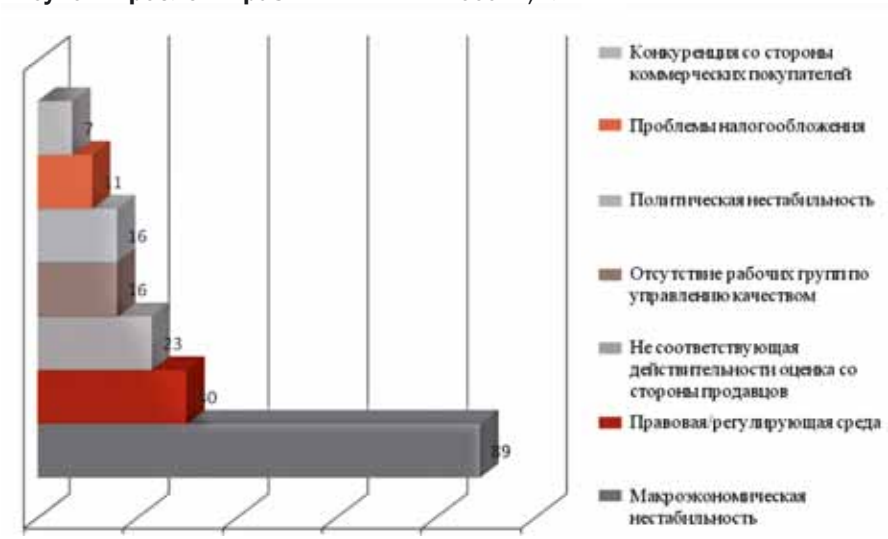
По мнению финансистов, тот факт, что сначала используются прямые инвестиции, а потом IPO, иллюстрирует, почему компании с ФПИ растут с увеличенной скоростью, нежели компании с публичным капиталовложением. Фондам выгодно показывать прибыльность компании, так как их главной задачей является возможность продажи бизнеса по более высокой цене. Но не всегда акционеры, чьи акции торгуются, хотят афишировать свой доход. Следует иметь в виду, что основная цель осуществления IPO – реализовать акции предприятия по самой высокой цене и что фактически после размещения стоимость акций публичных фирм падает на определенный процент. И здесь налоговые органы должны значительно усилить налоговое регулирование и администрирование, создав нормативно-правовое обеспечение, позволяющее получать прозрачную и достоверную информацию о деятельности фондов.

Вопросы, касающиеся налогообложения инвестиционных фондов, становятся все более актуальными. Предусмотрено, что имущество ПИФов, принадлежащее по праву собственности, хозяйственного ведения или оперативного управления, учитывается в налоговом органе по месту нахождения недвижимости (п. 5 ст. 83 НК РФ). Операции с паями паевых инвестиционных фондов, ценных бумаг и финансовых инструментов срочных сделок (за исключением базисного актива финансовых инструментов срочных сделок) не подлежат налогообложению – НДС (п. 12 ст. 149 НК РФ). Особенностям налогообложения прибыли по операциям с финансовыми инструментами срочных сделок, обращающимися и не обращающимися на организованном рынке, посвящены ст. 301-305 НК РФ. Порядок ведения налогового учета по операциям хеджирования установлен ст. 326 НК РФ и т. д.

Исходя из специфики деятельности ПИФов и наличия большого числа категорий инвестиционных фондов (по российскому законодательству – 16 видов), было бы целесообразно выделить в отдельную главу Налогового кодекса Российской Федерации их налоговое администрирование. И в случае возникновения затруднений у налогоплательщиков – управляющей компании, действующей в качестве доверительного управляющего активами акционерного или паевого инвестиционного фонда – с постановкой на учет, предоставлением сведений в налоговые органы или исчислением налоговых платежей в оперативном порядке принимать решение.

В планах развития фондов прямых инвестиций на ближайшие годы предусматривается не менее тридцати крупных сделок. Конечно, это мало для такой страны, как Россия. Но нужно с чего-то начинать. На текущий момент известна первая сделка – создание Российско-китайского инвестиционного фонда. Россия учредила его вместе с Китайской инвестиционной корпорацией, суверенным фондом благосостояния КНР. Фонд будет вкладывать преимущественно в российские проекты, а также в проекты, способствующие укреплению двусторонних торговых отношений наших стран, инфраструктурные проекты. Оперативное управление фондом будет осуществлять РФПИ, и российская сторона принимает решение по заключению сделок.

Рисунок. Проблемы развития ФПИ в России, %



Продолжающееся латентное течение мирового финансового кризиса внесло существенные корректировки в сферу фондов прямых инвестиций в России. Например, в 2007 г. средний прирост доходности компании в течение полугода после IPO составил 26%, но уже в 2008 г. показатель снизился до 7%. Кризис оказал негативное влияние и на доходность ФПИ. Однако фонды прямых инвестиций имеют лучшие основные показатели, чем компании, разместившие свои акции на бирже, и это убеждает в их возможности сохранять прибыльные позиции.

При этом налоговые органы пока не выражают интерес к выработке предложений, побуждающих рост активности на финансовых рынках. Создание Международного финансового центра в Москве предполагает, что в ближайшем будущем фонды прямых инвестиций будут иметь более выгодное положение по сравнению с другими инвестиционными фондами и динамичное развитие. Но именно этот факт может привести к удлинению инвестиционного цикла, что замедлит рост доходности компаний и снижение интереса осуществлять вложения в этот финансовый инструмент.

В этом случае налоговые органы должны своевременно стимулировать льготными условиями налогообложения привлечение или размещение средств инвестора путем использования соответствующего инструментария.

Преимущества коллективного инвестирования, предоставляемые фондами, заключаются в том, что они позволяют аккумулировать финансовые средства большего числа инвесторов для реализации масштабных проектов, потому что активы фонда находятся под профессиональным управлением.

Привлечение инвестиций ФПИ в России в последние годы оказывается все более популярным способом финансирования бизнеса, так как становится весьма целесообразным для российских компаний уступить долю предприятия за финансовые вложения со стороны прямого инвестора. В результате фонды прямых инвестиций, с одной стороны, содействуют развитию финансового рынка страны, а с другой – участие фондов в финансировании реального сектора экономики способствует росту масштабов обновления производства, созданию новых рабочих мест, повышению конкурентоспособности на рынке товаров и услуг и, как следствие, увеличению налоговых поступлений в бюджет государства.

Литература

1. *Никконен А.* Российский рынок прямых инвестиций. URL: http://www.allventure.ru/articles/215/#replies_page1
2. *Паньшин О.* Как работать с прямыми инвесторами // Финансовый директор. 2008. № 7. С. 67-79.
3. Фонды прямых инвестиций в России, KPMG International, 2011.
4. Официальный сайт Российского фонда прямых инвестиций. Режим доступа: http://rdif.ru/

Фёдор ТИТОВ

Обязательства по ипотеке при долевом строительстве

В последнее время весьма актуально использование ипотеки при долевом строительстве, особенно в строительстве жилья, осуществляемом на основании договора участия в долевом строительстве [1]. Специалисты связывают это со следующими факторами: во-первых, возрастающим значением для финансирования жилищного строительства инвестиций частных неквалифицированных инвесторов («массовых инвесторов»), т. е. граждан, вкладывающих денежные средства в строительство недвижимых объектов жилищного фонда исключительно для личных нужд; во-вторых, ключевой ролью договора участия среди других организационно-правовых форм долевого жилищного строительства [2]. При этом ипотека может обеспечивать исполнение следующих обязательств:

1. Обязательства застройщика перед участником долевого строительства, обеспечиваемые ипотекой в силу закона и считающиеся возникшими с момента государственной регистрации договора участия в долевом строительстве, а исполненными с момента подписания сторонами документа о передаче объекта долевого строительства (например, квартиры).

2. Иные обязательства застройщика, возникшие и обеспечиваемые ипотекой до заключения им договора участия в долевом строительстве с первым участником долевого строительства, в случае обеспечения застройщиком исполнения своих обязательств по договору поручительством или при одновременном соблюдении следующих условий, установленных ч. 6 ст. 13 Федерального закона от 30.12.2004 г. № 214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Фе-

Фёдор ТИТОВ – главный специалист-эксперт отдела регистрации ипотеки Управления Федеральной службы государственной регистрации, кадастра и картографии по Москве