

УДК 339.923
ББК 65.9(2)8
А-66

Анесянц Саркис Артаваздович, доктор экономических наук, профессор, руководитель Научно-исследовательского центра по научным проблемам «Специфики функционирования Российского фондового рынка и актуальным вопросам эконометрии»;

Истомина Юлия Сергеевна, аспирант кафедры «Финансы» экономического факультета Института Управления, Бизнеса и Права, e-mail: is_to_mi_na@mail.ru.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ МЕХАНИЗМА ЗПИФ В ПРОЕКТЕ ПО СОЗДАНИЮ МЕЖДУНАРОДНОГО ФИНАНСОВОГО ЦЕНТРА (рецензирована)

В статье рассматривается механизм использования экономических и юридических преимуществ такой формы привлечения инвестиций как паевый инвестиционный фонд в процессе реализации проекта по созданию Международного финансового центра. Предлагается концептуальная схема секьюритизации будущих поступлений от функционирования МФЦ с использованием института закрытого паевого инвестиционного фонда.

Особое внимание уделяется применению таких форм паевых фондов как ЗПИФ прямых инвестиций и кредитные ЗПИФ.

Ключевые слова: международный финансовый центр, финансовый рынок, инвестиции, ценные бумаги, секьюритизация, закрытый паевый инвестиционный фонд.

Anesyants Sarkis Artavazdovich, Doctor of Economics, professor, head of the Research Center on Scientific Problems "Specifics of the Russian stock market and the current issues of econometrics";

Istomina Juliya Sergeevna, post graduate student of the Department of Finance of the Economic Faculty of the Institute of Management, Business and Law, e-mail: is_to_mi_na@mail.ru.

USING THE CMIF MECHANISM IN THE PROJECT FOR THE CREATION OF THE INTERNATIONAL FINANCIAL CENTRE (Reviewed)

The article discusses the mechanism of the economic and legal advantages in such forms of investments like mutual funds in the course of the project to create international financial center. The conceptual scheme of securitization of future revenues from the operation of the IFC with the help of the institute of closed mutual investment fund has been suggested. Special attention is paid to the use of such forms of mutual funds as CMIF of direct investments and credit CMIF.

Keywords: international financial center, financial market, investments, securities, securitization, closed mutual investment fund.

Одним из перспективных механизмов привлечений инвестиционных ресурсов в проект по созданию международного финансового центра является секьюритизация будущих поступлений от функционирования центра с помощью создания закрытого паевого инвестиционного фонда.

По оценкам ведущих мировых рейтинговых агентств, секьюритизация является одним из наиболее перспективных и активно развивающихся механизмов финансового рынка и занимает ведущее место в рейтинге инструментов структурированного финансирования [2].

Экономический смысл процесса секьюритизации заключается в использовании секьюритизированных активов с целью мобилизации финансовых ресурсов по более низкой цене по сравнению с привлечением средств напрямую [11]. Такое экономическое наполнение секьюритизации заставляет инициатора обособлять активы от его общего хозяйственного риска, благодаря чему становится возможным расширение круга потенциальных инвесторов и повышение качества управления активами, пассивами и рисками, что обусловлено следующими обстоятельствами [1]:

1) обособление активов увеличивает надежность ценных бумаг, так как в качестве обеспечения выступают не все активы инициатора сделки, а только однородный круг активов, который легче оценить с точки зрения рисков;

2) обособление дает возможность снизить эффективные затраты на оценку активов и предоставление необходимой информации;

3) платежи по ценным бумагам зависят от исполнения секьюритизируемых требований;

4) в случае дефолтов дебиторов удовлетворение требований инвесторов может осуществляться путем фидуциарной уступки обеспечения в пользу доверенного лица, т.е.

инвестор получает права на соответствующие требования и обеспечение.

При этом наиболее перспективным путем секьютизации активов будущего международного финансового центра является использование такого финансового института как закрытый паевый инвестиционный фонд.

Закрытый паевый инвестиционный фонд представляет собой форму коллективного инвестирования, при которой инвестиционные ресурсы объединяются в единый имущественный комплекс. Деятельность подобного фонда базируется на взаимодействии нескольких институциональных структур, к которым относятся специальный депозитарий, регистратор, управляющая компания, независимый аудитор, независимый оценщик и контролирующий орган. ЗПИФы помогают решить целый комплекс задач, стоящих перед крупным бизнесом: структурировать и оптимизировать активы и бизнес-процессы, привлечь инвесторов для реализации проектов, создать фонды со свободной инвестиционной декларацией. К преимуществам, которые предоставляет использование механизма ЗПИФ, относятся:

- универсальный механизм финансирования;
- использование доходного финансового инструмента в форме ценной бумаги - инвестиционного пая;
- особый режим защищенности имущества фонда, прав пайщиков, инвестиционных проектов, реализуемых фондом.

Отметим, что на закрытые ПИФы приходится основная доля чистых активов, которыми располагают отечественные паевые фонды (рисунок 1).

Количество открытых инвестиционных фондов за 2008-2013 гг. сократилось на 6,8% (32 ед.), число интервальных фондов уменьшилось на 41,2% (42 ед.), тогда как количество закрытых паевых инвестиционных фондов увеличилось в 2,26 раза (547 ед.). Исследование структуры современных паевых фондов показывает, что если в начале 2008 г. на долю закрытых инвестиционных фондов приходилось 43% от общего количества ПИФов, то к настоящему времени эта величина возросла до 66%.

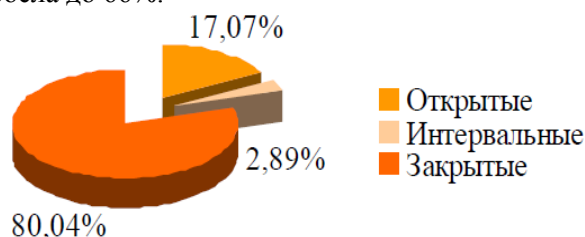


Рис. 1. Структура СЧА по типам фондов на 1 января 2013 года¹

Увеличение количества закрытых паевых инвестиционных фондов на отечественном финансовом рынке обосновывается привлекательностью этого типа фондов. Преимуществом ЗПИФов является привлечение финансовых ресурсов на длительные сроки, что позволяет реализовывать концепции среднесрочного и долгосрочного инвестиционного планирования. Подобного рода инвестиции позволяют закрытым фондам участвовать в более доходных коммерческих проектах, приобретать менее ликвидные активы, более масштабно использовать привлеченные ресурсы, не резервируя средства для постоянного выкупа паев [7].

При этом использование института ЗПИФ выступает в качестве альтернативного способа учреждения специального юридического лица (SPV). Примерная схема реализации данного механизма представлена на рисунке 2.

¹ Годовой обзор паевых инвестиционных фондов // www.agana.ru.

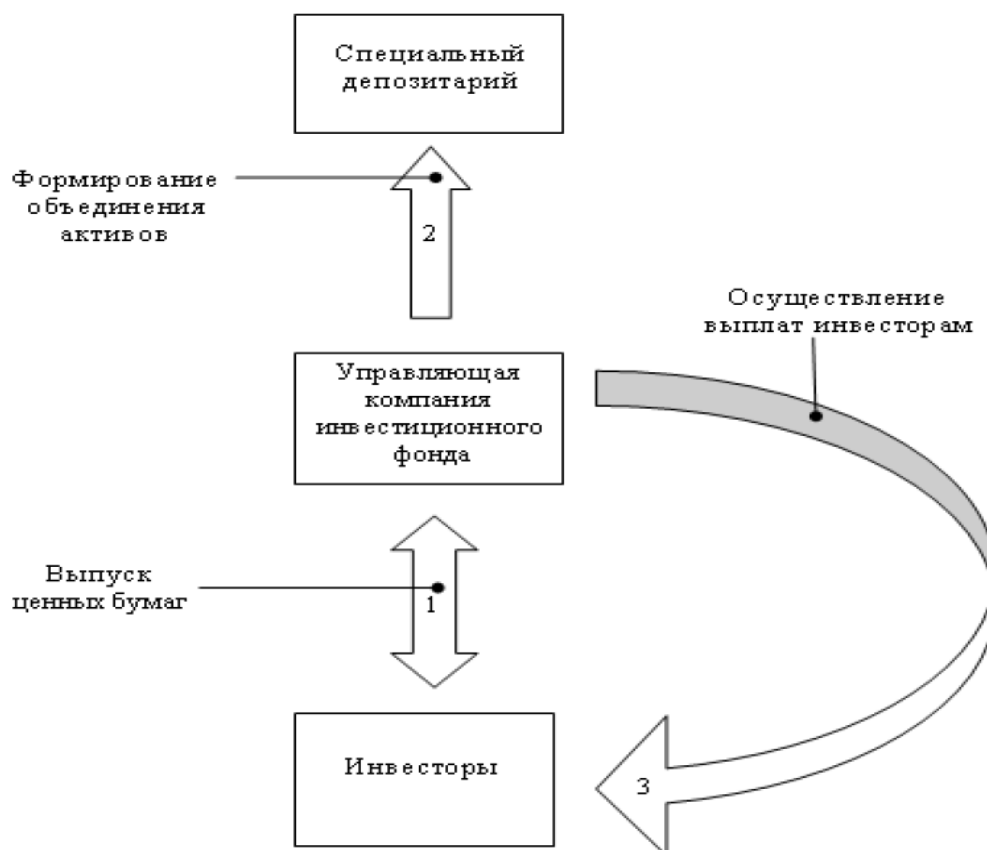


Рис. 2. Принципиальный механизм секьюритизации

с использованием института закрытого паевого инвестиционного фонда

Как можно увидеть из вышеприведенного рисунка, в отличие от стандартной схемы секьюритизации в рассматриваемом варианте сначала осуществляется выпуск ценных бумаг, а уже потом формирование объединения активов. Причина тому – вид ценных бумаг, выпускаемых в процессе секьюритизации с использованием института ЗПИФ, – инвестиционные паи, для которых установлен особый порядок выпуска [8].

Необходимо отметить, что существенной проблемой, препятствующей полноценному использованию такого института как ЗПИФ в процессе реализации проекта по созданию Международного финансового центра, является введение нового механизма их налогообложения.

С 1 января 2011 года плательщиками налога на имущество, переданного в ЗПИФ, являются управляющие компании. Однако, введение нового порядка налогообложения ЗПИФов породило ряд существенных проблем. В частности, отметим, что положения НК РФ не конкретизируют, в каком качестве действует управляющая компания при уплате налога с имущества, составляющего фонд - налогоплательщика или налогового агента. При этом Конституционный Суд РФ неоднократно отмечал, что налог можно считать законно установленным, если законом зафиксированы все существенные элементы налогового обязательства.

Кроме того, нельзя исключить ситуации, когда пайщиками фонда являются только физические лица. Однако порядок налогообложения имущества, принадлежащего физическим и юридическим лицам, закреплен в разных нормативных актах.

Так, в п. 2 ст. 1 Федерального закона от 9 ноября 1991 года №2003-1 «О налоге на имущество физических лиц» предусмотрено, что в случае, когда имущество, признаваемое объектом налогообложения, находится в общей долевой собственности нескольких физических и юридических лиц, то каждое из них признается налогоплательщиком налога на имущество соразмерно доле в нем.

Согласно п. 2 ст. 11 Закона об инвестиционных фондах после передачи имущества в ЗПИФ физическое лицо утрачивает право собственности на него, но приобретает право общей долевой собственности на все имущество, формирующее фонд.

Если предположить, что имущество ЗПИФа, пайщиками которого являются физические лица, формирует недвижимость, то его стоимость будет облагаться налогом дважды [3]:

– управляющая компания платит налог со всей стоимости имущества ПИФа;

– каждое физическое лицо дополнительно платит налог со стоимости своей доли в имуществе фонда.

Отметим, что персональное выделение объекта налогообложения по каждому пайщику очень сложно и дорого, а также полностью дискредитирует идею закрытых паевых фондов как формы коллективных инвестиций, такое инвестирование, по мнению ряда специалистов, похоже на гипертрофированное персональное доверительное управление [10].

В этой связи нам представляется целесообразным вернуть специальный налоговый режим в отношении тех закрытых паевых инвестиционных фондов, которые принимают участие в крупных инфраструктурных проектах национального значения.

При этом отметим, что подобный опыт уже имеется. Так, Федеральным законом №243-ФЗ статья 381 НК РФ дополнена новыми пунктами 19 и 20, согласно которым освобождены от налогообложения организации, признаваемые управляющими компаниями в соответствии с Федеральным законом от 28 сентября 2010 года №244-ФЗ «Об инновационном центре «Сколково». Аналогичные решения, на наш взгляд, целесообразно будет принять и в отношении Управляющих компаний ЗПИФов, принимающих участие в реализации проекта по созданию Международного финансового центра.

Отметим, что под льготным режимом налогообложения понимается не только освобождение непосредственно фондов от налогов, но и существенные льготы для самих инвесторов при распределении доходов в течение периода деятельности фонда. Так, например, в Нидерландах возможно применение пониженных ставок в отношении доходов в виде дивидендов и других доходов с капитала, распределяемых фондом, а во многих странах и полное исключение данных доходов из налогооблагаемой базы инвесторов [4]. Еще одним методом стимулирования пайщиков ЗПИФ может являться уменьшение ставки налогов или ее обнуление при условии владения паями в течение длительного срока.

Касаясь организационных форм ЗПИФ, использование которых целесообразно в процессе работ по созданию МФЦ, отметим, что наиболее перспективным с точки зрения эффективности процесса секьюритизации нам представляется задействование «пучка» фондов различных типов с приоритетом применения таких форм как ЗПИФ прямых инвестиций и кредитные ЗПИФ.

Использование ЗПИФ прямых инвестиций в качестве структуры, опосредующей вложения в различные проекты, позволяет вкладывать средства в любые ООО, ЗАО, ОАО. При этом особенности ЗПИФ определяют следующие его преимущества:

- доходы фонда не облагаются налогом на прибыль;
- фонд может иметь как долевых инвесторов (пайщики фонда), так и долговых инвесторов (кредиторы фонда);
- инвесторы могут иметь разную степень участия в управлении фондом;
- фонд может кредитовать проектные компании.

Как правило, для финансирования крупных инвестиционных проектов используются три основные категории ЗПИФов указанной категории: особо рискованных (венчурных) инвестиций, долгосрочных прямых инвестиций, прямых инвестиций. В общей сложности на текущий момент функционирует 70 фондов прямых инвестиций.

При этом наиболее перспективной, по нашему мнению, является категория фондов долгосрочных прямых инвестиций, позволившая сделать состав и структуру активов фондов более привлекательными в сравнении с давно существующей категорией прямых инвестиций. Ее особенностью является возможность инвестирования в иностранные инструменты – права участия в уставном капитале иностранных коммерческих организаций и акции иностранных акционерных обществ [6]. Наличие такой возможности позволяет объединять российский и иностранный капитал для участия в международных инвестиционных проектах, подобных организации Международного финансового центра.

В декабре 2005 г. УК «Коллективные инвестиции» и Европейский трастовый банк направили в ФСФР письмо с предложением ввести новую категорию паевых фондов, в активах которых могли бы находиться права требования из кредитных договоров и договоров займа. Инициативу поддержали Ассоциация российских банков и Национальная лига управляющих. Категория «кредитные ПИФы» была введена Приказом ФСФР от 20 мая 2008 г. №08-19/пз-н, а первые кредитные фонды были сформированы в начале 2009 г. [9]. На текущий момент создан 71 кредитный паевый фонд, из общего числа которых функционирует 59.

Идеей создания данного финансового инструмента была организация нового кредитного института для институциональных инвесторов, услугами которого последние могли бы

пользоваться как в качестве заемщиков и кредиторов, так и в качестве инвесторов. Однако в условиях кризиса стало ясно, что кредитные фонды представляют собой прекрасную возможность для банков, чьи балансы обременены просроченными обязательствами, вывести эти долги в кредитные фонды. Передав проблемную задолженность кредитному ЗПИФ, банк получал ряд преимуществ [5]:

- под паи ЗПИФ банкам не требовалось создавать резервы, поэтому фактический обмен проблемных кредитов на паи кредитных ЗПИФ снижал давление на капитал финансовой организации;

- особенности налогообложения ЗПИФ делали эти фонды удобными в работе с должниками, так как пайщикам фонда предоставляется отсрочка по уплате налога на прибыль до момента прекращения функционирования фонда или продажи инвестиционных паев.

Деятельность кредитного ЗПИФ является весьма привлекательной и для его потенциальных пайщиков, поскольку предположительная доходность кредитных фондов теоретически может превысить банковскую прибыль за счет грамотного управления активами ЗПИФ. Пайщики могут непосредственно участвовать в процессе выдачи или приобретения кредитов, одобряя или не одобряя эти сделки [5].

Особенности кредитного ЗПИФ определяют следующие его свойства, обуславливающие эффективность использования данной формы привлечения инвестиций:

- отсутствие жесткого пруденциального надзора в виде нормативов и резервов;
- отсутствие ограничений на объем выдаваемых займов;
- отсутствие налогообложения процентных и иных доходов, формирующихся в ЗПИФе.

Таким образом, использование «пучка» закрытых паевых инвестиционных фондов различных видов в данной схеме, с одной стороны, обеспечит эффективность финансирования крупного инвестиционного проекта, а с другой, предоставит возможность для выгодного вложения средств институциональных и частных инвесторов через механизм закрытых паевых инвестиционных фондов.

Литература:

1. Белозеров С.А., Лупыр А.А. Современный механизм секьюритизации активов: экономическое содержание исходных категорий // Финансы и кредит. – 2010, №29.
2. Желтоносов В.М., Марошкин Ю.В., Скуратович Е.А. Секьюритизация дефолтного кредита и рефинансирование кредитного портфеля через закрытый паевый инвестиционный фонд кредитного типа // Финансы и кредит. – 2010, №8.
3. Калинин С.И., Лямина О.Н. Кто обязан платить налог на имущество ПИФов // Налоговые споры. – 2012, №6.
4. Каменецкий М.И., Джантуханова Э.В. Совершенствование налогового регулирования отдельных видов деятельности, способствующих привлечению инвестиций в основной капитал // Научные труды Института народно-хозяйственного прогнозирования РАН. - М.: МАКС Пресс, 2006.
5. Козловский А.С. Механизмы взаимодействия кредитных закрытых паевых инвестиционных фондов с банковскими и некредитными организациями // Финансы и кредит. – 2011, №23. – С. 71.
6. Осипова Е. Прямое и венчурное инвестирование с использованием ПИФов: новые возможности для инвесторов // Рынок ценных бумаг. – 2012, №9.
7. Перепечкина Е.Г. Современное состояние и проблемы развития паевых инвестиционных фондов в России // Вестник РГГУ. Серия «Экономические науки». – 2012, №12.
8. Рачкевич А.Ю., Алексеева И.А. Секьюритизация: характерные признаки и определение // Деньги и кредит. – 2008, №8.
9. Тяжлов М. Кредитные ЗПИФы: вчера, сегодня, завтра // Рынок ценных бумаг. – 2010, №8.
10. Шахурин В.В. Закрытые ПИФы – новый инструмент в руках профессионалов // Управление корпоративными финансами. – 2005, №3.
11. Schwarcz S. The Universal Language of International Securitization // www.law.duke.edu/journals/djcil/articles/djcil12p285.htm.

References:

1. Belozerov S.A., Lupyr A.A. Modern mechanism of securitization of assets: economic content of the original categories // Finance and Credit. 2010. №29.

2. Zheltonosov V.M., Maroshkin Y. V., Skuratovich E.A. *Securitization of default loan and refinancing of the loan portfolio through a closed mutual investment fund of loan-type* // *Finance and Credit*. 2010. №8.
3. Kalinin S. I., Lyamina O.N. *Who is obliged to pay property tax of CMIFs* // *Tax disputes*. 2012. №6.
4. Kamenetsky M.I., Dzhantukhanova E.V. *Improving tax regulation of certain activities to attract investments in fixed assets* // *Proceedings of the Institute of Economic Forecasting of RAS*. M.: MAX Press, 2006.
5. Kozlovsky A. S. *Mechanisms of interaction of credit closed mutual investment funds with banks and non-credit institutions* // *Finance and Credit*. 2011. № 23. P. 71.
6. Osipova E. *Direct and venture investments using CMIFs: new opportunities for investors* // *Securities market*. 2012. № 9.
7. Perepechkina E.G. *Current status and problems of mutual funds development in Russia* // *Journal of RSUH. Series "Economics"*. 2012. № 12.
8. Rachkevich A. Y., Alekseeva I.A. *Securitization: characteristic features and definition* // *Money and Credit*. 2008. № 8.
9. Tyazhlov M. *Credit CMIFs: yesterday, today, tomorrow* // *Securities market*. 2010. № 8.
10. Shakhurin V. V. *Closed Mutual Funds - a new tool in the hands of professionals* // *Corporate Finance Management*. 2005. № 3.
11. Schwarcz S. *The Universal Language of International Securitization* // www.law.duke.edu/journals/djcil/articles/djcil12p285.htm.