

А. И. Некрасов

ОСНОВЫ ПРАВОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ В ЕВРОПЕЙСКОМ СОЮЗЕ

Аннотация. Статья посвящена правовым основам деятельности инвестиционных фондов в ЕС. Представлена классификация инвестиционных фондов. Исследуются организационно-правовые особенности коллективного инвестирования. Рассматриваются вопросы защиты прав инвесторов в ЕС.

Ключевые слова: международное право, европейское право, европейское экономическое право, европейское финансовое право, инвестиционные фонды в ЕС, финансовые услуги в ЕС, коллективное инвестирование в ЕС, защита прав инвесторов в ЕС, финансовый рынок ЕС, внутренний рынок ЕС.

Мобильность финансовых инструментов способствует увеличению скорости перемещения капитала в высокодоходные сферы инвестиционной деятельности, характеризуя, таким образом, величину их рыночной стоимости как наиболее чувствительного инструмента рыночной конъюнктуры, влияющего на конечную степень ликвидности данного актива.

Широкое распространение для привлечения инвестиций в Европейском Союзе получил институт коллективного инвестирования. Коллективное инвестирование представляет собой схему инвестирования, при реализации которой средства, вложенные частными инвесторами, аккумулируются в едином децентрализованном фонде, управляемым профессиональным участником фондового рынка, с целью их последующего вложения для получения прибыли. В научной юридической литературе отмечается, что основные преимущества коллективного инвестирования связаны с профессиональным управлением, диверсификацией активов, снижением затрат и надежностью¹ и их доступностью для розничных инвесторов².

Первые организации коллективного инвестирования появились в Западной Европе после Второй мировой войны. В частности, в Германии в 1957 г. был принят закон об инвестиционных

компаниях, позволивший учреждать инвестиционные фонды двух типов (публичные и специальные) и исключивший дискриминацию к инвесторам, вкладывавшим свои средства в фонды коллективного инвестирования, а не ценные бумаги³. История развития и правового регулирования рынка коллективных инвестиций в Европейском Союзе превышает всего лишь четверть века.

Показатели доходности управляющих компаний инвестиционных фондов показывают весьма стабильный рост, в результате чего коллективное инвестирование находится в плоскости интересов институциональных и частных инвесторов. Экономическая статистика показывает, что на всей территории ЕС в коллективные инвестиции вложено около 6,8 триллионов евро, 76% из которых приходится на долю предприятий коллективного инвестирования⁴. В конце 2009 г. общий размер активов инвестиционных фондов составлял 55% от размера ВВП Европейского Союза⁵. Тем не менее, процесс коллективного инвестирования характеризуется рисками, альтернативностью и многовариантностью, что было

¹ Азимова Л.В. Недобросовестная рыночная практика на финансовых рынках. // Право и экономика. 2001. №9. - С. 9.

² Robert, Kenn. Sustainable development of UCITS regulation in EU. // European Capital Market Law Review. 2011. - P. 29.

³ Рубцов Б.Б. Финансовый рынок Германии. // Портфельный инвестор. 2008. №7-8. - С. 20.

⁴ A Guide to Unit Investment Trust // Investment Company Institute, 2010. -P. 18.

⁵ HM Treasury. UK Financial Services Authority. Transposition of UCITS IV: consultation document. The National Archives, Kew, London. 2010. -P. 5.

своевременно отмечено в Белой и Зеленой книгах об инвестиционных фондах⁶.

Характерными признаками вложения средств в инвестиционные фонды является использование механизмов и практик, изложенных на доступном языке для широких масс населения, потеря сбережений которых может обернуться социальными конфликтами. Наряду с экономическими проблемами (оценка риска, перспективы инвестиций и др.) перед инвесторами неминуемо возникают сложности и риски юридического характера, минимизировать которые призван комплекс правовых мер и методов, содержащихся в соответствующих законодательных актах ЕС. В силу этого Европейский Союз устанавливает для фондов коллективного инвестирования более строгий правовой режим.

Инвестиционные фонды представляют собой инвестиционные инструменты, созданные с целью объединения активов инвесторов и их инвестирования в общий диверсифицированный фонд активов. В научной литературе понятие «инвестиционный фонд» носит в большей степени экономический характер и трактуется по-разному. Так, Алехин Б.И. квалифицирует его в качестве организации⁷, Гитман и Джонк оценивают его как предприятие и финансовый продукт⁸, коллектив авторов под руководством Стояновой Е.С. относят инвестиционный фонд к категории имущественных комплексов⁹, а Эрдман Г.В. – к финансовым посредникам¹⁰. Это обусловлено фрагментарностью оценки форм и аспектов деятельности данных фондов. Исследователи классифицируют инвестиционные фонды на корпоративные, трастовые

и контрактные по критериям корпоративной структуры и управления¹¹.

На рынке инвестиционных услуг Европейского Союза функционируют два вида основных вида реципиентов инвестиций, фондов коллективного инвестирования – основной инвестиционный фонд и альтернативный инвестиционный фонд. До финансового кризиса 2008 г. разнообразие фондов коллективного инвестирования, функционирующих на внутреннем рынке ЕС, было представлено следующим образом: основные инвестиционные фонды – 74%, альтернативные инвестиционные фонды – 26%, из которых хедж-фонды – 4%, фонды прямых инвестиций – 2%¹². Учитывая данные экономические показатели, представляется рациональным в первую очередь исследовать правовой режим деятельности фондов коллективного инвестирования.

На законодательном уровне понятие «фонд коллективного инвестирования» впервые было официально закреплено в Директиве 85/611 о согласовании положений законов, нормативных документов и административных актов, касающихся предприятий коллективного инвестирования в обращающиеся ценные бумаги (UCITS I), направленной на расширение инвестиционных возможностей как для промышленности, так и для инвесторов путем интеграции инвестиционных фондов во внутренний рынок ЕС¹³ и являющейся «ключом развития европейских фондов коллективного инвестирования»¹⁴.

Данная Директива определяет инвестиционные фонды в качестве «предприятий коллектив-

⁶ См. подробнее White Paper on enhancing the Single Market framework for investment funds - COM(2006) 686; Green Paper on enhancing the European framework for investment funds - COM(2005) 314.

⁷ Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. М., Финансы и статистика. 1991. - С. 8

⁸ Гитман Л., Джонк М. Основы инвестирования. М., Дело, 1999. - С. 89.

⁹ Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник. / Под ред. Е.С. Стояновой. – 5-е изд., перераб. и доп. – М., Перспектива, 2004. - С. 40.

¹⁰ Эрдман Г.В. 1000% за 5 лет, или правда о паевых инвестиционных фондах, 2-е изд. исправленное. URL: <http://www.rich4you.ru> (дата обращения 12.06.2011).

¹¹ Прокудин А.А. Финансово-правовое регулирование активов и пассивов инвестиционных фондов // Административное и финансовое право. Ежегодник Центра публично-правовых исследований. Том 2. М., АНО «Центр публично-правовых исследований», 2007. - С. 289.

¹² White Paper on enhancing the Single Market framework for investment funds - COM(2006) 686. - P. 3.

¹³ Commission of the European Communities. Directive of the European Parliament and of the Council on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) // Brussels, 16.7.2008. COM(2008) 458 final. 2008/0153 (COD).

¹⁴ Панкратова Л.Д. Портфельный анализ и учетно-аналитические аспекты деятельности паевых инвестиционных фондов в РФ. Дисс. на соиск. уч. ст. канд. экон. наук: 08.00.12. Воронеж, 2008. - С. 30.

ных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги» (сокр. на англ. *UCITS*), являющихся предприятиями, основной предмет деятельности которых заключается в осуществлении коллективных инвестиций в трансферабельные (обращаемые) ценные бумаги и иные ликвидные активы, уполномоченные привлекать финансовые активы от физических и юридических лиц путем диверсификации рисков. При этом из анализа содержания норм Директивы 85/611 нельзя сделать вывод об отнесении инвестиционных фондов к разряду инструментов для прямого инвестирования.

Зарубежные источники не изобилуют научными определениями правовой природы UCITS. Так, Большая Британская энциклопедия определяет UCITS в качестве «вида коллективного инвестирования (или фонда), позволяющего финансовым институтам свободно предоставлять инвестиционные услуги на территории ЕС на основании «единого паспорта», полученном в одном из государств-членов»¹⁵. Кенн не раскрывает понятия UCITS, но выделяет признаки, характеризующие его, в числе которых следующие: диверсификация рисков, возможность погашения паев по требованию их держателей, проведение регулярной оценки стоимости паев и хранение под контролем депозитария¹⁶. В исследовании Кудрна содержится еще более лаконичное определение UCITS, раскрывающего его в качестве «европейской правовой конструкции, создающей основу для инвестиционных инструментов, реализуемых на финансовых рынках в пределах территории ЕС»¹⁷.

Директива 85/611 призвана содействовать использованию схем коллективного инвестирования на всей территории ЕС на основании разрешения, выданного в одном из государств-членов, с целью устранения административных барьеров, связанных с регистрацией инвестиционного фонда, и формирования единого финансового рынка Союза. Однако на практике наци-

ональное законодательство государств-членов, регулировавшее вопросы деятельности UCITS, было сильно дифференцировано и не позволяло инвестиционным фондам функционировать в трансграничном режиме.

Наличие указанных ограничений и стремление компетентных институтов к гармонизации законодательства ЕС в области финансовых услуг привели к последовательному изменению и трансформации Директивы 85/611 (с ее последующей отменой)¹⁸. В результате совершенствования правового регулирования коллективного инвестирования была принята серия директив: UCITS II¹⁹, UCITS III (Директива 2001/107, изменяющая Директиву 85/611²⁰, с целью расширения бизнес-географии инвестиционных фондов путем введения «единого европейского паспорта» и «упрощенного» проспекта эмиссии, Директива 2001/108, изменяющая Директиву 85/611²¹, с це-

¹⁸ Directive 95/26/EC of the European Parliament and of the Council of 29 June 1995 (OJ L 168, 18.7.1995, p. 7), Directive 2000/64/EC of the European Parliament and of the Council of 7 November 2000 (OJ L 290, 17.11.2000, p. 27), Directive 2001/107/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 (OJ L 41, 13.2.2002, p. 20), Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 (OJ L 41, 13.2.2002, p. 35); Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 9 March 2005 (OJ L 145, 30.4.2004, p. 1), Directive 2005/1/EC of the European Parliament and of the Council of 9 March 2005 amending Council Directives 73/239/EEC, 85/611/EEC, 91/675/EEC, 92/49/EEC and 93/6/EEC and Directives 94/19/EC, 98/78/EC, 2000/12/EC, 2001/34/EC, 2002/83/EC and 2002/87/EC in order to establish a new organisational structure for financial services committees (OJ L 79, 24.3.2005, p 9) and Directive 2008/18/EC of the European Parliament and of the Council amending Directive 85/611/EC as regards implementing powers conferred upon the Commission (OJ L 76, 19.3.2008, p. 42).

¹⁹ Существовала только в форме законопроекта, инициатива принятия которого была отменена Советом ЕС вследствие большой степени амбициозности и противоречий между государствами-членами.

²⁰ Directive 2001/107/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) with a view to regulating management companies and simplified prospectuses. OJ L 41, 13.2.2002, p. 20–34. Отменена Директивой 2009/65.

²¹ Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and

¹⁵ <http://www.encyclo.co.uk/visitor-contrib> (дата обращения 16.06.2011).

¹⁶ Robert, Kenn. Sustainable development of UCITS regulation in EU // *European Capital Market Law Review*. 2011. - P. 25.

¹⁷ Kudrna, Z. *The EU Financial Market Policy: Evolution, Innovation and Research Outlook*. Working Paper No. 04/2009. Institute for European Integration Research. Vienna. 2009. P. 8.

лью устранения барьеров для трансграничного инвестирования путем предоставления фондам возможности инвестировать в расширенный перечень финансовых инструментов (включая деривативы)) и UCITS IV (Директива 2009/65 о координации законодательства и административных регламентов, содержащих обязательства по коллективному инвестированию в обращающиеся ценные бумаги²²).

На сегодняшний день самой актуальной из ряда упомянутых директив является Директива 2009/65, цель которой, учитывая ранее внесенные изменения, состоит в совершенствовании среды функционирования продукта, поддержки слияния фондов, процедуры обращения ценных бумаг на международных фондовых площадках и введение «единого паспорта» для управляющих компаний. Данные новации направлены на уменьшение затрат, экономии от роста масштаба и упрощение процедуры обращения ценных бумаг. Принятие Директивы 2009/65 было широко поддержано отраслевыми национальными компетентными органами государств-членов²³.

Данные факторы обуславливают целесообразность правового анализа Директивы 2009/65.

Нормы Директивы 2009/65 регулируют широкий круг вопросов, связанных с коллективным инвестированием, и потому они объединены в несколько глав по различным критериям, руководящими из которых выступают следующие: условия учреждения и деятельности инвестиционного фонда (UCITS); обязанности управляющих компаний, депозитариев и инвестиционных компаний; сделки по реорганизации UCITS в форме слияния; инвестиционная политика инвестиционного фонда; структуры мастер-фидер;

информация, предоставляемая инвесторам; полномочия компетентных органов, контроль и надзор за деятельностью инвестиционного фонда.

В числе основных субъектов рынка коллективных инвестиций Директива 2009/65 выделяет инвестиционные фонды (предприятия коллективного инвестирования в обращающиеся ценные бумаги («ПКИОЦБ»), отвечающие определенным признакам²⁴), депозитариев²⁵, инвестиционные и управляющие компании²⁶, аудиторы и др. К категории обращаемых ценных бумаг относятся акции компаний и другие ценные бумаги, эквивалентные им; облигации и другие формы секьюритизированных активов (долговые ценные бумаги); иные свободно обращающиеся ценные бумаги, дающие право приобрести любые обращающиеся ценные бумаги путем подписки или обмена.

Как было сказано выше, инвестиционная деятельность в рамках Директивы 2009/65 носит разрешительный характер. Совместный фонд может быть учрежден после получения разрешения, действительного на всей территории ЕС, со стороны компетентных органов его государства происхождения при условии утверждения ими заявления управляющей компании управлять таким фондом, правил функционирования фонда и выбранного депозитария. Аналогичные требования установлены для инвестиционных компаний.

Важно, что управляющая компания, получившая разрешение на управление инвестиционным фондом в своем государстве происхождения, имеет право управлять иными фондами, учрежденными в других государствах-членах. В юридической литературе закрепление данного механизма

administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), with regard to investments of UCITS. OJ L 41, 13.2.2002, p. 35–42. Отменена Директивой 2009/65.

²² 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). OJ L 302, 17.11.2009, p. 32–96. Данная Директива отменяет Директиву 85/611 и ст. 66 Директивы 2004/39.

²³ См., например, HM Treasury. UK Financial Services Authority. Transposition of UCITS IV: consultation document. The National Archives, Kew, London. 2010.

²⁴ Исключительным объектом коллективных инвестиций таких предприятий являются ценные бумаги или иные ликвидные финансовые активы, упомянутые в ст. 50 (1) Директивы 2009/65, и функционирующие на основе принципа риск-спрединга.

²⁵ Структуры, ответственные за хранение активов фондов или компании и обеспечение соблюдения законодательства и применения схем коллективного инвестирования.

²⁶ Компания, постоянным видом экономической деятельности которой является управление ПКИОЦБ в форме совместных фондов, включая паевые инвестиционные трасты, или инвестиционных компаний (коллективное портфельное управление ПКИОЦБ).

именуется как введение «единого паспорта»²⁷, применение которого может быть осложнено рисками, обусловленные необходимостью различать функции бизнеса и связанные с ними правила, определяемые государством-членом управляющей компании и самого фонда²⁸.

Держатели паев инвестиционного фонда вправе требовать их выкупа или погашения в любое время, за исключением случаев допустимости временной приостановки таких операций, если это предусмотрено применимым национальным законодательством, правилами фонда или требованием компетентного органа государства происхождения фонда (ст. 84). Это означает, что ПКИОЦБ принадлежат к категории инвестиционных фондов открытого типа.

Существенные требования установлены применительно к размеру первоначального капитала управляющей компании (ст. 7). Он должен составлять не менее 125 000 евро. В случае если стоимость инвестиционного портфеля управляющей компании превышает 250 000 000 евро, то размер ее капитала должен быть увеличен на 0,02% от указанной величины. Однако совокупный размер капитала управляющей компании не должен превышать 10 000 000 евро. При этом независимо от величины указанных требований к капиталу величина собственных средств управляющей компании не должна превышать величину, указанную в ст. 21 Директивы 2006/49 о достаточности капитала инвестиционных фирм и кредитных институтов.

Дополнительно Директива 2009/65 устанавливает требования к лицам, ответственным за руководство управляющей компанией, комплекту документов, прилагаемых к заявлению о регистрации, и местонахождению головного и зарегистрированного офиса управляющей компании. Раздел 3 главы II устанавливает организационные и административные требования по ведению деятельности управляющими компаниями.

Помимо функций управления фондом управляющая компания вправе оказывать следующие услуги: управление портфельными инвестициями (включая принадлежащие пенсионным фон-

дам), если такие портфели включают один или более финансовых инструментов, упомянутых в приложении I Раздела C Директивы 2004/39; вспомогательные услуги: инвестиционное консультирование, хранение и администрирование в отношении паев инвестиционных фондов (ст. 6). При оказании данных услуг управляющая компания (i) не вправе инвестировать полностью или частично ценные бумаги, составляющие портфель инвестора, в паи коллективного инвестиционного фонда, находящимся в ее управлении, без предварительного согласия клиентов, а также (ii) обязана участвовать в схемах гарантирования выплат компенсаций инвесторам, установленных Директивой 97/9 (ст. 12).

Одним из ключевых моментов, установленных Директивой 2009/65, является возможность управляющих компаний управлять фондом или инвестиционной компанией в трансграничном режиме на территории Союза. Данная возможность реализуется через принцип свободы учреждения и оказания услуг, в отношении которых получено разрешение, включая опцию создания обособленного подразделения в другом государстве-члене. Требования, условия и процедуры, предусматривающие создание управляющей компании или обособленного подразделения, а также закрытый перечень оснований, препятствующих регистрации, установлены в разделе 4 главы II Директивы 2009/65²⁹. Таким образом, управляющая компания, зарегистрированная в одном государстве-члене ЕС, может управлять фондами и инвестиционными компаниями, включая их обособленные подразделения, находящимися в других государствах-членах.

Как было сказано ранее, депозитарии играют важную роль в развитии института коллективно-

²⁷ Quaglia, L. *Governing Financial Services in the European Union: Banking, Securities and Post-Trading*. - P. 45.

²⁸ Robert, Kenn. *Op. Cit.* P. 25.

²⁹ Например, управляющая компания, осуществляющая деятельность по управлению коллективными портфельными инвестициями на трансграничной основе, должна соблюдать правила, применимые к учреждению и авторизации ПКИОЦБ, выпуска и погашения паев, инвестиционных политик и лимитов, ограничений по заимствованию и непокрытым продажам, оценки активов ПКИОЦБ, расчета цены выпуска и погашения, выяснения ошибок в расчете чистой стоимости и размера компенсации инвесторам, распределение или реинвестирование прибыли, раскрытие информации, маркетинговые мероприятия, отношения с держателями паев, реорганизация, реструктуризация и ликвидация ПКИОЦБ, ведение реестра держателей паев и др.

го инвестирования. Их правовой режим деятельности и статус определены в главе IV Директивы 2009/65. Функции депозитария и управляющей компании не могут осуществляться одним лицом. Основные обязанности депозитария состоят в обеспечении сохранности активов фонда; соблюдении соответствия операций по покупке, эмиссии, выкупу, погашению паев, осуществляемых от имени фонда или управляющей компании, применимому национальному законодательству и правилам фонда; выполнению инструкций управляющей компанией; обеспечении использования прибыли фонда в рамках применимого национального законодательства и правил фонда (ст. 22).

Анализируя обязательства депозитария, возникает вопрос об ответственности за их несоблюдение. Депозитарии несут ответственность перед управляющей компанией и держателями паев за любой ущерб и убытки, причиненные им, в результате неправомерного или ненадлежащего исполнения обязанностей депозитария (ст. 24).

Правовой режим деятельности и статус инвестиционной компании определены в главе V Директивы 2009/65, устанавливающей административные, юридические и экономические требования к ведению хозяйственной деятельности инвестиционной компании. Среди административных требований выделяют: установление процедур предварительной авторизации инвестиционной компании, уведомления о выдаче и аннулировании разрешения на ведение деятельности, взаимодействия с депозитариями, правила осуществления пруденциального надзора за деятельностью инвестиционных компаний.

В числе требований экономического характера выделяют: наличие первоначального капитала в размере не менее 300 000 евро; минимальные количества паев, обращающихся на биржах (80%); методы расчета стоимости чистых активов инвестиционной компании и др. К категории юридических требований относят следующие: обязательство иметь организационно-правовую форму, установленную законодательством страны происхождения; полномочия осуществлять строго определенные виды деятельности; обязательство представить и раскрыть информацию о программе инвестиционной деятельности и организационной структуре, руководителях ком-

пании, отвечающих высоким профессиональным и репутационным требованиям; обязательство управлять только инвестициями, составляющими портфель ценных бумаг компании, но не переданных ей в доверительное управление; обязательство передать на хранение назначенному депозитарю активы инвестиционной компании и определить аудитора и др.

Наряду с управляющей компанией инвестиционная компания не имеет права осуществлять заимствования, за исключением случаев прямого разрешения, установленного государством-членом, при условии, однако, что такой займ имеет определенный срок и составляет не более 10% от величины стоимости активов инвестиционной компании (ст. 83).

Следующим существенным моментом, качественно отличающим режим правового регулирования коллективных инвестиций, закрепленный в Директиве 2009/65, от требований, содержащихся в директивах UCITS предыдущих поколений, является упрощение внутренних и трансграничных процедур реорганизации инвестиционных фондов в форме слияния (глава VI). Данная опция была упомянута еще в Белой книге об инвестиционных фондах в качестве «возможности UCITS получить максимальный эффект от экономии на масштабе»³⁰. По справедливому мнению Лючии Куаглия, реализация данного механизма создаст стимул для укрупнения фондов и расширения инвестиционного рынка Европейского Союза³¹.

Слияние инвестиционных фондов должно отвечать следующим основным требованиям: соответствие правилам законодательства страны происхождения; получение предварительного разрешения компетентных органов; предоставление определенных документов³²; утверждение депозитариями объединяемых фондов проекта договора слияния и учредительных документов нового фонда; получение заключения независимого аудитора; установление национальным

³⁰ White Paper on enhancing the Single Market framework for investment funds - COM(2006) 686. - P. 12.

³¹ Quaglia, L. Governing Financial Services in the European Union: Banking, Securities and Post-Trading. - P. 82.

³² Проект договора слияния, актуальная версия проспекта, ключевая информация для инвесторов, заявление депозитариев объединяемых фондов.

законодательством государств-членов техник для проведения внутренних и трансграничных слияний.

Большое внимание Директива 2009/65 уделяет защите прав держателей паев инвестиционных фондов, налагая на последних обязательства предоставлять достаточную и точную информацию о предполагаемом слиянии с тем, чтобы держатели паев имели возможность оценить степень воздействия такого слияния на ликвидность своих инвестиций. В некоторых случаях законодательство государств-членов может содержать требование получения согласия на проведение слияния фондов на общем собрании держателей паев.

В главе VII Директивы 2009/65 сосредоточены основные требования по ведению фондами инвестиционной политики, связанными главным образом с объектами и объемами инвестиций, оценкой рисков. Инвестиции фондов могут состоять из одного или нескольких инструментов: обращаемые ценные бумаги и инструменты денежного рынка, торгуемые на регулируемых рынках в соответствии с Директивой 2004/39 либо принятые в котировальные списки на биржах третьих стран или иных регулируемых рынках, осуществляющих свою деятельность на регулярной основе, при условии, что такие биржи были утверждены компетентными органами или предусмотрены законом или правилами либо иными учредительными документами инвестиционной компании; паи инвестиционных фондов; депозиты, размещенные в кредитных институтах; деривативы, обращаемые на регулируемом и нерегулируемом рынках; иные инструменты денежного рынка, обращаемые на регулируемом рынке (ст. 50). Подобная вариативность линейки финансовых инструментов, служащих объектами инвестиций, по мнению Кенна даст существенное увеличение показателей прибыли фонда и ликвидности самих паев³³.

В отношении инвестиций установлены определенные ограничения. Инвестиционные фонды не имеют права инвестировать более 10% принадлежащих им активов в обращаемые ценные бумаги или инструменты денежного рынка, не упомянутые в ст. 50 Директивы 2009/65; драгоценные металлы или сертификаты, удостоверя-

ющие права на них; более 5% принадлежащих им активов в обращаемые ценные бумаги или инструменты денежного рынка, выпущенные одним лицом либо 20% принадлежащих им активов в депозиты, размещенные у одного кредитного института; более 10% неголосующих акций и 10% долговых облигаций, выпущенных единственным эмитентом; более 25% инвестиционного фонда (ст. ст. 50, 52, 56).

Большое внимание в Директиве 2009/65 уделено оценке риска осуществляемых инвестиций. В обязанности инвестиционной или управляющей компании входит использование такого процесса и техники управления риском, который бы позволял оценивать и отслеживать степень риска и его воздействие на портфель инвестиций. При этом инвестиционная или управляющая компания должна пристально следить за влиянием деривативов, обращаемых на нерегулируемых рынках, на портфель инвестиций, а также уведомлять компетентные органы о видах деривативов, являющихся объектами инвестиций, сопутствующих им рисках, количественных ограничениях и методах оценки рисков, связанных со сделками. Обязательным требованием сделок с деривативами является превышение чистой стоимости портфеля над величиной валовой подверженности риску³⁴.

Свежей струей в деятельности инвестиционных фондов является установление в главе VIII Директивы 2009/65 системы основных (master) и вспомогательных (feeder) фондов, обеспечивающей для инвесторов, локализованных в различных государствах-членах ЕС, равные возможности для осуществления инвестиций в основной фонд путем использования местных вспомогательных фондов. Кенн оценивает учреждение данной структуры для инвестиционных фондов в качестве средства «возникновения новых возможностей в бизнесе, рационализации и усиления эффективности инвестиционной политики»³⁵.

³⁴ Валовая подверженность риску рассчитывается с учетом текущей стоимости базовых активов, риска встречной стороны (неспособность контрагента выполнить свои обязательства по сделке), будущих колебаниях рынка и времени закрытия позиции.

³⁵ Robert, Kenn. Op. Cit. - P. 29.

³³ Robert, Kenn. Op. Cit. - P. 32.

Вспомогательным инвестиционным фондом является такой фонд или его инвестиционное подразделение, созданный в целях ведения инвестиционной деятельности, путем внесения в его уставный капитал 15% активов первоначального основного фонда. Основным инвестиционным фондом признается такой фонд или его инвестиционное подразделение, который в числе прочих активов владеет вспомогательным фондом, не является вспомогательным фондом и не имеет в собственности паев вспомогательного фонда (ст. 58). В случае ликвидации основного фонда вспомогательный фонд также должен быть ликвидирован.

Директива 2009/65 обязывает государства-члены установить требования для основных фондов, обязывающие их передавать вспомогательным фондам все документы и информацию, необходимые для удовлетворения последними правил Директивы 2009/65. С этой целью между вспомогательным и основным фондом должно быть заключено соответствующее соглашение. Аналогичные требования применяются к аудиторам данных фондов (ст. 62). Государства-члены должны ввести в национальное законодательство требование о получении предварительного разрешения, выдаваемого государством происхождения вспомогательного фонда, в отношении осуществления инвестиций вспомогательного фонда в основной фонд, величина которых превышает более 10% его активов (ст. 59).

Помимо требований, устанавливаемых Директивой 2001/34 о допуске ценных бумаг к официальной котировке на бирже и о порядке раскрытия информации о таких ценных бумагах и Директивой 2003/71 о публикации проспекта при размещении ценных бумаг среди публичных инвесторов или при допуске ценных бумаг к торгам, Директива 2009/65 устанавливает специальные требования, предъявляемые к содержанию проспекта эмиссии вспомогательного инвестиционного фонда, в состав которого должны быть включены следующие сведения: сведения, содержащиеся в Разделе А Приложения I Директивы 2009/65; декларация, удостоверяющая, что вспомогательный фонд образован основным фондом; инвестиционные цели и политика; краткое описание основного фонда, его корпоративной структуры, инвестиционных целей и политики,

профиль риска и способы получения проспекта основного фонда; резюме соглашения, заключенного между основным и вспомогательным фондом; способы получения держателями паев информации об основном фонде; информацию о всех вознаграждения и возмещениях расходов, уплачиваемых вспомогательным фондом, в связи с его инвестициями в паи основного фонда; информацию о налоговых обязательствах вспомогательного фонда, возникающих в связи с его инвестициями в паи основного фонда (ст. 63).

Таким образом, мы видим, что Директива 2009/65 устанавливает правовой режим для амальгирующих активов, создавая возможность для трансграничных слияний инвестиционных фондов независимо от их правовой формы либо посредством использования структур 'master-feeder'. Однако, это не уменьшает общего количества вопросов, нуждающихся в оценке в оперативном режиме, в числе которых исследователи выделяют наиболее актуальные: сложность определения целевой структуры; налогообложение (на уровне инвесторов) и НДС; перемещение капиталов (вопросы маркетинга и размещения, налоговая и финансовая отчетность, согласование договоров, управление рисками, корпоративное управление и т.д.)³⁶.

Возвращаясь к вопросу о защите интересов и прав инвесторов, красной нитью проходящий через сферу правового регулирования политики ЕС в области финансовых услуг, необходимо упомянуть о соответствующих мерах, зафиксированных в Директиве 2009/65 (ст. ст. 68-82). Данные меры можно разделить на три группы: (i) публикация проспекта эмиссии³⁷, годовых и полугодовых отчетов о финансовой деятельности и иной существенной для инвесторов

³⁶ Niamh, Moloney. The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market - a Tale of Two Competences: Part (2) – Supervision // European Business Organization Law Review. 2011. 12(2). P. 92.

³⁷ Раздел А Приложения I Директивы 2009/65; категории активов, разрешенных к инвестированию; правила фонда коллективного инвестирования и учредительные документы; информация о составе инвестиционного портфеля или используемых техниках управления им, если чистая стоимость активов фонда имеет высокую волатильность вследствие выбранной структуры портфеля или указанных техник.

информации (раздел В Приложения I); (ii) иная информация³⁸; (iii) ключевая информация для инвесторов³⁹. Последняя мера, выраженная в форме специального документа для инвесторов и заменившая упрощенный проспект эмиссии, была широко поддержана финансовым и банковским сообществом ЕС⁴⁰ и оценивается учеными как «информационное средство для инвестора, дающее ему важную информацию перед принятием решения о подписке»⁴¹.

Несмотря на многочисленные новации в регулировании рынка ЕС в области инвестиционных услуг успешная имплементация положений Директивы 2009/65 не может обеспечить высокого уровня защиты инвесторов. Для достижения указанных целей существенное значение имеет применение механизма надзора, взаимодействия между компетентными органами и использования ими полномочий, обеспечивающих эффективное осуществление их функций. Управление по финансовым услугам Великобритании⁴² считает важным точно определить роль и полномочия компетентных органов в области надзора и из-

бежать, таким образом, провалов регулирования или дублирования функций⁴³. Директива 2009/65 возлагает на компетентные органы надзорные и следственные полномочия, необходимые для выполнения их функций.

В числе данных полномочий выделяют следующие: право доступа к документам любой формы и их копиям; право требования от любого лица предоставить информацию; проведение осмотра и иных следственных действий на месте; получение записей телефонных разговоров; требование прекращения любой практики, противоречащей положениям, принятым в целях имплементации Директивы 2009/65; право требования замораживания или наложения ареста на активы; требование временной приостановки профессиональной деятельности; требование в адрес инвестиционных и управляющих компаний, депозитариев предоставить информацию; принятие любых мер с целью обеспечения выполнения инвестиционными и управляющими компаниями, депозитариями требований Директивы 2009/65; аннулирование разрешения, выданного инвестиционному фонду, управляющей компании или депозитарию, на ведение профессиональной деятельности участника рынка ценных бумаг; обращение в правоохранительные органы с требованием о возбуждении уголовного преследования; привлечение аудиторов или экспертов для проведения проверок или расследований (ст. 98).

Указанные полномочия реализуются на национальном уровне. Между тем, как было установлено нами в третьем параграфе предыдущей главы диссертационного исследования конечным звеном в системе надзора за финансовым рынком ЕС является Европейский комитет по ценным бумагам и рынкам, функционирующий на микро уровне Европейской системы финансового надзора в тесном взаимодействии с национальными надзорными органами и Европейскими контрольными органами.

Объективно, что регулирование такого комплексного сегмента рынка ценных бумаг ЕС как коллективное инвестирование не может быть охвачено только положениями Директивы 2009/65.

³⁸ Информация о цене эмиссии, продаже, выкупе или погашении паев, публикуемая каждый раз при совершении указанных операций, но не менее 2 раз в месяц.

³⁹ Данная информация публикуется в форме отдельного документа ('key investor information' – KID), содержащего следующие сведения: идентификация фонда; краткое описание целей инвестирования и инвестиционной политики; презентация о инвестиционных проектах; расходы и связанные с ними затраты; описание рисков и премий, связанных с инвестициями данного фонда; информация о способах получения проспекта и отчетов о финансовой деятельности; информация, предшествующая подписанию контракта с фондом.

⁴⁰ Report on Integration of European Financial Services Markets. European Banking Federation. Brussels, December 2007. - P. 70.

⁴¹ Reena, Aggarwal. Demutualization and corporate governance of stock exchanges. // Journal of applied corporate finance. 2010. No. 1. - P.102.

⁴² Организация, созданная в 1997 г. на базе Управления по ценным бумагам и инвестициям, когда было решено совместить в единой организации функции по надзору за рынком инвестиционных услуг и функции по надзору за банковской деятельностью; в 2001 г. данная организация приняла на себя функции Управления по личным инвестициям, Организации по регулированию управления инвестициями, Совета по ценным бумагам и фьючерсам и ряда других учреждений.

⁴³ HM Treasury. UK Financial Services Authority. Transposition of UCITS IV: consultation document. The National Archives, Kew, London. 2010. - P. 41.

В силу этого были приняты иные нормативные акты, призванные обеспечить ее имплементацию. Так, к числу данных актов относят Директиву 2010/43 относительно организационных требований, конфликта интересов, ведения бизнеса, управления рисками и соглашения между депозитарием и управляющей компанией⁴⁴, Директиву 2010/42 относительно условий слияния фондов, соглашения между основным и вспомогательным фондами и согласительных процедур⁴⁵, Регламент 584/2010 относительно формы и содержания стандартного уведомительного письма и аттестации инвестиционного фонда, применения электронного документооборота между компетентными органами в целях уведомления, процедур осмотра и иных следственных действий на месте и обмена информацией между компетентными органами⁴⁶, Регламент 583/2010 относительно ключевой информации для инвесторов и условий, выполняемых при предоставлении такой информации или проспекта на носителях, отличающихся от бумажных, или путем размещения на вебсайте⁴⁷.

При этом последний упомянутый акт должен рассматриваться с учетом позиций, опубликован-

ных 1 июля 2010 г. в рекомендациях функционировавшего тогда Европейского комитета органов, регулирующих операции с ценными бумагами⁴⁸. Данные рекомендации касаются вопросов расчета комплексного риска и индикатора премии⁴⁹, а также методологии расчета текущих затрат⁵⁰, включаемых в сведения ключевой информации для инвесторов, и могут использоваться Европейским комитетом по ценным бумагам и рынкам в качестве стандартов для применения участниками рынка ценных бумаг.

Резюмируя вышесказанное, можно сделать следующие выводы. Основной инвестиционный фонд может быть определен следующим образом: **предприятие коллективного инвестирования открытого типа, (i) осуществляющее инвестиции, объектами которых могут быть обращающиеся ценные бумаги, инструменты денежного рынка, паи фондов коллективного инвестирования, депозиты, размещенные в кредитных институтах, деривативы, обращающиеся на регулируемом и нерегулируемом рынках, (ii) осуществляющее деятельность на основании специального разрешения, выданного компетентным органом государства происхождения, (iii) функционирующее посредством управляющей компании на основе принципа риск-спрединга, (iv) передавшее свои активы на хранение депозитарию и (v) обязанное выкупить или погасить паи по требованию их держателей.**

Поскольку ПКИОЦБ принадлежит к категории открытых фондов, это дает возможность его управляющей компании инвестиционного фонда, созданного в одном из государств-членов ЕС, публично размещать его паи на рынках ЕС, а также третьих странах. Правовой анализ режима деятельности данных инвестиционных фондов показал, что они принадлежат к категории наиболее регулируемых участников инвестици-

⁴⁴ Commission Directive 2010/43/EU of 1 July 2010 implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements, conflicts of interest, conduct of business, risk management and content of the agreement between a depositary and a management company. OJ L 176, 10.7.2010. - P. 42–61.

⁴⁵ Commission Directive 2010/42/EU of 1 July 2010 implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards certain provisions concerning fund mergers, master-feeder structures and notification procedure. OJ L 176, 10.7.2010. - P. 42–61.

⁴⁶ Commission Regulation (EU) No 584/2010 of 1 July 2010 implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards the form and content of the standard notification letter and UCITS attestation, the use of electronic communication between competent authorities for the purpose of notification, and procedures for on-the-spot verifications and investigations and the exchange of information between competent authorities. OJ L 176, 10.7.2010. - P. 16–27.

⁴⁷ Commission Regulation (EU) No 583/2010 of 1 July 2010 implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards key investor information and conditions to be met when providing key investor information or the prospectus in a durable medium other than paper or by means of a website. OJ L 176, 10.7.2010. - P. 1–15.

⁴⁸ В настоящее время его функции переданы Европейскому комитету по ценным бумагам и рынку.

⁴⁹ Guideline on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document (Ref. CESR/10-673).

⁵⁰ Guideline on the methodology for calculation of the ongoing charges figure in the Key Investor Information Document (Ref. CESR/10-674).

онного рынка. Своим устойчивым развитием и, как следствие, успехом на инвестиционном рынке такие фонды обязаны расширенному перечню финансовых инструментов, не только включенных в сферу Директивы 2004/39 и Директивы 2009/65, но и возможности финансовым инструментам, обращающимся на нерегулируемом рынке.

Тенденции совершенствования нормативной базы, действие которых отмечается за последние 10 лет, дает инвестиционным фондам возможность использования новых ликвидных финансовых продуктов. В результате ПКИОЦБ успешно конкурируют со структурированными ценными бумагами, инструментами рынка краткосрочных капиталов, банковскими депозитами, а также с нерегулируемыми фондами. Значимо, что подобная конкуренция лежит в плоскости правового контроля, принципов правового регулирования политики ЕС в области финансовых услуг. Эти факторы привлекают хедж-фонды, стремящиеся использовать ПКИОЦБ в качестве инструмента для привлечения инвесторов, в большей степени отдающих предпочтение регулируемым финансовым продуктам.

Европейский Союз идет в фарватере внедрения инновационных правовых механизмов регулирования инвестиционных услуг. Как было сказано выше, на рынке инвестиций Союза существуют альтернативные инвестиционные фонды, деятельность которых не регулируется нормами Директивы 2009/65. Финансовый кризис 2008 г., потрясший мировые финансовые центры, не только заставил законодательные институты ЕС по-новому оценить целостность финансовой системы Союза и позволил определить наиболее значимые недостатки ее регулирования, но также выявил новые возможности роста прибыли на рынке финансовых услуг и риски, сопутствующие им.

В числе структур, привлекающих внимание инвесторов высокими показателями прибыльности и в совокупности составляющих категорию альтернативных инвестиционных фондов (АИФ), находятся хедж-фонды (*hedge funds*), фонды прямых инвестиций (*private equity funds*), инфраструктурные фонды (*infrastructure funds*), товарные фонды (*commodity funds*) и фонды недвижимости (*real estate funds*). К концу XX столетия средний темп роста активов альтернативных

инвестиционных фондов в странах Европейского Союза составлял 40%, в результате чего объем активов АИФ вырос в 10 раз. По состоянию на 2008 г. сектор альтернативных инвестиций оценивался экспертами на уровне 2 трлн. евро.

Однако, правовой режим деятельности структур, генерирующих прибыль в таких размерах, не установлен нормами ни корпоративного, ни финансового права ЕС. При этом риски, сопутствующие деятельности указанных фондов, не только прямо касаются инвесторов данных фондов, но и представляют угрозу для кредиторов, трейдеров, а также могут выходить за пределы одного государства-члена, и, следовательно, носить трансграничный и системный характер и влиять на целостность и стабильность всей финансовой системы ЕС⁵¹. Такое положение вещей по справедливому мнению члена Европейского парламента, председателя партии Европейских социалистов Поула Расмуссена недопустимо, поскольку «все игроки финансового рынка и финансовые продукты должны находиться в сфере регулирования и контроля»⁵².

В силу этого в феврале 2009 г. Европейская Комиссия провела конференцию по хедж-фондам и фондам прямых инвестиций⁵³, в ноябре 2010 г. представила проект директивы о менеджерах альтернативных инвестиционных фондов⁵⁴, который был принят в июне 2011 г. (Директива 2011/61 о менеджерах альтернативных инвестиционных фондов)⁵⁵. Данная Директива была широко поддержана Европейским парламентом⁵⁶ и обсуждена

⁵¹ Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers. Brussels, 30.4.2009. COM(2009) 207 final. 2009/0064 (COD). - P. 2

⁵² Eu commission open hearing on hedge funds and private equity. February 26th & 27th 2009. P. 1.

⁵³ Ibid.

⁵⁴ Memo/10/573. Brussels, November 11, 2010.

⁵⁵ Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010. OJ L 174, 1.7.2011. -P. 1-73

⁵⁶ Report of the European Parliament with recommendations to the Commission on hedge funds and private equity (A6-0338/2008) ('Rasmussen' report) and on the transparency of institutional investors (A6-0296-2008) 'Lehne' report).

группой экспертов по надзору в области финансов, возглавляемой Ж. де Ларозьером⁵⁷. Тем не менее, в заключении Европейского Экономического и Социального Комитета на проект Директивы 2011/61 сказано, что данная Директива устанавливает подробные правила, применение которых по мнению данного Комитета вызовет сложности при эффективной адаптации продуктовой линейки сектора альтернативных инвестиций⁵⁸.

С принятием Директивы 2011/61 Европейский Союз рассчитывает достигнуть следующих целей: (i) иметь гармонизированное законодательство для мониторинга и контроля рисков, применяемое к предприятиям, ведущим экономическую деятельность в области управления и администрирования АИФ; (ii) ввести специальную систему разрешений, получаемых менеджерами АИФ для оказания услуг и деятельности АИФ на внутреннем рынке Союза⁵⁹.

С учетом указанных целей представляется рациональным указать отличительные особенности, связанные с предметом регулирования Директивы 2011/61, среди которых выделяют следующие.

Сфера применения. К сфере регулирования Директивы 2011/61 относятся все альтернативные инвестиционные фонды, не подпадающие под сферу регулирования Директивы 2009/65. К категории таких АИФ относятся хедж-фонды, фонды прямых инвестиций, инфраструктурные фонды, товарные фонды и фонды недвижимости и др. Из этой концепции следует определение АИФ, которым признается *любое предприятие коллективного инвестирования открытого или закрытого типа, включая его структурное подразделение, мобилизующее капитал инвесторов*

с целью его инвестирования и получения прибыли инвесторами в соответствии с установленной инвестиционной политикой и не требующее получения разрешения на ведение деятельности в порядке, установленном Директивой 2009/65 о предприятиях коллективного инвестирования в обращающиеся ценные бумаги.

Директива 2011/61 предусматривает регулирование деятельности руководителей (менеджеров) АИФ, а не самих фондов, поскольку первым принадлежит приоритет принятия ответственных для менеджмента решений. При этом менеджером могут являться как физические, так и юридические лица, предметом основной деятельности которых является предоставление услуг по управлению АИФ. Делегирование полномочий по управлению АИФ третьим лицам возможно при условии уведомления компетентного органа государства происхождения АИФ. Менеджеры должны обеспечивать раздельное управление рисками и осуществление операций с активами АИФ.

Директива 2011/61 применяется ко всем менеджерам АИФ, оказывающим услуги по управлению одному или нескольким альтернативным инвестиционным фондам, вне зависимости от следующих критериев: (i) учреждения АИФ на территории или за пределами ЕС; (ii) предоставления менеджером АИФ услуг напрямую или посредством передачи полномочий; (iii) принадлежности АИФ к категории открытых или закрытых фондов; (iv) корпоративной структуры АИФ или его менеджера.

Широкий круг участников альтернативного инвестиционного рынка, деятельность которых является предметом регулирования Директивы 2011/61, не предполагает использование единообразных правил. Положения и принципы деятельности менеджеров АИФ будут адаптированы для различных видов АИФ с учетом требований разумности и обоснованности.

С целью выполнения условий осуществления эффективного надзора за деятельностью менеджеров АИФ, Директива 2011/61 устанавливает введение системы разрешений («единых паспортов»), обеспечивающих доступ на рынок ЕС, и надзора за деятельностью всех менеджеров АИФ на территории ЕС. При этом данный режим будет

⁵⁷ Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU, 25 February 2009. P. 25. См. подробнее URL: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf (дата обращения 16.06.2011)

⁵⁸ Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC {SEC(2009)576} {SEC(2009)577} /* COM/2009/0207 final - COD 2009/0064 */

⁵⁹ Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers. Brussels, 30.4.2009. COM(2009) 207 final. 2009/0064 (COD). -P. 5.

применяться независимо от государства происхождения управляемого АИФ.

Из сферы применения Директивы 2011/61 исключены менеджеры АИФ, управляющие такими фондами с портфелями активов, составляющими менее 100 млн. евро, или менее 500 млн. евро, если портфели активов АИФ включают фонды, не применяющие стратегии и техники заемных средств, и в отношении которых не существует прав выкупа на период до 5 лет с момента регистрации каждого АИФ. Если величина стоимости портфеля активов АИФ превышает 250 млн. евро, АИФ обязан увеличить размер собственных средств на 0,02% от указанной стоимости, но итоговая величина первоначального и добавочного капитала не должна превышать 10 млн. евро.

Как указывает Мёрт, такое ограничение связано с намерением европейского законодателя вывести из сферы регулирования данной Директивы менеджеров фондов, деятельность которых не влечет возникновение системных или прямых рисков для стабильности финансовой системы ЕС⁶⁰. Некрупные фонды, чей портфель, преимущественно не достигает указанных размеров, ориентированы на местный рынок, и потому правовой режим их деятельности может быть установлен национальным законодательством государств-членов.

Условия деятельности и получения разрешения. Как было указано выше, требование получить разрешение на ведение деятельности, выдаваемое компетентным органом государства-члена ЕС, применяется ко всем менеджерам АИФ⁶¹. При этом они обязаны предоставить подробную информацию, подтверждающую их квалификацию и способность управлять фондом и оказывать соответствующие инвестиционные

услуги. Определенные требования установлены к размерам первоначального капитала АИФ (минимум 125 000 евро, если фондом управляет внешний менеджер, или 300 000 евро при управлении менеджером, выбранного фондом).

До принятия Директивы 2011/61 принципы вознаграждения управляющих АИФ были не определены. Как правило, менеджеры АИФ забирали себе определенный процент с прибыли инвесторов. Директива 2011/61 предусматривает обязанность менеджеров АИФ определить политику и принципы вознаграждения не только топ-менеджеров, но и других сотрудников, принимающих ключевые решения по управлению фондом и инвестированию капитала, в соответствии с правилами, определенными в Приложении II к Директиве 2011/61.

Активы АИФ должны быть переданы на хранение депозитарию (например, кредитная организация, инвестиционная фирма) на основании договора. При этом о передаче финансовых инструментов делается запись на счете репо, а в отношении других активов депозитарий ведет реестр, удостоверяющий право собственности АИФ на данные активы.

Отношения с инвесторами. С целью защиты интересов инвесторов Директива 2011/61 обязывает их предоставлять инвесторам⁶² информацию о инвестиционной политике, включая описание видов активов портфеля и условия использования леввериджа (финансовый рычаг)⁶³, его видов и разрешенных источников и связанных с этим рисков; фонде, управляющей компании, депозитарию, аудиторах и поставщиках услуг, прайм-брокере⁶⁴;

⁶⁰ Mörth, U. The market turn in the EU governance // Governance. 2010. Volume 22 Issue 1. - P. 99 – 120.

⁶¹ В переходных положениях о применении директивы 2011/61 сказано, что менеджеры АИФ, осуществляющие деятельность в соответствии с этой Директивой, до 22 июля 2013 г. должны выполнить все действия, установленные национальным законодательством государства-члена, предусмотренные данной Директивой, и обратиться с заявлением о получении разрешения на ведение деятельности в течение 1 года с указанной даты; менеджеры, управляющие АИФ закрытого типа и не осуществлявшие дополнительных инвестиций после 22 июля 2013 г. могут работать без получения указанного разрешения.

⁶² По общему правилу инвесторами альтернативных фондов инвестирования могут быть только профессиональные инвесторы в значении, указанном в Приложении II к Директиве 2004/39. Розничные инвесторы могут приобретать паи/акции АИФ, если такая опция предусмотрена законодательством государства-члена ЕС.

⁶³ Эффект финансового рычага (леввериджа) обусловлен увеличением постоянных затрат за счет возрастания процентов по кредиту в структуре капитала компании. Финансовый менеджмент: учебник / коллектив авторов; под. ред. проф. Е.И. Шохина. 3-е изд., стер. – М.: КНОРУС, 2011. - С. 265.

⁶⁴ Кредитный институт, инвестиционная фирма или иное юридическое лицо, являющееся объектом пруденциального надзора со стороны компетентных органов, оказывающее услуги профессиональным (институциональным) инвесто-

сведениях о рисках управления ликвидностью, политике выкупа, применяемую при обычных и исключительных обстоятельствах; процедуры оценки и хранения активов, администрирования и управления рисками; платежи, затраты и расходы, связанные с инвестированием.

Раскрытие информации компетентным регулирующим органам. В целях обеспечения эффективного макропруденциального надзора за деятельностью менеджеров АИФ на последних возложена обязанность на регулярной основе предоставлять компетентным органам информацию об используемых рынках и финансовых инструментах, подверженности финансовому риску, степени его концентрации; рынках и активах, являющихся объектами инвестиций фонда, а также мерах управления рисками, установленных в отношении данного АИФ.

Специальные требования в отношении менеджеров АИФ, применяющие стратегии и техники заемных средств (леверидж). Использование систематически высокого уровня левериджа, позволяющего менеджерам АИФ влиять на рынки, являющиеся объектами их инвестиций, может являться капиталом фонда. Директива 2011/61 наделяет Европейскую Комиссию полномочиями устанавливать границы (лимиты) левериджа, если такие меры необходимы для обеспечения стабильности и целостности финансовой системы ЕС.

Государства-члены обладают правом ограничивать использование данного инструмента определенными менеджерами и фондами в исключительных случаях. Более того, менеджеры АИФ, использующие леверидж на систематической основе, обязаны раскрывать компетентным органам государства происхождения фонда информацию о совокупном леверидже, его источниках, разнице уровней между левериджем, возникающим из заимствований наличной валюты или ценных бумаг, и левериджем, встроенным в финансовые деривативы, и объемами повторного использования такой техники заимствований. Данная

рам по финансированию или осуществлению сделок с финансовыми инструментами в качестве контрагента, а также предоставляющее услуги в области клирингово-расчетной деятельности, кастодиального хранения, кредитования ценными бумагами.

информация должна включать сведения о пяти наиболее крупных источниках заимствований наличной валюты или ценных бумаг и объемах левериджа, полученных от использования каждого источника.

Как известно, применение техники левериджа характеризуется риском потери ликвидности, что может привести к банкротству фонда и дефолту его обязательств перед инвесторами. Поэтому Директива 2011/61 устанавливает обязанность менеджеров АИФ обеспечить наличие инвестиционной стратегии, параметров ликвидности и условий погашения паев инвесторов.

Специальные требования в отношении менеджеров АИФ, приобретающих контрольный пакет акций компаний. Директива 2011/61 предусматривает раскрытие информации другим акционерам и представителям персонала портфельной компании, контрольный пакет акций (более 50%) которой был приобретен АИФ. Директива 2011/61 также предусматривает, что АИФ ежегодно осуществляет раскрытие информации о инвестиционной стратегии и целях фонда при приобретении контрольного пакета акций компании, а также раскрытие общей информации о деятельности портфельной компании после приобретения контроля над ней.

Как указано в пояснительной записке к проекту Директивы 2011/61, обязанность предоставлять данную информацию продиктована необходимостью информирования всех категорий инвесторов о способах управления портфельными компаниями менеджерами венчурных фондов и фондов прямых инвестиций.

Однако Директива 2011/61 не ограничивается обязательствами о раскрытии сведений, касающихся сделки по приобретению контрольного пакета акций нелистингуемой компании. С этой целью Директива 2011/61 содержит механизм стриппинга активов (*asset stripping*), характеризующегося невозможностью менеджеров АИФ уменьшать размер капитала, погашать или выкупать паи инвесторов, способствовать выполнению данных действий третьими лицами, а также голосовать за их совершение на собрании акционеров/держателей паев АИФ в течение 24 месяцев с даты совершения указанной сделки.

Дополнительно Директива 2011/61 предусматривает обязанность публичных компаний,

чи акции исключены из котировального списка (делистинг), представлять отчеты и информацию в порядке и на условиях, установленных для листингующихся компаний, в течение 2 лет после делистинга.

Права менеджеров альтернативных инвестиционных фондов. С целью облегчения развития внутреннего рынка менеджеры АИФ, получившие разрешение на ведение деятельности в своем государстве происхождения, имеют право продавать размещать акции/паи фонда среди профессиональных инвесторов в любом из государств-членов ЕС. Трансграничный маркетинг фонда возможен при соблюдении правил уведомления принимающего государства-члена. Несмотря на общий запрет, установленный Директивой 2011/61, в отношении права менеджеров АИФ размещать акции/паи фонда среди розничных инвесторов, государства-члены могут разрешить осуществление таких операций.

Альтернативные инвестиционные фонды третьих стран. Директива 2011/61 предоставляет менеджерам альтернативных инвестиционных фондов, учрежденных в третьих странах, право размещать данные фонды на внутреннем рынке ЕС при соблюдении ими определенных условий. Так, они смогут получить разрешение на ведение деятельности, если государство их происхождения выполняет необходимые стандарты, эквивалентные установленным в ЕС, и заключило соглашения с государствами-членами ЕС об обмене информацией. Дополнительно на менеджеров таких стран возложена обязанность регулярно представлять сведения о стратегиях управления рисками, результатах финансовой деятельности, подверженности финансовым рискам и реализуемой инвестиционной стратегии.

Более того, менеджеры могут реализовать возможность размещать акции/паи фонда среди профессиональных инвесторов, зарегистрированного за пределами ЕС, только по истечении 3-летнего переходного периода. В зарубежной юридической литературе введение 3-летнего срока переходного периода связано с несколькими факторами. Во-первых, это позволит менеджерам АИФ, учрежденных в третьих странах, выйти на рынок ЕС при условии, что правила регулирования и контроля за деятельностью АИФ, установленные в третьих странах, эквивалентны

правилам, предусмотренным законодательством ЕС⁶⁵, а во-вторых обеспечит участникам инвестиционного рынка ЕС сравнительный доступ на финансовые рынки третьих стран⁶⁶.

В то же время государства-члены могут разрешить (либо продлить действие такого разрешения) менеджерам размещать акции/паи фонда среди профессиональных инвесторов, зарегистрированного в третьих странах, если это прямо предусмотрено национальным законодательством государства-члена. Директива 2011/61 содержит положения, устанавливающие функции, осуществляемые инвестиционными фондами третьих стран или делегированные им, под непосредственным контролем компетентных органов ЕС. Данные положения также содержат требования эквивалентности в области регулирования и надзора за деятельностью менеджеров АИФ, которые должны присутствовать в национальном законодательстве третьих стран, выполнение которых позволяет инвестиционным фондам последних выходить на рынок ЕС. Во всех случаях Европейская Комиссия имеет исключительные полномочия принимать решения о степени эквивалентности соответствующего законодательства третьих стран и сравнительных условиях доступа к рынку ЕС.

Взаимодействие надзорных органов. Для обеспечения надежного функционирования рынка альтернативных инвестиций и достижения целей, установленных в Директиве 2011/61, компетентные органы государств-членов должны взаимодействовать между собой. Полномочия компетентных органов по контролю и надзору за деятельностью менеджеров АИФ аналогичны полномочиям, установленным в Директиве 2009/65. Учитывая трансграничную природу рисков, возникающих в секторе альтернативных инвестиций, необходимым условием для обеспечения макропруденциального надзора должно являться своевременное предоставление соответствующей информации на

⁶⁵ Masciandaro, D., M. Nieto and M. Quintyn. Financial Supervision in the EU: Is There Convergence in the National Architectures? Paolo Baffi Centre Research Paper no. 38. 2011. - P. 38.

⁶⁶ de Visscher, C., Varone, F. Governance of the EU investments sector.// Journal of Public Policy. 2011. 28(01). - P. 19-47.

микро уровне национальных компетентных органов и Европейских контрольных органов.

В случае возникновения спорных вопросов между национальными компетентными органами полномочия по их разрешению принадлежат Европейскому комитету по ценным бумагам и рынкам. В дополнение к полномочиям, указанным в Директиве 1095/2010, ЕКБР имеет следующие полномочия: запрещать размещение на внутреннем рынке ЕС паев/акций АИФ, управляемых менеджерами, зарегистрированными в третьих странах, или АИФ, зарегистрированных в третьих странах и управляемыми менеджерами, зарегистрированными в ЕС; наложить ограничения на деятельность менеджеров АИФ, зарегистрированных в третьих странах, в случае возникновения предельно допустимого уровня риска на специальных рынках.

Указанные отличительные особенности правового регулирования альтернативного инвестиционного фонда, выявленные с помощью практического анализа законодательства ЕС, позволяют сформулировать его понятие. **Альтернативным инвестиционным фондом является любое предприятие коллективного инвестирования открытого или закрытого типа, включая его структурное подразделение, управление которым осуществляется управляющей компанией или профессиональным менеджером, мобилизующее капитал инвесторов с целью его инвестирования и получения инвесторами прибыли в соответствии с установленной инвестиционной политикой и условиями использования леввериджа, функционирующее на основании разрешения на ведение деятельности в порядке, отличном от установленного для основных инвестиционных фондов.**

Резюмируя сказанное, можно сделать вывод, что с принятием Директивы 2011/61, сектор альтернативных инвестиций ЕС приобретет всесторонний и эффективный механизм правового регулирования, а его развитие будет определяться общими направлениями политики Союза в области финансовых услуг. Деятельность менеджеров АИФ будет являться объектом пруденциального надзора. Более того, усиленный надзор за деятельностью менеджеров АИФ обеспечит более высокую степень защиты прав и интересов инвесторов, потребителей финансовых услуг и

стабильности всей финансовой системы интеграционного образования.

Сделанные выводы объективно свидетельствуют о том, что Европейский Союз движется к цели глобального регулирования рынка финансовых услуг, существенным элементом которого выступают инвестиционные услуги и деятельность фондов коллективного инвестирования. При этом надежный и эффективный механизм правового регулирования является неременным условием для продолжительного успешного развития рынка инвестиционных услуг ЕС.

Таким образом, **механизм правового регулирования инвестиционных услуг в ЕС характеризуется следующими отличительными признаками: (i) создание единого регулируемого рынка инвестиционных услуг, обеспечивающего деятельность его участников и обращение определенных финансовых инструментов; (ii) введение системы авторизации, позволяющей предоставлять инвестиционные услуги на территории ЕС и за ее пределами на основании единых разрешений («единых паспортов»); (iii) предоставление высокого уровня защиты прав и интересов инвесторов, включающей схемы гарантирования компенсаций и вкладов инвесторов, установление критериев достаточности первоначального размера капитала инвестиционных фирм и кредитных институтов; (iv) предоставление инвесторам ключевой информации о инвестиционном фонде, его инвестиционной политике, содержании проспекта эмиссии и финансовой отчетности, сведений о составе и структуре активов инвестиционного фонда и условиях применения леввериджа; (v) формирование прозрачной, целостной и эффективной системы пруденциального и консолидированного надзора за деятельностью участников рынка инвестиционных услуг на уровне Европейского Союза.**

Подобные тенденции несомненно принесут огромную пользу развитию финансового рынка Союза, увеличат его прозрачность и снизят транзакционные издержки. Экономические выгоды, приносимые сектором инвестиционных услуг ЕС, означают необходимость дальнейшего совершенствования и развития механизма его правового регулирования. При этом последние нормативные изменения и инициативы, анали-

зированные выше, не могут быть расценены как последнее слово в вопросе регулирования инвестиций. Более того, данные инновации означают, что Европейский Союз и государства-члены намерены дальше ставить перед собой сложные вопросы в данной области.

Библиография:

1. Азимова Л.В. Недобросовестная рыночная практика на финансовых рынках. // Право и экономика. 2001. №9;
2. Рубцов Б.Б. Финансовый рынок Германии. // Портфельный инвестор. 2008. №7-8.;
3. Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. М., Финансы и статистика. 1991;
4. Гитман Л., Джонк М. Основы инвестирования. М., Дело, 1999;
5. Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник. / Под ред. Е.С Стояновой. – 5-е изд., перераб. и доп. – М., Перспектива, 2004;
6. Эрдман Г.В. 1000% за 5 лет, или правда о паевых инвестиционных фондах, 2-е изд. исправленное. URL: <http://www.rich4you.ru> (дата обращения 12.06.2011);
7. Прокудин А.А. Финансово-правовое регулирование активов и пассивов инвестиционных фондов. // Административное и финансовое право. Ежегодник Центра публично-правовых исследований. Том 2. М., АНО “Центр публично-правовых исследований”, 2007;
8. Панкратова Л.Д. Портфельный анализ и учетно-аналитические аспекты деятельности паевых инвестиционных фондов в РФ. Дисс. на соиск. уч. ст. канд. экон. наук: 08.00.12. Воронеж, 2008;
9. Финансовый менеджмент: учебник / коллектив авторов; под. ред. проф. Е.И. Шохина. – 3-е изд., стер. – М.: КНОРУС, 2011;
10. Герреро П.Б.А. Правовое регулирование деятельности участников фондового рынка в Испании и Франции: Автореф. дис. ... канд. юрид. наук. М., 2000;
11. Абрамов А.Е. Инвестиционные фонды: Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России. М.: Альпина Бизнес Букс. 2005;
12. Хмыз О.В. Международная финансовая интеграция коллективных инвесторов // Финансовый вестник: финансы, налоги, страхование, бухгалтерский учет. 2008, N 10;
13. Тропников О.А. Инвестируя в ПИФы. М., Эксмо, 2007;
14. Саркисянц А. Инвестиционные фонды в мире. // Бухгалтерия и банки. 2010. N 1;
15. Логинов П.Б. Правовые особенности налогообложения НДС паевых инвестиционных фондов // Право и экономика. 2010. N 1;
16. Трапезников В.А. Инвестиционные фонды как форма коллективного инвестирования. // Законодательство и экономика. 2006. N 1.
17. Хабриева Т.Я., Доронина Н.Г. Создание международного финансового центра: системный подход к решению правовых проблем. // Журнал российского права. 2010. N 11.
18. Назаров А.А. Коллективные инвестиции в современной России. // Административное право и процесс, 2008, N 5;
19. Гридчин А.Г. Паевые инвестиционные фонды (ПИФы) как инструмент коллективных инвестиций // Адвокатская практика, 2007, Специальный выпуск, Сентябрь;
20. Майфат А.В. Гражданско-правовые конструкции инвестирования: Монография. М.: Волтерс Клувер, 2006;
21. Семилютина Н.Г. Инвестиции и рынок финансовых услуг: проблемы законодательного регулирования. // ЖРП. 2003. N 2;
22. Тупицына А.В. Фьючерсный контракт как инструмент хеджирования рисков. // Международные банковские операции, 2008, №5;

23. Райнер Г. Деривативы и право. / пер. с нем. Ю.М. Алексеев, О.М. Иванов. – М.: Волтерс Клувер, 2005;
24. Шапран В.С. Хедж-фонды: парадоксальная действительность и перспективы появления на развивающихся рынках. // Инвестиционный банкинг. 2006, N 1.
25. Фельдман А.Б. Производные финансовые и товарные инструменты. М., Финансы и статистика, 2006;
26. Карслян К. Механизм и тенденции эволюции мирового рынка фьючерсов. // Международная экономика. 2011. N 2;
26. Robert, Kenn. Sustainable development of UCITS regulation in EU. // European Capital Market Law Review. 2011;
27. Kudrna, Z. The EU Financial Market Policy: Evolution, Innovation and Research Outlook. Working Paper No. 04/2009. Institute for European Integration Research. Vienna. 2009.
28. Quaglia, L. Governing Financial Services in the European Union: Banking, Securities and Post-Trading;
29. Niamh, Moloney. The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market - a Tale of Two Competences: Part (2) – Supervision // European Business Organization Law Review. 2011. 12(2);
30. Reena, Aggarwal. Demutualization and corporate governance of stock exchanges. // Journal of applied corporate finance. 2010. No. 1;
31. Masciandaro, D., M. Nieto and M. Quintyn. Financial Supervision in the EU: Is There Convergence in the National Architectures? Paolo Baffi Centre Research Paper no. 38. 2011; 35. de Visscher, C., Varone, F. Governance of the EU investments sector. // Journal of Public Policy. 2011. 28(01).

References (transliteration):

1. Azimova L.V. Nedobrosovestnaya rynochnaya praktika na finansovykh rynkakh. // Pravo i ekonomika. 2001. №9;
2. Rubtsov B.B. Finansovyy rynek Germanii. // Portfel'nyy investor. 2008. №7-8.;
3. Alekhin B.I. Rynek tsennykh bumag. Vvedenie v fondovye operatsii. M., Finansy i statistika. 1991;
4. Gitman L., Dzhonk M. Osnovy investirovaniya. M., Delo, 1999;
5. Finansovyy menedzhment: teoriya i praktika: Uchebnik. / Pod red. E.S Stoyanovoy. – 5-e izd., pererab. i dop. – M., Perspektiva, 2004;
6. Erdman G.V. 1000% za 5 let, ili pravda o paevykh investitsionnykh fondakh, 2-e izd. ispravlennoe. URL: [http:// www.rich4you.ru](http://www.rich4you.ru) (data obrashcheniya 12.06.2011);
7. Prokudin A.A. Finansovo-pravovoe regulirovanie aktivov i passivov investitsionnykh fondov. // Administrativnoe i finansovoe pravo. Ezhegodnik Tsentra publichno-pravovykh issledovaniy. Tom 2. M., ANO “Tsentr publichno-pravovykh issledovaniy”, 2007;
8. Pankratova L.D. Portfel'nyy analiz i uchetno-analiticheskie aspekty deyatel'nosti paevykh investitsionnykh fondov v RF. Diss. na soisk. uch. st. kand. ekon. nauk: 08.00.12. Voronezh, 2008;
9. Finansovyy menedzhment: uchebnik / kollektiv avtorov; pod. red. prof. E.I. Shokhina. – 3-e izd., ster. – M.: KNORUS, 2011;
10. Gerrero P.B.A. Pravovoe regulirovanie deyatel'nosti uchastnikov fondovogo rynka v Ispanii i Frantsii: Avtoref. dis.... kand. yurid. nauk. M., 2000;
11. Abramov A.E. Investitsionnye fondy: Dokhodnost' i riski, strategii upravleniya portfelem, ob'ekty investirovaniya v Rossii. M.: Al'pina Biznes Buks. 2005;
12. Khmyz O.V. Mezhdunarodnaya finansovaya integratsiya kollektivnykh investorov // Finansovyy vestnik: finansy, nalogi, strakhovanie, bukhgalterskiy uchet. 2008, N 10;
13. Tropnikov O.A. Investiruyaya v PIFy. M., Eksmo, 2007;
14. Sarkisyants A. Investitsionnye fondy v mire. // Bukhgalteriya i banki. 2010. N 1;
15. Loginov P.B. Pravovye osobennosti nalogooblozheniya NDS paevykh investitsionnykh fondov // Pravo i ekonomika. 2010. N 1;

16. Trapeznikov V.A. Investitsionnye fondy kak forma kollektivnogo investirovaniya. // *Zakonodatel'stvo i ekonomika*. 2006. N 1.
17. Khabrieva T.Ya., Doronina N.G. Sozdanie mezhdunarodnogo finansovogo tsentra: sistemnyy podkhod k resheniyu pravovykh problem. // *Zhurnal rossiyskogo prava*. 2010. N 11.
18. Nazarov A.A. Kollektivnye investitsii v sovremennoy Rossii. // *Administrativnoe pravo i protsess*, 2008, N 5;
19. Gridchin A.G. Paevye investitsionnye fondy (PIFy) kak instrument kollektivnykh investitsiy // *Advokatskaya praktika*, 2007, Spetsial'nyy vypusk, Sentyabr';
20. Mayfat A.V. Grazhdansko-pravovye konstruksii investirovaniya: Monografiya. M.: Volters Kluver, 2006;
21. Semilyutina N.G. Investitsii i rynek finansovykh uslug: problemy zakonodatel'nogo regulirovaniya. // *ZhRP*. 2003. N 2;
22. Tupitsyna A.V. F'yuchersnyy kontrakt kak instrument khedzhirovaniya riskov. // *Mezhdunarodnye bankovskie operatsii*, 2008, №5;
23. Rayner G. Derivativy i pravo. / per. s nem. Yu.M. Alekseev, O.M. Ivanov. – M.: Volters Kluver, 2005;
24. Shapran V.S. Khedzh-fondy: paradoksal'naya deystvitel'nost' i perspektivy poyavleniya na razvivayushchikhsya rynekakh. // *Investitsionnyy banking*. 2006, N 1.
25. Fel'dman A.B. Proizvodnye finansovye i tovarnye instrumenty. M., *Finansy i statistika*, 2006; 26. Karslyan K. Mekhanizm i tendentsii evolyutsii mirovogo rynka f'yuchersov. // *Mezhdunarodnaya ekonomika*. 2011. N 2;
26. Robert, Kenn. Sustainable development of UCITS regulation in EU. // *European Capital Market Law Review*. 2011;
27. Kudrna, Z. The EU Financial Market Policy: Evolution, Innovation and Research Outlook. Working Paper No. 04/2009. Institute for European Integration Research. Vienna. 2009.
28. Quaglia, L. Governing Financial Services in the European Union: Banking, Securities and Post-Trading;
29. Niamh, Moloney. The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market - a Tale of Two Competences: Part (2) – Supervision // *European Business Organization Law Review*. 2011. 12(2);
30. Reena, Aggarwal. Demutualization and corporate governance of stock exchanges. // *Journal of applied corporate finance*. 2010. No. 1;
31. Masciandaro, D., M. Nieto and M. Quintyn. Financial Supervision in the EU: Is There Convergence in the National Architectures? Paolo Baffi Centre Research Paper no. 38. 2011; 35. de Visscher, C., Varone, F. Governance of the EU investments sector.// *Journal of Public Policy*. 2011. 28(01).