

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ КОМПАНИИ В ПРАВЕ США

Фридман Антон Ильич
Аспирант
МГИМО (У) МИД России

INVESTMENTS COMPANIES ACCORDING TO USA LAW

A. Fridman

Annotation

The key purposes of the article are to define the term "investment company" according to USA law and to describe legal relationship between management of investment company and investors of investment company, between investment company and investors of investment company. Author researched in the article different USA laws (including Investment Company Act of 1940, Securities Act of 1933, the definition of the term "investment company" provided by USA law).

Keywords: USA; foreign; investment; fund; company; term; definition; act; security.

Аннотация

Целями статьи являются определение понятия "инвестиционная компания" в соответствии с правом США и описание гражданско-правовых отношений, возникающих при управлении инвестиционной компанией и при инвестировании посредством инвестиционной компании. Для достижения этой цели в статье исследуются положения различных законодательных актов США (в том числе Закона об инвестиционных компаниях 1940 года, Закона о ценных бумагах 1933 года; определения понятия инвестиционная компания в праве США). На основе вышеуказанного исследования в конце работы автор определяет понятие "инвестиционная компания".

Ключевые слова:

Право; регулирование; зарубежное; США; инвестиционный, фонд; компания; понятие; определение; закон; ценная бумага.

Аналогом инвестиционных фондов, предусмотренных ФЗ "Об инвестиционных фондах" в праве США являются инвестиционные компании.

Инвестиционные компании в США регулируются большим количеством нормативно-правовых актов, в том числе следующими законами:

- ◆ Закон об инвестиционных компаниях (The investment company Act of 1940);
- ◆ Закон о ценных бумагах (Securities Act of 1933);
- ◆ Закон о биржах ценных бумаг (Securities Exchange Act of 1934);
- ◆ Закон о товарных биржах (Commodity Exchange Act of 1936);
- ◆ Закон о безопасности пенсионных доходов трудящихся (Employee Retirement Income Security Act of 1974);
- ◆ Закон Додда – Франка о реформировании Уолл-Стрит и защите потребителей (Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010).

При этом принимая во внимание наиболее распространенную структуру управления инвестиционными компаниями необходимо признать, что их деятельность косвенно регулирует Закон о советниках (The Advisers Act), который посвящен регулированию деятельности инвестиционных советников.

В понимании Закона об инвестиционных компаниях инвестиционная компания – это эмитент ценных бумаг*, который есть или позиционирует себя как занимающийся в основном инвестиционной, реинвестиционной деятельностью или торговлей ценными бумагами; занимается или планирует заниматься выпуском сертификатов с номинальной суммой или ранее занимался такой деятельностью и выпустил хотя бы один такой сертификат; или занимается или планирует заниматься инвестиционной, реинвестиционной деятельностью, деятельностью по владению и торговле ценными бумагами и владеет или планирует владеть ценными бумагами, чья стоимость превышает 40 % стоимости всех активов эмитентов (не включая государственные ценные бумаги и денежные эквиваленты). В то же время Закон об инвестиционных компаниях содержит ряд норм, исключая из понятия инвестиционной компании ряд компаний, в том числе брокеров, благотворительные организации.

* Определение ценных бумаг в соответствии с параграфом 36 секции 2 акта об инвестиционных компаниях шире, чем определение ценных бумаг в российском праве.

Таким образом, понятие инвестиционной компании в американском праве весьма широкое. При этом инвестиционная компания может быть организована в различных организационно-правовых формах, в том числе в форме общества с ограниченной ответственностью, в

форме товарищества с ограниченной ответственностью.

Закон об инвестиционных компаниях выделяет несколько видов инвестиционных компаний:

- ◆ Паевые инвестиционные трасты (Unit investments trusts (UIT)) (далее – UIT);
- ◆ Инвестиционные компании, привлекающие средства за счёт выпуска долговых обязательств (Face amount certificate companies) (далее – FACC);
- ◆ Управляющие инвестиционные компании (Management investment companies) (далее – MIC);
- ◆ Компании закрытого типа (Closed-end companies)
 - Диверсифицированные компании (Diversified companies);
 - Недиверсифицированные компании (Non-diversified companies);
- ◆ Компании открытого типа (Open-end companies)
 - Диверсифицированные компании (Diversified companies);
 - Недиверсифицированные компании (Non-diversified companies);

Отдельно Закон об инвестиционных компаниях выделяет частные инвестиционные компании (Private investment companies), которые, несмотря на название, не являются инвестиционными компаниями.

В соответствии с Sec. 4 (1) Закона об инвестиционных компаниях "FACC" – это инвестиционная компания, ведущая деятельность или собирающаяся вести деятельность, выпуская долговые лицевые сертификаты.

В соответствии с Sec. 4 (2) Закона об инвестиционных компаниях UIT – инвестиционная компания, организованная в форме траста или посредством агентского договора/договора хранения или посредством похожей "юридической конструкции", не предусматривает создания совета директоров и выпускает только погашаемые ценные бумаги, удостоверяющие право собственности на часть имущества, но не наделяющие правом голоса.

В соответствии с Sec. 4 (3) Закона об инвестиционных компаниях Управляющая инвестиционная компания – инвестиционная компания не являющаяся Face amount certificate company и UIT.

Понятие частных инвестиционных компаний не определяется в Законе об инвестиционных компаниях. Обычно в понятие "Частные инвестиционные компании" включают компании, не признаваемые инвестиционными в силу исключений, установленных Sec. 3(c)(1) и Sec. 3(c)(7) Закона об инвестиционных компаниях [5]. Sec. 3(c)(1) Закона об инвестиционных компаниях исключает из понятия инвестиционных компаний эмитентов среднесрочных и долгосрочных ценных бумаг, если ими владеют не более 100 лиц, при не проведении и не планировании проведения эмитентом публичного предложения

эмитируемых ценных бумаг. В то же время на таких эмитентов все равно распространяются некоторые ограничения, установленные для инвестиционных компаний. Так, например, такие компании не могут покупать более 3% голосующих ценных бумаг, эмитированных другой инвестиционной компанией. Sec. 3(c)(7) Закона об инвестиционных компаниях исключает из понятия инвестиционных компаний эмитентов, чьи ценные бумаги покупают только квалифицированные инвесторы (владеть ценными бумагами могут также 100 неквалифицированных инвесторов при соблюдении ряда требований установленных Sec. 3(c)(7)(B) Закона об инвестиционных компаниях) при не проведении и не планировании проведения эмитентом публичного предложения эмитируемых ценных бумаг.

В соответствии с Sec. 5(a)(1) Закона об инвестиционных компаниях управляющая инвестиционная компания открытого типа – это управляющая компания, продающая или имеющая в обращении погашающиеся ценные бумаги, эмитированные ей.

В соответствии с Sec. 5(a)(2) Закона об инвестиционных компаниях управляющая инвестиционная компания закрытого типа – это управляющая компания, не являющаяся управляющей инвестиционной компанией открытого типа.

В соответствии с Sec. 5(b)(1) Закона об инвестиционных компаниях диверсифицированная компания – это управляющая компания, соответствующая следующим требованиям:

- ◆ 75% стоимости активов инвестиционной компании представлено деньгами; государственными ценными бумагами; ценными бумагами, эмитированными другими инвестиционными компаниями и другими ценными бумагами;
- ◆ Стоимость ценных бумаг, выпущенных одним эмитентом и владеемых инвестиционной компанией, составляет менее 5% стоимости активов инвестиционной компании;
- ◆ Не владеет более 10 процентами голосующих ценных бумаг какого-либо эмитента.

В соответствии с Sec. 5(b)(2) Закона об инвестиционных компаниях недиверсифицированная компания – это любая управляющая компания, не являющаяся диверсифицированной компанией.

Характерной чертой классификации является определение ряда понятий по остаточному принципу, что можно увидеть, например, в определениях диверсифицированной компании, управляющей инвестиционной компанией.

Можно провести аналогию между паевыми инвестиционными фондами и UIT, так как обе правовые конструкции подразумевают выделение части имущества и не подразумевают создание отдельного юридического лица.

Также близким аналогом паевого инвестиционного фонда, предусмотренного российским правом, в США является диверсифицированная компания. При этом инвестиционная компания открытого типа является аналогом открытого паевого инвестиционного фонда, а инвестиционная компания закрытого типа является некоторым аналогом интервального, закрытого и биржевого паевого инвестиционного фонда, так как статья 14 ФЗ "Об инвестиционных фондах" не наделяет владельцев инвестиционных паев интервальных, закрытых и биржевых паевых инвестиционных фондов правом потребовать от управляющей компании погашения принадлежащих им инвестиционных паев.

Большая часть инвестиционных фондов в США действует в качестве управляющей компании открытого типа. Управляющие компании закрытого типа встречаются весьма редко. Только около 1.5% инвестиционных компаний являются компаниями закрытого типа [1, с. 1268]. Многие фонды альтернативных инвестиций действуют на территории США в качестве частных инвестиционных компаний и избегают регистрации в качестве инвестиционных компаний. Правовые институты UIT и FACS не получили широкого использования в сфере коллективных инвестиций, в связи с чем я не буду их более подробно рассматривать в своей работе.

Morley J.D. в своей работе пишет, что почти все инвестиционные фонды в США используют организационную форму, предусматривающую разделение фондов и лиц, управляющих фондами. Так обычно все инвестиционные активы аккумулируются в одной организации (в фонде), принадлежащей одним лицам, в другой же организации, принадлежащей другим лицам, аккумулируются управляющие, работники и операционные активы [1, с. 1232].

В связи с таким разделением фондов и управляющих американские инвестиционные компании обычно самостоятельно не принимают инвестиционные решения. Инвестиционные решения обычно принимает инвестиционный советник, являющийся отдельным лицом, на основе договора заключенного между инвестиционной компанией и инвестиционным советником. Все управление инвестиционной компанией часто осуществляется именно инвестиционным советником, сама же инвестиционная компания выступает лишь в качестве некоторого пула активов. Соглашение, заключаемое между инвестиционной компанией и инвестиционным советником, является аналогом договора передачи полномочий единоличного исполнительного органа управляющему, предусмотренного пунктом 1 статьи 42 Федерального закона "Об обществах с ограниченной ответственностью" и абзацем третьим ФЗ "Об акционерных обществах".

Morley J.D. пишет, что создание инвестиционного фонда происходит в несколько шагов, часто совершаемых одновременно: создается инвестиционная компания, отдельная от инвестиционного советника; заключа-

ется договор между инвестиционной компанией и инвестиционным советником, в соответствии с которым инвестиционный советник обязуется нести все операционные и административные издержки, связанные с осуществлением инвестиций, и получает полномочия осуществлять операции от имени и за счет инвестиционной компании, разрабатывать инвестиционную стратегию. В фондах прямых инвестиций и хедж-фондах указанные выше договоры часто ограничивают право инвестиционных компаний заменять лицо, управляющее инвестициями [1, с. 1239].

Такая схема управления инвестиционной компанией похожа на существующую в российском праве конструкцию паевого инвестиционного фонда, управляемого управляющей компанией, так как и инвестиционный советник, и управляющая компания не имеет юридически закрепленного права собственности на имущество инвестиционной компании / паевого инвестиционного фонда; имущество инвестиционной компании и имущество паевого инвестиционного фонда не может служить обеспечением исполнения обязательств соответственно инвестиционного советника и управляющей компании, в то же время инвестиционный советник и управляющая компания имеют право распоряжаться имуществом соответственно инвестиционной компании и паевого инвестиционного фонда.

При описанной выше схеме управления инвестиционным фондом инвесторы управляющей инвестиционной компании, обладают корпоративными правами в отношении управляющей инвестиционной компании, так как при покупке ценных бумаг, эмитированных управляющей инвестиционной компанией, лицо становится участником/акционером эмитента. В связи с чем, у таких участников есть права, в том числе голосующие и права на получение дивидендов. При этом Закон об инвестиционных компаниях предусматривает обязательное создание в управляющей инвестиционной компании совета директоров, представляющего интересы инвесторов и состав которого отражается в проспекте эмиссии. В то же время инвесторы управляющей инвестиционной компании имеют "право выхода из инвестиционной компании" посредством погашения и продажи ценных бумаг, эмитированных управляющей инвестиционной компанией.

Право погашения ценных бумаг различается у инвесторов различных управляющих инвестиционных компаний. Так инвесторы инвестиционных компаний открытого типа вправе требовать погашения ценных бумаг каждый рабочий день с выплатой, приходящейся на их долю чистых активов, в то время как инвесторы инвестиционных компаний закрытого типа могут иметь право требовать погашения ценных бумаг, например, ежемесячно, или ежеквартально, или ежегодно, в зависимости от условий проспекта эмиссии ценных бумаг.

Корпоративные права инвесторов по отношению к инвестиционной компании могут различаться в зависи-

мости от штата регистрации компании, от ее организационно-правовой формы. При этом Закон об инвестиционных компаниях требует от инвестиционных компаний закрытого типа наличие совета директоров и наличие права у совета директоров на замену инвестиционного советника. На практике советы директоров не пользуются этим правом [1, с. 1252].

В большинстве случаев инвесторы не пользуются своими корпоративными правами. Особенно редко корпоративными правами в отношении инвестиционной компании пользуются инвесторы инвестиционных компаний открытого типа. Morley J.D. связывает это с высокими транзакционными издержками осуществления таких прав в сравнении с реализацией права погашения ценных бумаг, эмитированных инвестиционной компанией, или их продажи на рынке ценных бумаг, и в ряде случаев с отсутствием у инвесторов необходимых для этого знаний [1, с. 1249].

Morley J.D. В своей работе указывает на обратную зависимость между правами инвесторов на погашение ценных бумаг и правами инвесторов принимать участие в управлении инвестиционной компании: чем легче реализовать инвестору право на погашение ценной бумаги, тем меньше управленческих прав имеет такой инвестор [1, с. 1246].

Полагаю интересным рассмотреть права и обязанности, которыми обычно обладают инвестиционные компании и инвестиционные советники по заключаемым между ними договорам на примере договора инвестиционного управления от 2014 года, размещенного на сайте SEC и сторонами которого являются Pantheon Ventures (US) LP и AMG Pantheon Private Equity Fund LLC, зарегистрированные в США штате Делавэр (далее – Договор инвестиционного управления) [5].

Договор инвестиционного управления является не очень объемным и состоит из преамбулы и 14 пунктов.

Сторонами Договора инвестиционного управления являются AMG Pantheon Private Equity Fund, LLC, являющийся *closed-end management company*, и Pantheon Ventures (US) LP, являющийся инвестиционным советником. При этом в рамках договора AMG Pantheon Private Equity Fund, именуется фондом, а Pantheon Ventures (US) LP именуется инвестиционным управляющим.

Пункт 2 Договора инвестиционного управления определяет права и обязанности инвестиционного советника. В соответствии с подпунктом а пункта 2 Договора инвестиционного управления инвестиционный советник разрабатывает инвестиционную программу для инвестиционной компании; управляет инвестициями инвестиционной компании в соответствии с инвестиционной программой и политикой инвестиционной компании; исследует и анализирует инвестиционную программу и инвестиционные цели инвестиционной компании; определяет какие активы купить, какие активы "держат" и какие активы продать; пересматривает и исполняет инве-

стиционную программу инвестиционной компании. При этом инвестиционный советник является представителем инвестиционной компании и можете передоверить представлению интересов инвестиционной компании третьему лицу и/или третьим лицам. Инвестиционный советник вправе заключать, исполнять договоры, которые по мнению инвестиционного советника необходимо или следует заключить и исполнить для осуществления инвестиционной программы инвестиционной компании. При этом инвестиционная компания вправе наделить инвестиционного советника правом осуществлять голосующие права инвестиционной компании в отношении компаний, входящих в инвестиционный портфель инвестиционной компании.

Подпункт b пункта 2 Договора инвестиционного управления обязывает инвестиционного советника при исполнении своих обязательств соблюдать условия, установленные учредительными документами инвестиционной компании, соблюдать инвестиционную политику инвестиционной компании и ограничения, установленные для нее.

Пункт 4 Договора инвестиционного управления предусматривает разделение издержек по управлению инвестиционной компанией и инвестициями между инвестиционным советником и инвестиционной компанией; обязанность инвестиционной компании ежемесячно уплачивать инвестиционному советнику денежные средства, рассчитываемые от стоимости активов инвестиционной компании в качестве оплаты услуг по инвестиционному управлению.

Подпункт b пункта 5 Договора инвестиционного товарищества устанавливает отсутствие ограничений возможности инвестиционного советника заключать договоры инвестиционного управления с другими лицами, если заключение таких договоров не влияет на услуги, оказываемые инвестиционным советником инвестиционной компании.

Пункт 6 Договора инвестиционного товарищества предусматривает ряд отчетных обязанностей инвестиционного управляющего в отношении инвестиционной компании.

Важно, что пункт 7 Договора инвестиционного управления предусматривает ограничение ответственности инвестиционного советника перед инвестиционной компанией и инвесторами инвестиционной компании за исполнение и неисполнение инвестиционным советником обязанностей установленных Договором инвестиционного управления.

Обе стороны вправе расторгнуть Договор инвестиционного управления в силу пункта 9 Договора инвестиционного управления. Однако расторжение данного договора инвестиционной компанией может быть осуществлено только посредством голосования совета директоров или голосования большинства владельцев голосующих ценных бумаг инвестиционной компании. Последнее условие делает практически невозможным расторжение

Договора инвестиционного управления по инициативе инвестиционной компании, так как совет директоров инвестиционной компании обычно в этом не заинтересован и так как владельцам голосующих ценных бумаг инвестиционной компании выгодней продать такие ценные бумаги, чем собрать необходимое число голосов для расторжения договора и заключить в последствии аналогичный договор с другим лицом.

Важно сказать, что не все инвестиционные компании в США управляются описанным выше образом придерживаются разделения фондов и управляющих.

Так есть инвестиционные компании, сами управляющие своими инвестициями, однако их количество мало. Так, в случае если в качестве инвестиционной компании выступает товарищество с ограниченной ответственностью, то управляющий партнер принимает инвестиционные решения. При этом инвесторы товарищества с ограниченной ответственностью не отвечают по долгам товарищества, в то время как управляющий партнер отвечает по долгам. В то же время управляющий партнер обычно организован в форме компании с ограниченной ответственностью. Вышеназванным образом часто структурируются хедж-фонды [2].

Интересная форма организации управления инвестиционными фондами используется The Vanguard Group. The Vanguard Group состоит из различных инвестиционных компаний. При этом операционное управление инвестиционными компаниями сосредоточено в одной компании, чьими акционерами являются все инвестиционные компании Vanguard. В то же время акционерами инвестиционных компаний Vanguard являются их инвесторы. Таким образом, можно сказать, что инвесторы фондов Vanguard являются акционерами инвестиционной компании, эмитировавшей принадлежащие им ценные

бумаги, и косвенными акционерами управляющей компании Vanguard [4].

Важную роль в деятельности инвестиционной компании также играют, администратор, андеррайтер, трансфер агент, кастодиан, аудитор [3]. Администратор выполняет различные функции, связанные с обеспечением деятельности фонда, например, арендует офис, предоставляет фонду услуги бухгалтерского учета, внутреннего аудита, готовит документы для SEC, налоговых органов, акционеров и другие отчеты. Андеррайтеры являются аналогом агентов российских паевых инвестиционных фондов и занимаются продвижением и продажей акций инвестиционной компании, с которой(ыми) у него заключен договор. Трансфер агент подсчитывает и распределяет дивиденды, подготавливает и отправляет акционерам бухгалтерские отчеты, информацию о федеральном подоходном налоге. Трансфер агент может также предоставлять и другие услуги акционерам фонда, например, организовать колл-центр. Аудитор проверяет финансовый учет фонда.

Таким образом, можно сказать, что в США инвестиционной компанией и аналогом российского паевого инвестиционного фонда могут быть признаны различные лица. При этом в зависимости от характера деятельности организации, масштаба ее деятельности, суммы активов, находящихся под контролем организации, и ряда других критериев организации, осуществляющие по своей сути деятельность инвестиционных фондов, могут избежать правового регулирования, установленного Законом об инвестиционных компаниях. При этом права инвесторов в отношении инвестиционной компании и особенно лица, управляющего инвестициями, обычно весьма невелики и сводятся лишь к погашению и продаже ценной бумаги, принадлежащей инвестору.

ЛИТЕРАТУРА

1. Morley, John D., "The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation" (2014). Faculty Scholarship Series. Paper 4918. P. 1228–1287. URL: http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/4918 (10.11.16);
2. Scott J. Lederman Hedge Fund Regulation Second Edition (Kindle Location 1543)/ Practising Law Institute
3. Investment Company Fact Book 2015 P. 245 URL: https://www.ici.org/pdf/2015_factbook.pdf (10.11.16)
4. Why ownership matters URL: <https://about.vanguard.com/what-sets-vanguard-apart/why-ownership-matters/> (10.11.16);
5. Investment Company Registration and Regulation Package URL: https://www.sec.gov/divisions/investment/invcoreg121504.htm#P84_14584 (10.11.16).

© А.И. Фридман, (antonliber@mail.ru), Журнал «Современная наука: актуальные проблемы теории и практики»,

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ИНСТИТУТ БИЗНЕС-ОБРАЗОВАНИЯ

негосударственное образовательное учреждение высшего профессионального образования

Реклама

Традиции. Инновации. Успех!

И МИБО