



Norland Legal Advisors

ФОРМЫ ОРГАНИЗАЦИИ ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ ПО РОССИЙСКОМУ ПРАВУ: СРАВНИТЕЛЬНАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА

Июль, 2016
Москва

WWW.NORLANDLEGAL.COM

СОДЕРЖАНИЕ

СОЗДАНИЕ.....	2
ОГРАНИЧЕНИЯ ПО ВНЕСЕНИЮ ВКЛАДОВ....	4
ОТВЕТСТВЕННОСТЬ ЗА НЕВНЕСЕНИЕ ВКЛАДА В ОБЩЕЕ ИМУЩЕСТВО.....	6
УПРАВЛЕНИЕ.....	7
ПОРЯДОК ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ УПРАВЛЯЮЩЕГО.....	8
РАСХОДЫ.....	9
РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПРИБЫЛИ.....	10
ВОПРОСЫ НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ.....	10
ВЫХОД ИНВЕСТОРА.....	11
КРАТКИЕ ВЫВОДЫ.....	12

Как показывает практика, основными правовыми механизмами организации венчурных инвестиций по российскому праву являются: 1) проектные компании в форме обществ с ограниченной ответственностью («ООО») и непубличных акционерных обществ («АО»); 2) паевой инвестиционный фонд («ПИФ») особо рискованных (венчурных) инвестиций и 3) договор инвестиционного товарищества. При этом, как отмечают эксперты, одной из заметных тенденций развития рынка прямых и венчурных инвестиций в России, является появление в течение последних двух лет значительного числа инвестиционных фондов в форме договора инвестиционного товарищества («ДИТ»)¹. Общее число фондов в этой форме увеличилось с двух в конце 2013 года до более чем двадцати на текущий момент.² Целью настоящей статьи является сравнение основных гражданско-правовых характеристик данных форм инвестиционной деятельности и особенностей их применения на практике.

СОЗДАНИЕ

С точки зрения обретения право субъектности,³ создание проектной компании выглядит для большинства субъектов бизнеса наиболее знакомым и простым механизмом – достаточно зарегистрировать юридическое лицо, которое будет выступать в качестве своего рода «кошелька», а выбор и ведение тех или иных проектов предоставить управляющей компании, которая будет осуществлять полномочия единоличного исполнительного органа в отношении созданного юридического лица.⁴ Учредителями проектной компании могут выступать практически любые субъекты права, в том числе, иностранные юридические лица.

В отличие от обычной проектной компании, ПИФ представляет собой обособленный имущественный комплекс, который функционирует на договорной основе (то

есть, не является юридическим лицом). Создание и последующее администрирование ПИФ, в том числе рискованных (венчурных) инвестиций, осуществляется в соответствии с правилами, установленными Федеральным законом от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» (далее «Закон об инвестиционных фондах»). Управление ПИФ может осуществляться только управляющей компанией, имеющей соответствующую лицензию.⁵ Помимо получения лицензии управляющая компания обязана зарегистрировать правила доверительного управления ПИФ.⁶ Процедура подачи документов для получения лицензии и подготовка правил доверительного управления могут потребовать привлечения юридических консультантов. Учитывая также обязательное требование, установленное Центральным Банком России («ЦБ»)

¹ См.: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/rvca-yearbook/>

² См.: <https://notariat.ru/sprav/svedeniya/investment/>

³ Для целей данной статьи мы опустим существующие доктринальные споры о содержании понятия «правосубъектность» и условно будем понимать под данным термином возможность того или иного образования выступать субъектом прав.

⁴ Использование управляющей компании для целей инвестирования не обязательно, но для сопоставимости рассматриваемых форм организации инвестирования и упрощения восприятия сравнения мы подразумеваем, что управляющая компания в качестве ЕИО будет осуществлять те же функции, что и управляющая компания ПИФ и управляющий товарищ в договоре инвестиционного товарищества.

⁵ Ст. 38 Закона об инвестиционных фондах. Государственная пошлина за предоставление лицензии управляющей компании составляет 35 тыс. руб. (абз. 3 подпункта 58 пункта 1 статьи 333.33 Налогового кодекса РФ). Решение о предоставлении лицензии или об отказе ЦБ принимает по общему правилу в течение 2 месяцев с момента подачи всех необходимых документов (п. 12 ст. 61.1 Закона об инвестиционных фондах).

⁶ Ст. 19 там же. При этом пошлина за регистрацию правил ДУ составляет 95 тыс. руб., а за регистрацию каждого изменения в правила ДУ – 16 тыс. руб. ([подпункт 56 пункта 1 статьи 333.33 Налогового кодекса РФ](#)).

к минимальному уровню собственных средств управляющей компании в 80 миллионов рублей,⁷ представляется, что материальные издержки по созданию и поддержанию ПИФ могут быть довольно высоки для предпринимателей, выходящих на рынок прямых и венчурных инвестиций.

Третья рассматриваемая нами форма организации прямых инвестиций по российскому праву – инвестиционное товарищество, которое является разновидностью давно известного российскому праву простого товарищества, и учреждается посредством заключения договора инвестиционного товарищества. Следует отметить, что российское инвестиционное товарищество является аналогом Limited Partnership (ограниченного партнерства) («LP»), являющегося наиболее распространенной формой осуществления прямых инвестиций в Европе. LP широко используется также и российским бизнесом для создания фондов прямых инвестиций, поэтому принятие специального ФЗ «Об инвестиционном товариществе» от 28.11.2011 № 335-ФЗ (далее «**Закон об инвестиционном товариществе**») очевидно было призвано предоставить российским предпринимателям возможность использования аналогичной конструкции по российскому праву.

С точки зрения создания инвестиционного фонда в данной форме важной особенностью является то, что договор инвестиционного товарищества подлежит обязательному нотариальному удостоверению. Нотариальное удостоверение

осуществляется по месту нахождения уполномоченного управляющего товарища. Нотариус обязан раскрыть для неограниченного круга лиц информацию о существовании товарищества с указанием даты заключения и номера договора, наименование инвестиционного товарищества, сведения об управляющем товарище. Внесение в последующем в договор инвестиционного товарищества изменений и дополнений, передача прав и обязанностей по договору должны заверяться у того же нотариуса, который удостоверил договор. Сторонами договора инвестиционного товарищества могут быть коммерческие организации, а также некоммерческие организации постольку, поскольку осуществление инвестиционной деятельности служит достижению целей, ради которых они созданы, и соответствует этим целям.

Очевидно, норма о необходимости нотариального удостоверения договора инвестиционного товарищества и любых изменений к нему была призвана обеспечить защиту интересов товарищей-вкладчиков ДИТ и его контрагентов, однако многие эксперты, справедливо, на наш взгляд, относят необходимость нотариального удостоверения ДИТ к одному из недостатков этой формы инвестирования. В связи с этим, отметим, что в Великобритании, к примеру, LP подлежит обязательной регистрации в реестре компаний. Для регистрации LP необходимо указать, среди прочего, все стороны ограниченного партнерства, форму и размер вносимых ими вкладов, однако текст соглашения между партнерами LP на

⁷ Указание Банка России от 21.07.2014 N 3329-У «О требованиях к собственным средствам профессиональных участников рынка ценных бумаг и управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов».

⁸ См. EVCA Tax & Legal Committee Special Paper – June 2010 – Private Equity Fund Structures in Europe.

⁹ См. ст. 12 Закона об инвестиционном товариществе.

¹⁰ Привлечение другого нотариуса возможно только в случаях прекращения полномочий и (или) ликвидации должности нотариуса, у которого был удостоверен договор.

¹¹ При участии в договоре инвестиционного товарищества некоммерческой организации очень важно внимательно изучить формулировки разрешенных видов деятельности, содержащиеся в уставе некоммерческой организации. Так, в одном из дел (Постановление ФАС Уральского округа от 21.04.2014 N Ф09-1026/14 по делу N А76-8679/2013) суд установил, что, если «участие в инвестиционном товариществе в качестве одного из видов предпринимательской деятельности, которой вправе заниматься некоммерческая организация, в уставе данной некоммерческой организации не поименовано», договор инвестиционного товарищества может быть признан недействительным.

¹² См. стр. 71 – www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/201512_incentive_mechanisms_for_Venture_Capital.pdf

регистрацию не подается и регистрирующим органом не проверяется.¹³

— ОГРАНИЧЕНИЯ ПО — ВНЕСЕНИЮ ВКЛАДОВ

В случае создания проектной компании в России определенные трудности с внесением вкладов могут возникнуть из-за весьма спорной нормы ст. 66.1, недавно введенной в Гражданский кодекс РФ (далее – «ГК РФ»). Данная статья установила ограниченный перечень видов имущества, которые могут быть внесены в качестве вклада в хозяйственное общество. Так, вкладом участника хозяйственного товарищества или общества могут быть денежные средства, вещи, доли (акции) в уставных (складочных) капиталах других хозяйственных товариществ и обществ, государственные и муниципальные облигации, а также подлежащие денежной оценке исключительные, иные интеллектуальные права и права по лицензионным договорам, если иное не установлено законом. Поскольку данная норма пока не получила дальнейшего развития в специальных законах, регулирующих деятельность ООО и АО, на данный момент остается не ясным, могут ли использоваться такие способы оплаты уставного капитала как, например, право аренды или зачет права требования к обществу.

В состав активов закрытого паевого инвестиционного фонда (далее – «ЗПИФ»)¹⁴, в форме которого создаются фонды особо рискованных (венчурных) инвестиций, могут входить только те виды имущества, которые указаны в нормативных требованиях ЦБ: денежные средства (в том числе, в иностранной валюте), акции и доли в российских хозяйственных обществах, простые векселя и долговые обязательства российских хозяйственных обществ (при

условии, что в активы фонда входит доля в уставном капитале таких обществ в размере не менее 25 %), а также имущественные права из опционных договоров и фьючерсов. В состав активов ЗПИФ венчурных инвестиций не могут входить акции иностранных компаний, а также права участия в уставных капиталах иностранных компаний. Также состав активов ЗПИФ венчурных инвестиций не могут входить доли российских обществ с ограниченной ответственностью и акции российских акционерных обществ, если указанные общества осуществляют определенные виды деятельности, например, страховую, аудиторскую, оценочную, строительную и другие. Определенные ограничения также указаны и в отношении того, кто может выступать в качестве инвесторов ЗПИФ.¹⁵

Если договором инвестиционного товарищества не предусмотрено иное, вкладом товарища, не являющегося управляющим товарищем, в общее дело инвестиционного товарищества могут быть только денежные средства (ст. 6 Закона об инвестиционном товариществе). В качестве вклада управляющего товарища (а также – в случае, если договором инвестиционного товарищества товарищам-вкладчикам разрешено вносить вклады в иной форме, нежели денежной, то и в качестве вклада товарища-вкладчика) могут выступать, в том числе «деньги, иное имущество, имущественные права и иные права, имеющие денежную оценку, профессиональные и иные знания, навыки и умения, а также деловая репутация». Размер долей товарищей определяется императивно пропорционально вкладам, хотя непосредственно в договоре между товарищами может быть установлено непропорциональное размерам долей распределение прибыли (п. 1 ст. 7 и пп. 2 п. 2 ст. 4 Закона об инвестиционном товариществе).

¹³ См.: section 8 Limited partnership Act 1907: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/Edw7/7/24/section/4>; Форма заявления: https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/300114/LP5_Application_for_Registration_of_a_Limited_Partnership_and_Statement_of_particulars_and_of_the.pdf.

¹⁴ Инвестиционные фонды особо рискованных (венчурных) инвестиций могут создаваться только по типу закрытых ПИФ (ЗПИФ).

¹⁵ Раздел 7 Приказа ФСФР РФ от 28.12.2010 № 10-79/пз-н (ред. от 31.05.2011) «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов».

Исходя из формулировок Закона об инвестиционном товариществе, не вполне понятно, можно ли по аналогии с тем, как это делается во многих юрисдикциях (США, Великобритания), структурировать вклад товарища таким образом, чтобы товарищ внес в товарищество в качестве вклада номинальный капитал (скажем, 0,1% от общего вклада), а оставшуюся часть (99,9%) внес в виде займа. В Limited Partnership Act 1907, одном из основных законодательных актов, регулирующих деятельность инвестиционных фондов в форме LP в Великобритании, предусмотрено, что партнер, не являющийся управляющим, вправе при присоединении к партнерству внести номинальный капитал, размером которого и будет ограничиваться его ответственность.¹⁶ При этом вся остальная часть может быть передана LP в виде займа.

В российском законодательстве вопрос, может ли товарищ инвестиционного товарищества внести в общее дело обязательство выдать заем товариществу после получения от последнего соответствующего требования, не урегулирован. Из смысла Закона об инвестиционном товариществе следует, что вклады товарищей должны составлять активы товарищества, а не пассив.¹⁷ Поэтому исходя из консервативного толкования закона, следует сделать вывод о том, что инвестиции в рамках инвестиционного товарищества могут осуществляться только через внесение вкладов в общее имущество товарищества. Иными словами, если на Западе LP традиционно используется как механизм для аккумуляции обязательств инвесторов внести средства в инвестиционный проект, то российские инвестиционные товарищества выступают

скорее механизмом сбора имущества (иных активов) для последующего инвестирования.¹⁸

В противоречие такому пониманию порядка привлечения средств в инвестиционное товарищество, пп. 2 п. 7 ст. 7 Закона об инвестиционном товариществе устанавливает, что к расходам товарищества, производимым за счет имущества товарищей, относятся, в том числе, выплаты процентов по кредитам и займам, направленным на формирование общего имущества товарищей. Из закона неясно, может ли в структуре общего имущества товарищества присутствовать имущество, полученное от товарища в порядке предоставления им финансирования вне рамок процедуры внесения вклада. Исходя из широкого применения принципа диспозитивности в рассматриваемом законе, можно предположить, что подобная структура общего имущества товарищей допустима. Такой двойственный статус товарища (непосредственно как товарища, внесшего вклад, и как лица, предоставившего заемные средства инвестиционному товариществу) может послужить причиной возникновения проблемы совпадения кредитора и должника в одном лице, которое является основанием прекращения обязательств (ст. 413 Гражданского кодекса), а также переквалификации сделки по предоставлению займа под конкретный инвестиционный проект в сделку по внесению вклада в общее имущество товарищей. На наш взгляд, данная неопределенность в правовом регулировании инвестиционного товарищества должна быть четко урегулирована в законе.

¹⁶ См. section 4 (2) Limited partnership Act 1907: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/Edw7/7/24/section/4>. В последнее время в Великобритании очень активно обсуждается вопрос о предстоящем реформировании законодательного регулирования limited partnership. В результате реформы к марту 2017 года планируется обозначить в законодательстве такую организационную форму как private fund limited partnership (под которыми планируется понимать фонды, реализующие так называемые collective investment scheme). Согласно предлагаемым изменениям, в частности, limited partners не должны будут вносить вообще никакого капитала в партнерство. См. подробнее: https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/509841/PU1924_Final.pdf

¹⁷ В бухгалтерском смысле слова заемные средства формируют актив. Поэтому здесь данный термин используется в общем гражданско-правовом смысле.

¹⁸ Указанное положение также справедливо и для иных рассматриваемых в данной статье механизмов организации инвестирования.

– ОТВЕТСТВЕННОСТЬ ЗА НЕВНЕСЕНИЕ ВКЛАДА В ОБЩЕЕ ИМУЩЕСТВО

Непредставление соответствующего финансирования в рамках деятельности ООО со стороны участников может повлечь возникновение общегражданской ответственности из корпоративного договора или учредительного договора ООО, в котором могут быть установлены соответствующие обязательства участников. Кроме этого, нарушение обязанности предоставить финансирование может послужить основанием для исключения участника из общества.¹⁹

Имущество, переданное в оплату инвестиционных паев ПИФ, включается в состав паевого инвестиционного фонда при его формировании только после того, как такое имущество поступило управляющей компании.²⁰ Такое же правило работает и в случае внесения имущества в ПИФ после завершения формирования инвестиционного фонда. Следовательно, для инвестора, не предоставившего финансирование в пользу ЗПИФ особо рискованных (венчурных) инвестиций, договор будет считаться просто незаключенным (п. 2 ст. 433 ГК РФ).

В законодательстве императивно устанавливается обязанность товарища инвестиционного товарищества внести вклад в общее имущество товарищей. Невнесение вклада не освобождает товарища от общих договорных обязательств товарищества. Он отвечает по ним всем своим имуществом в пределах части вклада в общее дело, невнесенной им в установленный договором инвестиционного товарищества срок.

В случае невнесения товарищем инвестиционного товарищества вклада в общее имущество товарищей для такого товарища могут наступить очень серьезные последствия. При этом законодатель четко разграничивает ответственность за случаи невнесения первоначальной и последующих

(если договором инвестиционного товарищества предусмотрено его последовательное внесение) сумм вклада. Так, при невнесении первоначальной (первой) части вклада, нарушивший данную обязанность товарищ обязан уплатить проценты, начисленные на сумму задолженности, исходя из действующей ставки рефинансирования, а также неустойку в размере десяти процентов годовых с невнесенной части вклада за каждый день просрочки. При невнесении последующих частей вклада часть доли такого товарища в общем имуществе, соответствующая ранее внесенной части вклада, подлежит продаже другим участникам договора инвестиционного товарищества на условиях, определяемых договором инвестиционного товарищества (то есть данный товарищ исключается из участия в инвестиционном товариществе). Кроме этого, нарушивший свои обязанности по внесению вклада товарищ обязан возместить причиненные в связи с этим убытки в части, превышающей сумму процентов годовых на сумму задолженности, исходя из действующей ставки рефинансирования.

Необходимо отметить, что норма об ответственности товарища за невнесение вклада сформулирована диспозитивно и, соответственно, договором инвестиционного товарищества могут быть предусмотрены другие меры ответственности или может быть не предусмотрено вовсе никаких мер ответственности.

В LP последствием невнесения вклада, предусмотренным соответствующим договором, также может быть принудительная продажа доли нарушившего свои обязательства партнера, но на практике любая форма наказания (в форме каких-либо ограничений, неустойки и т.д.) за нарушение партнером LP своих договорных обязательств чаще всего признается английскими судами ничтожной и неисполнимой,²¹ а с нарушителя можно требовать только компенсацию или так называемые «заранее оцененные убытки».

¹⁹ См., например: Постановление Восьмого арбитражного апелляционного суда от 29.07.2015 N 08АП-4503/2015 по делу N А81-5872/2014.

²⁰ См. п. 15 ст. 13.2 и ст. 13.1 Закона об инвестиционных фондах.

²¹ Хотя в 2015 году Верховный суд Великобритании вынес два очень важных решения, которые в значительной степени скорректируют общую позицию о запрете положений о неустойке в договорных

УПРАВЛЕНИЕ

С точки зрения управления наиболее гибкими формами являются проектные компании и инвестиционные товарищества, так как они позволяют индивидуально настроить механизм управления непосредственно в уставе (корпоративном договоре, соглашении о создании) проектной компании или, соответственно, в договоре инвестиционного товарищества. Учитывая, что управляющей компанией ПИФ может быть юридическое лицо, созданное только в организационно-правовой форме АО или ООО, указанная возможность выстроить систему управления компанией согласно пожеланиям участников / акционеров существует и в отношении ПИФ. В то же время, управление ПИФ осложняется обязательностью внешнего контроля со стороны специализированного депозитария, уполномоченного осуществлять контроль за соблюдением фондом правил доверительного управления и за соблюдением нормативных требований ЦБ.²²

Модель ведения бизнеса инвестиционным товариществом во многом совпадает с корпоративной: по аналогии с общим собранием участников все товарищ-вкладчики могут в предусмотренных законом случаях участвовать в принятии решений, касающихся общих дел товарищей, без возложения на них обязанностей, установленных в отношении управляющего товарища;²³ функции, схожие с функциями совета директоров в хозяйственных обществах, в инвестиционном товариществе выполняет инвестиционный комитет, в который могут входить представители товарищей и, наконец, по аналогии с деятельностью единоличного исполнительного органа хозяйственного общества ведение общих дел товарищества

осуществляет управляющий товарищ.²⁴ Деятельность управляющего товарища инвестиционного товарищества подчиняется требованиям, содержащимся в политике ведения общих дел (инвестиционной декларации) товарищества. Инвестиционная декларация является частью договора и устанавливает основные параметры осуществления инвестиционной деятельности, касающиеся, например, возможных объектов инвестирования, порогов инвестируемых средств в отдельный проект и т.д. Во избежание конфликта интересов в инвестиционной декларации можно предусмотреть запрет на инвестирование в аффилированные лица участников товарищества.

На практике решение наиболее важных коммерческих вопросов, например, об инвестировании в какой-либо проект или о выходе из какого-либо проекта, в инвестиционном товариществе осуществляет инвестиционный комитет. Если иное не предусмотрено договором, к компетенции инвестиционного комитета также относятся следующие вопросы: 1) принятие в определенных случаях решений об одобрении или об отказе в одобрении сделок, которые совершены управляющим товарищем; 2) принятие решений о возмещении или об отказе в возмещении расходов управляющему товарищу, совершившему сделку от имени всех товарищей; 3) принятие решения об обращении в суд для признания недействительной сделки, совершенной управляющим товарищем, вышедшим за пределы ограничений, установленных договором инвестиционного товарищества; 4) принятие решений по иным вопросам, предусмотренным законом или договором инвестиционного товарищества и касающимся ведения общих дел товарищей.

обязательствах. См. решения по делам Cavendish Square Holding BV (Appellant) v Talal El Makdessi (Respondent) и ParkingEye Limited (Respondent) v Beavis (Appellant): <http://www.bailii.org/uk/cases/UKSC/2015/67.html>.

²² См. ст. 43 Закона об инвестиционных фондах.

²³ Здесь важно отметить, что до июля 2014 года решение всех вопросов, касающихся общих дел товарищей, осуществлялось по общему согласию всех товарищей. После внесения соответствующих изменений в Закон об инвестиционном товариществе решения по общим делам всех товарищей принимает управляющий товарищ, если иное не установлено в договоре инвестиционного товарищества.

²⁴ Управляющих товарищей, как и в случае с ЕИО в хозяйственном обществе, может быть несколько. При этом порядок их деятельности и распределение их прав и обязанностей предусматривается в договоре инвестиционного товарищества. Товарищ-вкладчик может по поручению управляющего товарища исполнять некоторые полномочия последнего на основании доверенности или агентского договора.

По умолчанию, инвестиционный комитет принимает решения простым большинством голосов, однако в договоре инвестиционного товарищества можно предусмотреть иной порядок, например, квалифицированное большинство или единогласие всех членов инвестиционного комитета по вопросам повестки дня.

Решения по определенным вопросам, указанным в Законе или в договоре инвестиционного товарищества, могут быть приняты только всеми товарищами (например, возложение на управляющего товарища полномочий и освобождение управляющего товарища от ведения общих дел товарищества).²⁵

Российский законодатель довольно гибко подошел к вопросу о запрете участия товарищей-вкладчиков в общих делах товарищества, который считается в других юрисдикциях «классическим» и неразрывно связанным с ограничением ответственности «ограниченных партнеров» (т.е. ограничение ответственности «ограниченных партнеров» существует до тех пор, пока «ограниченные партнеры» не участвуют в управлении партнерством). Правда, в Великобритании в ходе планируемой реформы законодательства о LP планируется установить, что в соглашении о партнерстве партнеры смогут устанавливать так называемый “white list” – перечень вопросов, которыми каждый партнер вправе заниматься без риска потери ограниченной ответственности.

ПОРЯДОК ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ УПРАВЛЯЮЩЕГО

Передача полномочий ЕИО хозяйственного общества управляющей компании является гражданско-правовой сделкой. Как правило,

вознаграждение управляющей компании (так же, как и вознаграждение ЕИО) определяется фиксированной суммой. Здесь, так же, как и в случае определения вознаграждения ЕИО, может возникнуть проблема свободы усмотрения сторон в определении размера и порядка вознаграждения.²⁶ Действующее корпоративное законодательство не устанавливает максимального вознаграждения управляющей компании, выполняющей функции ЕИО хозяйственного общества, так же, как не устанавливает и какого-либо определенного порядка, формы выплаты такого вознаграждения. Данные вопросы являются предметом договоренностей сторон договора о передаче полномочий ЕИО хозяйственного общества управляющей компании.

Так как инвестиционные паи ЗПИФ венчурных инвестиций предназначены только для квалифицированных инвесторов, они признаются ограниченными в обороте. Поэтому вознаграждение, выплачиваемое управляющему (управляющей компании) в связи с доверительным управлением таким ПИФ, определяется и осуществляется не по общим правилам, предусмотренным для всех ПИФ (п. 5 ст. 41 Закона об инвестиционных фондах), а в соответствии с правилами доверительного управления ЗПИФ венчурных инвестиций, которые должны соответствовать²⁷ требованиям нормативных актов ЦБ.

Согласно требованиям ЦБ размер вознаграждения управляющей компании ЗПИФ венчурных инвестиций может устанавливаться исходя из 1) стоимости чистых активов ПИФ, рассчитанной на дату (даты), предусмотренную (предусмотренные) правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом; 2) размера дохода от управления; 3) суммы денежных средств (стоимости иного имущества), переданных в оплату инвестиционных паев и включенных в состав ПИФ, за вычетом суммы

²⁵ Здесь важно отметить, что в договоре должен быть предусмотрен исчерпывающий перечень оснований для внесудебного освобождения управляющего товарища от его полномочий (п. 15 ст. 9 Закона об инвестиционном товариществе).

²⁶ Данная проблема остается на данный момент преимущественно теоретической. Некоторые ученые предлагают законодательно закрепить привязку размера вознаграждения ЕИО/управляющего к финансовым результатам компании, установить определенное соотношение между размером дивидендов, выплачиваемых участникам/акционерам, и размером вознаграждения менеджмента.

²⁷ Приказ ФСФР РФ от 29.07.2008 N 08-31/пз-н «О требованиях к порядку определения размера вознаграждения управляющей компании акционерного инвестиционного фонда и паевого инвестиционного фонда, акции (инвестиционные паи) которого ограничены в обороте».

денежных средств, выплаченных в качестве суммы денежной компенсации при погашении инвестиционных паев, и суммы денежных средств, выплаченных в качестве дохода по инвестиционным паям.

Порядок вознаграждения управляющего товарища инвестиционного товарищества определяется в договоре инвестиционного товарищества. Вознаграждение может быть фиксированным, зависеть от размера прибыли товарищей или определяться иным образом в соответствии с договором инвестиционного товарищества. Также в договоре инвестиционного товарищества может быть предусмотрено изменение размера фиксированного вознаграждения управляющего товарища в течение срока действия договора инвестиционного товарищества в порядке и на условиях, которые согласованы товарищами.

В LP обычно устанавливаются гибкие правила касательно вознаграждения управляющему партнеру. Как правило, управляющему партнеру устанавливается вознаграждение за управление (management fee) и мотивационные выплаты (carried interest). При этом источником выплат carried interest (или просто carry, promote, override) чаще всего выступает прибыль от ведения бизнеса, а management fee выплачивается, как правило, непосредственно из вкладов партнеров.

РАСХОДЫ

В ходе осуществления деятельности по управлению общим имуществом товарищей инвестиционного товарищества управляющий товарищ может производить существенные расходы. В п. 7 ст. 7 Закона указан примерный перечень производимых

за счет общего имущества товарищей расходов, который может быть как сокращен, так и расширен в договоре инвестиционного товарищества. Управляющий товарищ несет расходы от своего собственного имени в интересах товарищества в целом. Если понесенные управляющим товарищем расходы относятся к категории тех, которые он вправе производить за счет общего имущества товарищей, управляющий товарищ вправе требовать возмещения произведенных им за свой счет расходов. При этом условия и порядок возмещения расходов управляющего товарища, а также обязанность управляющего товарища предоставлять регулярные отчеты о произведенных расходах должны содержаться в договоре инвестиционного товарищества. Особо следует отметить, что суммы возмещений расходов управляющего товарища не учитываются в составе его вознаграждения.

Перечень расходов, связанных с доверительным управлением ПИФ, определяется в правилах доверительного управления, при составлении которых обязательно должны учитываться требования ЦБ в отношении расходов, производимых из имущества ПИФ.²⁸ По общему правилу, управляющая компания не вправе возмещать расходы, произведенные за свой счет, из имущества, составляющего ЗПИФ венчурных инвестиций.²⁹

Вопрос о возмещении расходов управляющей компании, осуществляющей полномочия ЕИО хозяйственного общества (проектной компании), связанных с управлением такой проектной компанией, регулируется договором об управлении, заключаемым между проектной компанией и управляющей компанией.

²⁸ Указание Банка России от 24.12.2014 N 3506-У «О перечне расходов, связанных с доверительным управлением имуществом, составляющим активы акционерного инвестиционного фонда, или имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд» (Зарегистрировано в Минюсте России 04.02.2015 N 35862).

²⁹ См.: п. 6 ст. 41 Закона об инвестиционных фондах.

— РАСПРЕДЕЛЕНИЕ — ПРИБЫЛИ

Каждый товарищ в инвестиционном товариществе имеет право на получение части прибыли от участия в договоре инвестиционного товарищества пропорционально стоимости своего вклада в общее дело, если иной порядок распределения прибыли не предусмотрен договором инвестиционного товарищества. Таким образом, в договоре инвестиционного товарищества можно предусмотреть иной порядок распределения прибыли между товарищами, не пропорционально их вкладам в общее дело.³⁰ Все иные вопросы, касающиеся распределения прибыли (кто и при каких обстоятельствах принимает решение о распределении прибыли, в какие сроки происходит выплата и т.д.), должны определяться в договоре инвестиционного товарищества.

В отличие от инвестиционных товариществ законодательное регулирование ООО и АО предусматривает довольно строгие правила распределения прибыли. В законах, регулирующих деятельность ООО и АО, предусмотрены периодичность распределения прибыли, орган, уполномоченный принимать решения о распределении, и основные условия распределения прибыли. В отношении участников проектной компании возможно непропорциональное распределение прибыли. В частности, п. 2 ст. 28 ФЗ об ООО предусматривает, что непропорциональное распределение прибыли между его участниками может быть предусмотрено уставом при учреждении ООО или путем внесения в устав ООО соответствующих изменений. В АО непропорциональное распределение прибыли возможно, если общество выпустило различные типы привилегированных акций.

В отношении распределения дохода от управления ЗПИФ венчурных инвестиций действует более жесткое законодательное регулирование. У владельца пая ЗПИФ венчурных инвестиций нет автоматического

права требовать выплаты доходов от управления фондом. Такое право должно быть предусмотрено правилами доверительного управления.³¹ Но даже в этом случае ЦБ вправе своим предписанием запретить осуществление выплаты доходов от доверительного управления, если, например, специализированный депозитарий направит в ЦБ уведомление о нарушениях правил доверительного управления ЗПИФ венчурных инвестиций.³²

— ВОПРОСЫ — НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ

Несмотря на то, что настоящая статья посвящена анализу гражданско-правовых аспектов различных механизмов осуществления инвестиционной деятельности, нельзя не отметить, что эффективность налогового режима предполагаемой структуры безусловно является одним из ключевых факторов при выборе механизма инвестирования. В связи с этим, заметим, что договорная природа ПИФ и инвестиционных товариществ придает инвестированию через указанные формы очень важное преимущество, а именно отсутствие двойного налогообложения. Взимание налогов происходит только на уровне инвесторов и не происходит на уровне самого инвестиционного механизма (ПИФ или инвестиционного товарищества). В отличие от инвестиционного товарищества проектные компании являются самостоятельными налогоплательщиками по налогу на прибыль, после уплаты которой оставшаяся часть прибыли может быть распределена среди участников юридического лица, а участники (акционеры) должны будут уплатить подоходный налог (налог на прибыль) с полученной в результате такого распределения суммы.

Несмотря на сходство общих принципов налогообложения инвестиционных товариществ и ПИФ, между регулированием налогообложения этих двух механизмов инвестирования существуют и весьма существенные различия.

³⁰ Важно помнить, что полный отказ товарища от получения какой-либо прибыли не имеет силы (ст. 9 ГК РФ) и поэтому в договоре инвестиционного товарищества необходимо указывать хотя бы минимальную выплату в пользу каждого товарища в случае распределения прибыли.

³¹ См.: абз. 5 пункта 1 ст. 14 Закона об инвестиционных фондах.

³² См.: ст. 61.1 Закона об инвестиционных фондах

В частности, у пайщика ПИФ налогооблагаемый доход возникает только при реализации или погашении пая. Налоговая база рассчитывается как разница между ценой приобретения пая и ценой ее реализации (или иного выбытия) плюс сумма промежуточных выплат в пользу пайщика. Таким образом, у инвестора ПИФ есть возможность отсрочить выплату налогов, а также реинвестировать полученную прибыль без возникновения налоговых обязательств. Участники инвестиционных товариществ такой возможностью не обладают, так как в отношении них Налоговый кодекс РФ установил обязательное требование определения промежуточных налогов для целей налогообложения, независимо от того, распределялись промежуточные доходы фактически или нет.³³ Другой особенностью инвестиционного товарищества является отсутствие возможности учета убытков по одному виду доходов против прибыли по другому виду доходов.³⁴

— ВЫХОД ИНВЕСТОРА —

Выход инвестора из ООО и ПИФ чаще всего осуществляется путем реализации доли в уставном капитале / инвестиционных паев. Из состава участников ООО инвестор может выйти также путем направления в общество заявления о выходе, если такая возможность предусмотрена уставом общества. При этом участнику выплачивается действительная стоимость его доли, определяемая в соответствии с данными учета. Требовать выкупа своей доли участник ООО также вправе в иных случаях, предусмотренных законом.³⁵ Например, в случае принятия общим собранием участников общества решения о совершении крупной сделки или решения об увеличении уставного капитала за счет внесения дополнительных вкладов

участниками общества, если участник проголосовал против такого решения или не принимал участия в голосовании по соответствующему вопросу.

Согласно Закону об инвестиционных фондах имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, является общим имуществом владельцев инвестиционных паев и принадлежит им на праве общей долевой собственности. Раздел имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и выдел из него доли в натуре не допускаются, за исключением случаев, предусмотренных законом. При реализации инвестиционных паев ЗПИФ венчурных инвестиций необходимо учитывать, что они могут быть реализованы только в пользу квалифицированных инвесторов.

В отношении инвестиционного товарищества по умолчанию действует правило, что в течение срока действия договора раздел общего имущества товарищей и выдел из него доли в натуре по требованию товарища не допускаются, но непосредственно в договоре можно предусмотреть иное.

Если иное не установлено договором, товарищ-вкладчик вправе передать свои права и обязанности по договору полностью или частично другому товарищу или третьему лицу. Согласия кредиторов по договорам, заключенным от имени всех товарищей, в этом случае не требуется. Договором инвестиционного товарищества может быть предусмотрена необходимость получения согласия от участников товарищества на передачу прав и обязанностей товарища по договору, а также преимущественное право товарищей перед третьими лицами на совершение сделки по полному или частичному приобретению прав и обязанностей товарища по договору.

³³ См.: П. 3 ст. 278 НК РФ.

³⁴ См.: П. 9 ст. 278.2, п. 1.1. ст. 283 НК РФ.

³⁵ См. ст. 94 ГК РФ и ст. 23 ФЗ об ООО.

— КРАТКИЕ ВЫВОДЫ —

Очевидно, что выбор конкретного механизма инвестирования зависит от множества различных критериев, среди которых есть юридические, налоговые, бизнес аспекты, а также специфика конкретного инвестиционного проекта. Однако на основании настоящего анализа и практики применения договора инвестиционного товарищества, мы можем сделать вывод о том, что данная договорная конструкция обладает определенными характеристиками, делающими инвестиционное товарищество привлекательным механизмом инвестирования, а именно:

- высокая степень диспозитивности в регулировании;
- простой порядок организации и администрирования;
- отсутствие двойного налогообложения;
- возможность установить/ограничить ответственность товарища-вкладчика на

случай невнесения вклада;

- гибкость управления инвестициями (возможность установления максимальных порогов инвестирования в один проект, запрета на аффилированность управляющего товарища и объектов инвестирования и др.);
- возможность предусмотреть благоприятный режим оборотоспособности прав по договору.

Безусловно, действующее регулирование деятельности инвестиционных товариществ содержит в себе и ряд пробелов, а также недостатков в части налогового регулирования. Однако тенденция увеличения числа инвестиционных фондов в форме договора инвестиционного товарищества позволяет надеяться на то, что данные пробелы будут устраняться и в распоряжении потенциальных инвесторов и управляющих компаний окажется еще более удобный и эффективный способ организации финансовых вложений.

ФОРМЫ ОРГАНИЗАЦИИ ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ
ПО РОССИЙСКОМУ ПРАВУ:
СРАВНИТЕЛЬНАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА

	ИНВЕСТИЦИОННОЕ ТОВАРИЩЕСТВО	ПРОЕКТНАЯ КОМПАНИЯ	ЗАКРЫТЫЙ ПИФ ОСОБО РИСКОВЫХ (ВЕНЧУРНЫХ) ИНВЕСТИЦИЙ
СПОСОБ СОЗДАНИЯ	Нотариальное удостоверение договора инвестиционного товарищества	Государственная регистрация юридического лица	Государственная регистрация и получение лицензии управляющей компанией, регистрация правил доверительного управления
СРОК ДЕЙСТВИЯ	Не более 15 лет	бессрочно	От 3 до 15 лет
СОСТАВ ИНВЕСТОРОВ	Коммерческие организации и некоммерческие организации, иностранные юридические лица, а также иностранные организации, не являющиеся юридическими лицами по иностранному праву	Любой	Квалифицированные инвесторы ³⁶
ВОЗМОЖНОСТЬ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ (ПОСРЕДСТВОМ ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ ИНВЕСТОРОМ ЗАЙМА)	Вопрос дискуссионный	Да	Нет
ОТВЕТСТВЕННОСТЬ ЗА НЕПРЕДСТАВЛЕНИЕ ФИНАНСИРОВАНИЯ	Неустойка, возмещение убытков, принудительная продажа доли, если иное не предусмотрено договором	Возмещение убытков, исключение из общества	Договор считается незаключенным
УПРАВЛЕНИЕ	Возможность предусмотреть довольно гибкий порядок принятия решений и контроля над наиболее существенными решениями		Контроль со стороны специализированного депозитария и ЦБ
НЕПРОПОРЦИОНАЛЬНОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПРИБЫЛИ	Возможно путем установления соответствующих правил распределения прибыли в договоре инвестиционного товарищества	Возможно путем утверждения устава компании с соответствующими условиями (в ООО) или путем выпуска различных типов привилегированных акций (в АО)	Прямого запрета в законодательстве нет, но на недопустимость такого положения косвенно указывают отдельные нормы законодательства
ОБОРОТОСПОСОБНОСТЬ ПРАВ/ДОЛИ/ПАЯ	Возможность установить/не устанавливать ограничения на порядок передачи прав и обязанностей по договору	Общие законодательные ограничения на передачу доли (ст. 21 ФЗ об ООО) (преимущественное право других участников и самого Общества, если предусмотрено Уставом)	Возможность реализации пая только в пользу квалифицированного инвестора

³⁶ Порядок признания лица квалифицированным инвестором устанавливается в соответствии со ст. 51.2 ФЗ о рынке ценных бумаг.

СПАСИБО, ЧТО ОЗНАКОМИЛИСЬ С НАШЕЙ СТАТЬЕЙ
Будем рады ответить на Ваши вопросы

УПРАВЛЯЮЩИЙ ПАРТНЕР NORLAND LEGAL ADVISORS
ВЛАДИСЛАВ ЛУРЬЕ

Тел.: +7 (495) 255 33 50
Моб.: +7 916 342 40 94
lurye@norlandlegal.com