

Иностранные инвесторы на российском рынке коллективных инвестиций

Сегодня российская экономика по многим направлениям нуждается в привлечении финансирования, что вызвано отсутствием достаточных средств у предприятий, большим износом основного фонда, практически полным прекращением бюджетной поддержки наукоемких и социально значимых отраслей, а также некоторыми другими причинами. В условиях инвестиционного бума в России перспективы для иностранных инвесторов более чем значительны.

Как показывает мировой опыт, без инвестиций экономика не может нормально функционировать. Широкомасштабное привлечение иностранных инвестиций в российский рынок необходимо для реализации долговременных целей создания в России цивилизованного общества, характеризующегося высоким уровнем жизни населения.

Анализ структуры уже привлеченных прямых инвестиций прежде всего показывает, что львиная доля таких инвестиций направляется либо в экспортно-ориентированные отрасли (топливно-энергетический сектор, горнодобывающую промышленность, обрабатывающие производства, в том числе металлургию и нефтепереработку), либо в сверхприбыльные проекты с малыми сроками окупаемости и незначительной фондоемкостью (оптовую и розничную торговлю, телекоммуникации, общественное питание, строительство офисных и гостиничных зданий в крупных городах, пищевую промышленность, финансовые услуги).

Согласно данным Росстата, в первом полугодии 2006 г. в Россию поступило 23 410 млн долл. иностранных капиталовложений: из них 5 377 млн долл. (23,0%) пришлось на добычу топливно-энергетических полезных ископаемых (нефти и газа), 5 299 млн (22,6%) — на инвестиции в обрабатывающие производства, сектор 5 092 млн (21,8%) — оптовую и розничную торговлю; 3 419 млн (14,6%) — сектор связи, 1 387 млн (5,9%) — финансовый сектор, 1 240 млн (5,3%) — сектор операций с недвижимостью, 183 млн (0,78%) — строительный сектор. Прямые инвестиции в российский сектор недвижимости составили 551 млн долл. (2,35%), в строительную отрасль — 90 млн (0,38%), объем портфельных инвестиций в сектор недвижимости — 70 млн (0,3%). В строительную отрасль прямые инвестиции были незначительны.

Российское законодательство предоставляет иностранным инвестициям правовые гарантии, целью которых является обеспечение взаимных интересов принимающих стран и иностранных инвесторов. Иностранная частная собственность как бы приравнивается к частной собственности отечественных инвесторов. Нормы российского права устанавливают, что правовой режим деятельности иностранных инвесторов и использования полученной от инвестиций прибыли не может быть менее благоприятным, чем правовой режим деятельности и использования полученной от инвестиций прибыли, предоставленный российским инвесторам, кроме изъятий, устанавливаемых федеральными законами. Несмотря на это, инвесторы все еще сталкиваются с определенными трудностями, связанными с целым комплексом проблем, а именно: нестабильностью экономической и политической

ситуации, несовершенным и противоречивым законодательством, в том числе в налоговой системе, особенностью реализации российского права в административной практике, что, с точки зрения инвестора, влечет за собой повышенные риски.

Прямые инвестиции, обеспечивающие инвестирующим корпорациям либо полное владение компанией, либо фактический контроль над ней, преимущественно направляются в обрабатывающую промышленность, а внутри нее — в наукоемкие и высокотехнологичные отрасли. Также велика роль вложений в различные финансовые предприятия. Вместе с тем портфельные инвестиции, цель которых — вложение средств инвесторов в ценные бумаги наиболее прибыльно работающих предприятий, являются основным источником средств для финансирования их деятельности. В период становления рынка иностранных инвестиций в России предпочтение иностранными инвесторами отдавалось ценным бумагам тех предприятий, контрольные пакеты акций которых были закреплены за государством, что служило своеобразной страховкой от грубого нарушения прав мелких акционеров крупными. В настоящее время в России преобладают портфельные инвестиции, и это во многом объясняется тем, что иностранные инвесторы ищут механизмы гарантий для предотвращения повторения ситуации 1998 г.

Одной из главных задач, стоящих перед российскими властями и предприятиями, является создание российской системы коллективных инвестиций (в первую очередь паевых инвестиционных фондов). Это придаст рынку ценных бумаг дополнительную динамичность, стабилизирует приток капиталов и повысит привлекательность России для иностранных инвесторов.

Благодаря фактору прозрачности, надежности и ликвидности коллективные инвестиции — рынок понятный и привлекательный для иностранных инвесторов. В зарубежной практике инвестирование через взаимные фонды, так называемые «mutual funds», развивается довольно продолжительное время. Их прототип появился в Великобритании еще в 1822 г. Сегодня общее число фондов в мире достигает примерно 50 тыс. В 1996 г., когда в России были организованы первые паевые инвестиционные фонды (активное создание правового поля началось лишь в 2001—2002 гг.), в США уже работало около 6 тыс. подобных фондов, во Франции — 4,9 тыс., в Великобритании — свыше 1,6 тыс., а в Японии — 6,5 тыс.

Иностранный инвестор без каких-либо ограничений может выступать пайщиком паевого инвестиционного фонда. Сделки с инвестиционными паями ПИФов иностранные инвесторы — юридические лица, действующие на территории России без образования официального представительства, вправе совершать через уполномоченного агента (брокера — профессионального участника рынка ценных бумаг).

Конструкция паевых фондов — наиболее приемлемая для нерезидентов форма портфельного инвестирования в российские предприятия. Для инвестора паевого фонда — нерезидента существенно облегчается процесс ввоза и

вывоза капитала. В отличие от прямых инвестиций в инвестиционно привлекательные предприятия, для иностранных инвестиций в паевые фонды, а также для вывоза крупных капиталов не требуется специального разрешения.

Конструкция паевых фондов совершеннее, чем конструкция акционерного общества, она приспособлена для структур с большим количеством инвесторов, в том числе и зарубежных, благодаря следующим факторам. Паевой фонд не является юридическим лицом, что делает излишним затраты на рассылку акционерам/участникам различных сообщений, проведение общих собраний акционеров и т. д. По законодательству дивиденды по паям паевых фондов не начисляются, их доходность отражается только в росте курсовой стоимости, позволяя достичь большой экономии.

Привлечение иностранного капитала на рынке коллективных инвестиций, в том числе стратегических инвестиций в акции промышленных предприятий, в недвижимость, особенно в строительство, где отмечается особая потребность в финансировании, является существенным вложением как в финансовый, так и реальный секторы экономики России.

Иностранным инвесторам интересен российский рынок ценных бумаг, имеющий значительные перспективы роста благодаря вовлечению новых эмитентов в процесс наращивания капитала путем IPO. Это подтверждается заметным увеличением объемов иностранных портфельных инвестиций в российские ценные бумаги, не только в корпоративные акции, но и в государственные ценные бумаги, а также госдолги, торговлей которыми западные инвесторы давно занимаются. При этом спекулятивные тенденции среди иностранных инвесторов менее заметны, чем у россиян. Западные инвестфонды вкладываются в Россию надолго, хотя большую долю иностранных инвесторов составляют хедж-фонды, которые инвестируют в бумаги лишь на несколько месяцев.

Для приобретения иностранцами напрямую ценных бумаг некоторых категорий российских эмитентов необходимо соблюсти дополнительные требования внутреннего российского законодательства. Так, например, кредитная организация обязана получить предварительное разрешение Банка России на увеличение своего уставного капитала за счет средств нерезидентов, на отчуждение (в том числе продажу) своих акций в пользу нерезидентов, а участники кредитной организации — резиденты — на отчуждение принадлежащих им акций (долей) кредитной организации в пользу нерезидентов.

В соответствии с Федеральным законом «О газоснабжении в Российской Федерации» доля иностранного участия в уставном капитале ОАО «Газпром» была ограничена 20%. Вместе с тем бумаги Газпрома и Сбербанка были и являются на сегодняшний день самыми востребованными. В связи с этим российские финансисты активно использовали конструкцию ПИФов для предложения иностранным клиентам этих бумаг.

В свою очередь активы, составляющие ПИФы, с соблюдением установленных пропорций инвестирования, а также иных специальных нормативных требований могут

быть размещены в иностранные инструменты, в том числе следующие ценные бумаги: ценные бумаги иностранных государств; ценные бумаги международных финансовых организаций; акции иностранных акционерных обществ; облигации иностранных коммерческих организаций. В перечень ценных бумаг иностранных государств и международных финансовых организаций, которые могут составлять активы акционерных инвестиционных фондов и активы паевых инвестиционных фондов (Постановление ФКЦБ РФ от 23 апреля 2003 г. № 03-21/пс в ред. от 30 марта 2005 г.), включены облигации США, Великобритании и Северной Ирландии, Германии, Кипра, а также долговые бумаги Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР).

К ценным бумагам иностранных эмитентов, которые могут быть включены в состав активов ПИФа, предъявляются специальные требования. Во-первых, в отношении них должна быть проведена процедура листинга на фондовых биржах, перечень которых определяется федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг. Во-вторых, в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» допуск к размещению и обращению иностранных ценных бумаг, в том числе паев иностранных фондов, осуществляется при наличии международного договора Российской Федерации или соглашения, заключаемого между федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг на основании решения Правительства РФ и соответствующим органом (организацией) страны иностранного эмитента и предусматривающего порядок их взаимодействия. Соглашения между федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг и аналогичным иностранным органом (организацией) не являются международными договорами, для которых устанавливается соответствующий порядок заключения только по решению правительства, что препятствует заключению таких соглашений. Существует проблема взаимодействия федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг с иностранными регуляторами путем обмена между ними конфиденциальной информацией. В связи с тем что у ФСФР в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» отсутствуют полномочия по обмену конфиденциальной информацией, иностранные регуляторы отказываются заключать с ней такие соглашения (за исключением Бразилии, с которой такое соглашение подписано). В результате этого ФСФР России не имеет реальной возможности получать информацию, касающуюся иностранных эмитентов, ценные бумаги которых могли бы быть допущены на российский рынок. Как следствие, на российском организованном рынке в настоящий момент не происходит обращения иностранных ценных бумаг, в том числе западных акций и паев зарубежных фондов. Таким образом, ПИФы законодательно не могут работать с указанными западными активами. Некоторое время назад 100%-ная «дочка» финской FIM Group вышла на отечественный финансовый рынок с предложением продажи через своих агентов российским инвесторам паев иностранных ПИФов более чем 10 стран мира. Но в связи с особенностями законодательной базы России эта деятельность была прекращена.

Тот факт, что частные инвесторы осуществляют покупку паев взаимных фондов напрямую, показывает

востребование в России рынка зарубежных фондов. Законодательство неизбежно будет корректироваться в соответствующем направлении, следуя за требованиями рынка. И уже в настоящее время в соответствии с утвержденными Центральным банком «Основными направлениями единой государственной денежно-кредитной политики на 2006 г.» ведется работа по подготовке предложений в действующее законодательство, предусматривающих изменение процедуры допуска ценных бумаг иностранных эмитентов к публичному размещению (обращению), а также упрощение процедуры государственной регистрации отдельных ценных бумаг. Одним из наиболее привлекательных секторов для инвестирования и вызывающая большой интерес у западных инвесторов является недвижимость. В Европе недвижимость переоценена, она приносит незначительный доход, чем и объясняется текущая инвестиционная привлекательность российского рынка. Отмечается несколько распространенных способов инвестирования в недвижимость:

- * приобретение готовых объектов недвижимости различного назначения;
- * приобретение земельных участков под застройку;
- * приобретение земельных участков без цели немедленной застройки;
- * приобретение прав на недвижимость, например права аренды, застройки и т. д.;
- * инвестиции в акции компаний, владеющих и управляющих недвижимостью;
- * вложения в инвестиционные фонды, размещающие активы в недвижимости.

Несмотря на инвестиционную привлекательность рынка недвижимости, при сравнении капиталовложений в данный сектор с иностранными инвестициями в экономику России в целом, можно наблюдать, что инвестиции в недвижимость составляют не самую значительную долю в общем инвестиционном потоке. Это объясняется в первую очередь тем, что перед иностранными инвесторами существует ряд проблем: нехватка недвижимости «инвестиционного уровня», усложненная процедура получения соответствующих разрешений. Так, проекты строительства объектов с привлечением иностранного капитала в Российской Федерации подлежат государственной экспертизе в Экспертном совете при Правительстве РФ (крупные инвестиционные проекты) либо в соответствующих организациях государственной вневедомственной экспертизы субъектов Федерации в порядке, установленном органами государственного управления субъектов РФ. В данном случае ПИФы предоставляют иностранцам возможность эффективно финансировать недвижимость через специализированные ЗПИФы недвижимости.

Оценка международного опыта коллективного инвестирования в недвижимость через паевые фонды показывает, что в большинстве стран в течение последних лет происходит значительный рост таких структур. В условиях развитого рынка инвестиционные фонды являются основными покупателями действующих объектов коммерческой недвижимости. Так, в Европе большинство

офисных центров находится в собственности инвестиционных фондов.

Коллективные инвестиции в рынок недвижимости как направление возникли в 1970-е гг. и явились альтернативой нестабильному фондовому рынку в период мирового экономического спада. Главные их особенности – высокая степень надежности (недвижимость всегда в цене) и потребность в значительных инвестиционных ресурсах. Вложения в инвестиционные фонды, размещающие активы в недвижимости, имеют следующие преимущества по сравнению с традиционными формами:

- * прозрачность, удобство и безопасность инвестирования, обеспеченные централизацией управления проектами, механизмом защиты и контроля инвестиций;
- * возможность привлечения дополнительных инвестиций для реализации бизнес-проектов;
- * возможность получения регулярного дохода в течение всего периода существования паевого инвестиционного фонда;
- * возможность реинвестирования средств в другие проекты без налогообложения (существует отсрочка уплаты налога на прибыль до момента вывода средств из закрытого паевого инвестиционного фонда);
- * возможность оплаты инвестиционных паев не только денежными средствами, но и ценными бумагами, недвижимостью, правами на недвижимое имущество;
- * конфиденциальность реализуемых проектов в рамках действующего законодательства.

В связи с тем что конструкция российских паевых инвестиционных фондов имеет принципиальное сходство с фондами зарубежными, в частности в специфике налогообложения данного инструмента инвестирования в недвижимость, наблюдается большая заинтересованность иностранных инвесторов в размещении капиталов в паи фондов недвижимости, нежели в иные инвестиционные проекты.

Инвестиции в строительный сектор рынка недвижимости имеют свои особенности. В инвестиционном строительстве, как правило, используются инвестиционный контракт и договор долевого участия в строительстве. Инвестиционный контракт заключается между инвесторами, а также между инвесторами и заказчиком-застройщиком в целях реализации инвестиционного проекта на строительство определенного объекта. Следует отметить, что форма договора об инвестиционной деятельности не предусмотрена ни в Гражданском кодексе РФ, ни в Законе РСФСР от 26 июня 1991 г. № 1488-1 «Об инвестиционной деятельности в РСФСР», ни в Законе от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений». Договор долевого участия, как одна из форм привлечения инвестиций в строительство, заключается между основным инвестором и другими инвесторами (соинвесторами), вкладывающими средства в строительство. В свою очередь заказчик-застройщик может привлекать соинвесторов для финансирования строительства, если такое право ему предоставлено

условиями контракта. Договор долевого участия в строительстве в ГК РФ также не предусмотрен. Из-за отсутствия четко обозначенной правовой базы, регулирующей заключение инвестиционных договоров, договоров участия в долевом строительстве, участники инвестиционного процесса руководствуются ст. 421 «Свобода договора» ГК РФ, в соответствии с которой стороны могут заключить договор как предусмотренный, так и не предусмотренный законом или иными правовыми актами, причем условия договора определяются по усмотрению сторон либо обычаями делового оборота, применимыми к отношениям сторон. Отсутствие в законе соответствующей регламентации обуславливает возможные риски перекалфикации соответствующих договоров. Причем единообразия судебной практики по спорам, возникшим между участниками инвестиционной деятельности, не имеется. Такая неурегулированность в гражданском законодательстве инвестиционных контрактов чревата различными неблагоприятными правовыми и налоговыми последствиями, так как квалификация договора определяет и систему его отражения в бухгалтерском учете и налогообложении.

Кроме того, Федеральный закон «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости» ограничил приток иностранного капитала в жилищное строительство положением о солидарной с застройщиком ответственности банков (в том числе банков-нерезидентов) перед участниками долевого строительства. В настоящее время в закон внесены изменения, снимающие такое требование, но при этом сама система привлечения финансирования через договор участия в долевом строительстве остается громоздкой, высокочрезмерной и малопонятной для зарубежного инвестора.

Таким образом, консервативный иностранный инвестор, заинтересованный в первую очередь в получении стабильных прибылей от вложения средств, при осуществлении прямого участия в инвестиционном строительстве имеет нечеткость отношений с контрагентами, дополнительные сложности в учете финансовых операций и несет повышенные налоговые риски, что служит фактором, объясняющим отсутствие массового прямого иностранного инвестирования в российский рынок недвижимости. В то же время использование инструментов коллективного инвестирования позволяет зарубежным инвесторам эффективно размещать собственные и привлеченные капиталы как в финансовый, так и в реальный сектор экономики, обеспечивая высокую надежность таких вложений.

Несколько слов необходимо сказать о налоговом регулировании статуса пайщиков-нерезидентов. Учитывая то, что инвестиционный пай является ценной бумагой, доход по которой формируется при его продаже иностранной организацией — владельцем пая третьему лицу, у этой иностранной организации возникает доход от продажи имущества. В случае если такой доход не связан с деятельностью иностранной организации через постоянное представительство в Российской Федерации, он не подлежит обложению налогом у источника выплаты дохода в соответствии с п. 2 ст. 309 НК РФ. При этом если более 50% активов паевого инвестиционного фонда составляет

недвижимое имущество, доходы от продажи инвестиционного пая такого фонда нельзя рассматривать как доходы от продажи имущества, указанного в подп. 5 п. 1 ст. 309 НК РФ, так как паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом и, следовательно, не может рассматриваться в качестве организации. Необходимо учитывать, что погашение инвестиционного пая управляющей компанией не тождественно его продаже. При погашении инвестиционного пая происходит распределение имущества (денег) паевого инвестиционного фонда, поэтому получаемые иностранной организацией при погашении инвестиционного пая доходы следует квалифицировать как доходы, полученные в результате распределения в пользу иностранной организации прибыли или имущества организаций либо иных лиц (подп. 2 п. 1 ст. 309 НК РФ) и облагаемые в Российской Федерации на основании п. 1 ст. 310 НК РФ по ставке 20%. В случае если иностранная организация является резидентом государства, с которым у Российской Федерации имеется действующее соглашение об избежании двойного налогообложения, доходы, полученные от погашения инвестиционного пая, облагаются с учетом такого соглашения.

Рынок коллективных инвестиций является открытым для иностранцев не только как для инвесторов-пайщиков. Самостоятельно осуществлять управление российскими паевыми инвестиционными фондами иностранные компании не могут, но при этом отсутствуют какие-либо ограничения на участие в капиталах и, соответственно, распределении прибыли от деятельности управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, а также иных инфраструктурных организаций, обслуживающих данный сектор финансового рынка, созданных в соответствии с российским законодательством и получивших в установленном порядке необходимую для осуществления данного вида деятельности лицензию. Иностранцам также разрешается возглавлять управляющие компании паевых фондов. Учитывая, что расходы на оплату услуг таких компаний, в зависимости от размеров обслуживаемых фондов, могут быть более чем значительны, то возможность получения дохода от вложений в менеджмент рынка коллективных инвестиций является для иностранных инвесторов небезынтесной. Следует также отметить, что деятельность профессиональных управляющих в силу четкой урегулированности и постоянного контроля со стороны федерального органа по финансовым рынкам является достаточно прозрачной, а следовательно, привлекательной для зарубежных владельцев акций таких российских компаний.

В целом общая тенденция к стабилизации российской экономики и либерализация валютного рынка служат фактором значительного увеличения притока иностранных инвестиций, а также растущей активности международных институциональных инвесторов на рынке коллективных инвестиций. В 2005 г. на российский рынок пришли глобальные и панъевропейские фонды, которые покупают широкий круг активов и делают долгосрочные инвестиции, что привело к быстрому росту всего рынка. Такая ситуация усилила интерес частных инвесторов, в том числе российских граждан к ПИФам, что отразилось на приросте стоимости чистых активов российских ПИФов. С начала 2006

г. до 2 октября прирост СЧА составил 50,82%. По нашему мнению, данная тенденция сохранится, что в свою очередь не может не сказываться положительно на общем инвестиционном климате в стране.