

МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ

имени М. В. Ломоносова

ЮРИДИЧЕСКИЙ ФАКУЛЬТЕТ

БАКАЛАВРИАТ

«Защита прав инвесторов в инвестиционных фондах»

Дипломная работа

Панюкова Евгения Алексеевича

Научный руководитель

к. ю. н., доцент

Молотников Александр Евгеньевич

Дата защиты: «\_\_» \_\_\_\_\_ 2023 г.

Оценка: \_\_\_\_\_

Москва

2023 г

## Оглавление

Введение.....	3
Глава 1. Общие положения .....	8
§ 1. Правовая природа инвестиционного фонда по российскому прав	8
§ 2. Многозначность понятия «инвестор»	13
§ 3. Общие положения о способах защиты прав в инвестиционных фондах	17
Глава 2. Способы защиты прав инвесторов .....	22
§ 1. Защита прав инвесторов ПИФ	22
§ 1.1 Прекращение или изменение правоотношения	23
§ 1.2 Возмещение убытков и выплата неустойки	31
§ 1.4 Оспаривание сделок и решение собраний	40
§ 2. Защита прав инвесторов АИФ	44
Заключение .....	47

## ВВЕДЕНИЕ

Проблема защиты частных инвестиций не является новой — так или иначе она поднимается после каждого экономического кризиса. Ярче всего это видно на примере крупнейшего фондового рынка в мире — рынка США. Комиссия по ценным бумагам и биржам США возникла вследствие Великой депрессии 30-х годов XX века, результатом Черного понедельника 1987 года стало новое регулирование деятельности маркетмейкеров, а Закон Додда – Франка, принятый после Мирового экономического кризиса 2008 года, также затрагивал права участников организованной торговли.

Аналогично законодательство развивалось и в Европейском союзе (ЕС). Например, в 2009 году была принята Директива об обязательствах по коллективному инвестированию в оборотоспособные ценные бумаги (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive 2009/65/EC*<sup>1</sup>), а в 2011 — Директива об управляющих фондами альтернативных инвестиций (*Alternative Investment Fund Managers Directive 2011/61/EU*<sup>2</sup>). Данные документы вводили дополнительные ограничения для управляющих компаний фондов, тем самым защищая права инвесторов. Кроме того, на их основе европейские правовые порядки приняли новые законодательные акты в области инвестиционных фондов или реформировали уже имеющиеся.

С 2019–2020 годов в России наблюдаются две тенденции: с одной стороны, выход на рынки значительного числа непрофессиональных инвесторов, а с другой — спад экономики из-за серьезных кризисов: пандемии COVID-19 и разрыва глобальных экономических связей в 2022 году.

---

<sup>1</sup> Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities // Official Journal of the European Union, URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0065> (дата запроса: 28.04.2023)

<sup>2</sup> Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010 // Official Journal of the European Union, URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011L0061&from=EN> (дата запроса: 28.04.2023)

В 2022 году розничные инвесторы столкнулись не только с падением стоимости их активов, но и заморозкой денег из-за санкций. Например, российские брокеры пока так и не смогли добиться разблокировки активов неподсанкционных россиян в европейских депозитариях Euroclear и Clearstream<sup>3</sup>, где хранились в том числе активы торгуемых на бирже фондов Finex<sup>4</sup>. Кроме того, ряд брокеров (например, ООО «Уралсиб Брокер» или брокер Сбербанк) оказались под санкциями иностранных государств<sup>5</sup>.

Финансовые трудности коснулись не только непрофессионалов на рынке. Сокращение инвестиций наблюдалось<sup>6</sup> и в сфере венчурного инвестирования, где участвуют, как правило, квалифицированные инвесторы с крупными капиталами и командами консультантов. Для венчурных фондов и фондов частного капитала (private equity) увеличились риски привлечения к ответственности и наложения вторичных санкций из-за участия российских бенефициаров в инвестициях. Как итог, разрабатываются схемы косвенного инвестирования посредством компаний специального назначения (special purpose vehicle), учрежденных в целях переноса активов граждан России, или смена формы инвестиций с прямого участия в фондах на выдачу конвертируемых займов. Данные схемы создают дополнительные правовые риски для инвесторов. При таких обстоятельствах представляется целесообразным создание инвестиционных фондов в российской юрисдикции.

Несмотря на высокую значимость освещаемой проблемы, в российской науке тема защиты прав инвесторов в инвестиционных фондах проработана

---

<sup>3</sup> Активы россиян в Euroclear и Clearstream не разблокировали // Российская газета, URL: <https://rg.ru/2023/01/09/aktiv-i-nyne-tam.html> (дата запроса: 15.02.2023)

<sup>4</sup> Что сейчас важно знать инвесторам FinEx ETF. Ответы на самые актуальные вопросы // Finex ETF, URL: [https://finex-etf.ru/university/news/chto\\_seychas\\_vazhno\\_znat\\_investoram\\_finex\\_etf\\_otvety\\_na\\_samye\\_aktualnye\\_voprosy/](https://finex-etf.ru/university/news/chto_seychas_vazhno_znat_investoram_finex_etf_otvety_na_samye_aktualnye_voprosy/) (дата запроса: 25.02.2023)

<sup>5</sup> ПАО «Банк Уралсиб» находится под санкциями США (SDN-лист), а ООО «Уралсиб Брокер» является его 100% дочерним обществом (URL: <https://sanctionssearch.ofac.treas.gov/Details.aspx?id=39317> (дата запроса: 25.02.2023)).

<sup>6</sup> Крупные сделки и снижение объемов инвестиций: тренды российского венчура // РБК, URL: <https://trends.rbc.ru/trends/innovation/63a45cbb9a79477f4d445f6b> (дата запроса: 15.02.2023)

недостаточно подробно. Это связано с тем, что инвестиционные фонды в российской юрисдикции по состоянию на 2023 год представлены незначительно: в России функционируют 2108 паевых инвестиционных фонда (далее — ПИФ) и всего 2 акционерных инвестиционных фонда (далее — АИФ)<sup>7</sup>. Из 2108 ПИФ 1657 (79 %) являются закрытыми (далее — ЗПИФ), однако в сложившейся практике ЗПИФ нередко используется для целей, отличных от собственно инвестирования — например, для защиты (секьюритизации) активов или передачи наследства как аналог траста<sup>8</sup>. Причины преобладания ЗПИФ многообразны: экономика, политика, особенности регулирования, однако они не являются предметом настоящей работы. При этом, по мнению И. С. Шиткиной<sup>9</sup>, больше всего правонарушений в отношении инвесторов происходит именно в сфере ЗПИФ. Это влечет недоверие инвесторов по отношению к механизмам инвестиционных фондов по российскому праву, скепсис обусловлен как раз отсутствием должных механизмов защиты прав<sup>10</sup>. О незащищенности прав инвесторов красноречиво говорит тот факт, что в правилах доверительного управления до сих пор указывается правовой риск, связанный с нестабильностью регулирования фондов в России<sup>11</sup>. Институциональные инвесторы не находятся в более выигрышном положении: несмотря на наличие консультантов при работе с фондом, их вложения, как правило, являются долгосрочными, поэтому им особенно важно, чтобы существовали механизмы, гарантирующие слаженную работу всех участников инвестирования.

---

<sup>7</sup> Пенсионные фонды и коллективные инвестиции // официальный сайт Банка России, URL: <https://cbr.ru/RSCI/> (дата запроса: 10.04.2023)

<sup>8</sup> Как ЗПИФы защищают бизнес от корпоративных конфликтов // Ведомости, URL: <https://www.vedomosti.ru/partner/articles/2021/12/23/902184-kak-zpifi-zaschischayut-biznes-ot-korporativnih-konfliktov> (дата запроса: 10.04.2023)

<sup>9</sup> Корпоративное право: Учебный курс в 2-х т. / Отв. ред. И.С. Шиткина, М., 2017, Т. II, С. 831

<sup>10</sup> БПИФ vs ETF: почувствуйте разницу // URL: <https://smfanton.ru/investicionnye-instrumenty/birzhevoy-fond-i-etf.html> (дата запроса: 12.04.2023)

<sup>11</sup> См., к прим.: Правила доверительного управления Закрытым паевым инвестиционным фондом недвижимости «Активо Четырнадцать» (URL: [https://www.alfacapital.ru/attach/11/24/71/rules\\_amendments\\_001.pdf](https://www.alfacapital.ru/attach/11/24/71/rules_amendments_001.pdf), дата запроса: 20.04.2023) или Правила доверительного управления Закрытым паевым инвестиционным фондом недвижимости «ПНК - Рентал» (URL: [https://buythedip.ru/wp-content/uploads/2020/10/pnk\\_rules\\_amendments\\_009.pdf](https://buythedip.ru/wp-content/uploads/2020/10/pnk_rules_amendments_009.pdf), дата запроса: 20.04.2023)

Кроме того, особенностью освещаемой проблемы является многообразие форм деятельности инвестиционных фондов, что ведет к необходимости выработки унифицированного подхода к механизмам защиты прав инвесторов в них. С экономической точки зрения инвестиционным фондом является любая организация, привлекающая деньги инвесторов в целях коллективного инвестирования, однако российское законодательство исходит из понимания инвестиционных фондов в рамках ПИФ и АИФ (а также инвестиционного товарищества, которое не будет рассмотрено в настоящей работе).

В работах ученых существует точка зрения, согласно которой одной из тенденций развития предпринимательского права является формирование подотрасли (или даже целой отрасли) инвестиционного права<sup>12</sup>. Это в очередной раз показывает значимость изучения проблематики инвестиционных фондов.

Целью настоящей работы является систематизация основных механизмов защиты прав инвесторов в инвестиционных фондах и анализ их применимости в российской практике. В основной части работы будут выделены два раздела — защита прав инвесторов ПИФ и защита прав инвесторов АИФ.

Задачами работы являются:

- Определение правовой сущности инвестиционного фонда и инвестора по российскому праву;
- Описание механизмов защиты прав инвесторов, имеющих в законодательстве, а также систематизация способов защиты, выработанных в судебной практике;
- Выявление механизмов защиты прав инвесторов в иностранных правовых системах и формулирование рекомендаций для развития российского законодательства на основании них.

---

<sup>12</sup> Белицкая А.В. Инвестиционное право и политика (Глава 11) // Сборник «Предпринимательское право России: итоги, тенденции и пути развития: монография» (отв. ред. Е.П. Губин), М., 2019, С. 536

Теоретической основой работы являются труды В. П. Грибанова, Е. П. Губина, О. Р. Зайцева, Е. А. Суханова, А. В. Белицкой, Ю. С. Харитоновой, И. С. Шиткиной, А. Е. Молотникова, С. А. Карелиной, А. В. Габова, И. И. Зикун, Д. И. Степанова.

## **Глава 1. Общие положения**

На мой взгляд, описание той или иной проблемы невозможно без определения терминов, используемых в научной работе. Это необходимо прежде всего для того, чтобы отбросить многообразие значений термина и сформулировать объем понятия так, чтобы рационализировать раскрытие вопроса. Особенность гуманитарных наук такова, что явления, описываемые в них, сложно определить однозначно, однако это бывает необходимо для удобства формулирования идей. Как писал Дж. С. Милль<sup>13</sup>, если термин, который используется в речи, не передает точного смысла явления, то он непригоден как для мышления, так и для передачи мысли. Как следствие, необходимо унифицировать термин (хотя бы в рамках одной работы), отбросив все его многообразие значений. Аналогичная необходимость наблюдается и в отношении терминов «инвестиционный фонд», «инвестор» и «защита прав».

### **§ 1. Правовая природа инвестиционного фонда по российскому праву**

Главная проблема, с которой сталкивается исследователь механизмов защиты прав в инвестиционных фондах — многогранность понятия «инвестиционный фонд».

Данная проблема, на мой взгляд, связана с двумя особенностями деятельности инвестиционных фондов:

Во-первых, на правовое регулирование в данной области накладывается серьезный отпечаток предпринимательских (а не сугубо правовых) механизмов. В частности, с точки зрения бизнеса инвестиционные фонды могут создаваться даже в рамках корпораций<sup>14</sup>, например, корпоративный венчурный фонд LANIT Ventures («ЛАНИТ Венчурс») группы компаний «Ланит»<sup>15</sup>. Данный фонд

---

<sup>13</sup> Дж. Ст. Милль, Система логики силлогистической и индуктивной, 5-е изд., М., 2011, С.90

<sup>14</sup> Мотовилов О. В. Корпоративное венчурное финансирование инновационных проектов // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. 2016. №4, С. 76, 75–91 URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/korporativnoe-venchurnoe-finansirovanie-innovatsionnyh-proektov> (дата запроса: 28.03.2023).

<sup>15</sup> Бизнес направления ГК Ланит. Корпоративный венчурный фонд LANIT Ventures // Ланит, URL: <https://www.lanit.ru/about/departments/korporativnyy-venchurnyy-fond-lanit-ventures/> (дата запроса: 28.03.2023)

занимается финансированием молодых технологических компаний, однако LANIT Ventures получает средства от материнской компании, а не от инвесторов, а сам фонд организован в форме общества с ограниченной ответственностью. Следовательно, в рамках настоящей работы рассмотрение данных инвестиционных фондов неактуально — в них попросту некого защищать из-за отсутствия сторонних инвесторов в фонд.

Во-вторых, данная сфера в России находится в процессе затяжной реформации, начатой еще в 90-х годах прошлого века. Например, немногие вспомнят, что до 1999 года в нашей стране функционировали чековые инвестиционные фонды, инвестиции в которых осуществлялись посредством приватизационных чеков<sup>16</sup>.

Чтобы наиболее точно дать определение «инвестиционного фонда», необходимо понять, что представляет собой инвестиционный фонд как юридическая сущность?

Законодательное определение, закрепленное в статье 1 Федерального закона N 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» от 29 ноября 2001 года<sup>17</sup> (далее — Закон об инвестиционных фондах), рассматривает инвестиционный фонд как имущественный комплекс. Такой подход вызван тем, что указанный закон регулирует<sup>18</sup> деятельность лишь АИФ и ПИФ. Тем не менее с практической точки зрения инвестиционный фонд может быть структурирован также в форме договорного обязательства (например, российский договор инвестиционного товарищества<sup>19</sup>). В доктрине инвестиционные фонды рассматриваются с

---

<sup>16</sup> Инвестиционное право. Учебно-практическое пособие / Отв. ред. Фархутдинов И. З., Трапезников В. А., М., 2006, С. 103

<sup>17</sup> Абз. 2 ст. 1 Федерального закона от 29 ноября 2001 года N 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» (далее — Закон об инвестиционных фондах) // Справочная система «КонсультантПлюс» (далее — Закон об инвестиционных фондах)

<sup>18</sup> Абз. 3 ст. 1 Закона об инвестиционных фондах

<sup>19</sup> Ст. 3 Федерального закона от 28 ноября 2011 года N 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе» // Справочная система «КонсультантПлюс»

различных позиций. Например, В. А. Лаптев называет российские ПИФ «корпоративным трастом» из-за схожести ряда признаков с корпорациями и трастами<sup>20</sup>. Как подчеркивает Ю. С. Харитоновна, даже законодатель не последователен в установлении правового статуса инвестиционного фонда — АИФ является юридическим лицом, а ПИФ является сугубо имущественным комплексом<sup>21</sup>. Несмотря на это, инвестиционный фонд вне зависимости от формы все равно рассматривается как имущественный комплекс. О. Р. Зайцев пишет, что с правовой точки зрения ПИФ в принципе не является субъектом гражданского права<sup>22</sup>. Аналогичной точки зрения придерживается Е. А. Суханов<sup>23</sup>. В этой связи уместнее всего представляется позиция<sup>24</sup>, согласно которой инвестиционный фонд — это «инструмент (способ) коллективного инвестирования». Данная позиция в целом разделяется и в иностранной доктрине, согласно которой особенностью инвестиционных фондов является то, что их инвесторы являются не только акционерами, но и клиентами, покупателями определенного продукта<sup>25</sup>.

Другой составляющей правовой природы инвестиционного фонда является процесс «инвестиционной деятельности». В экономической теории существует концепция, согласно которой инвестиции взаимосвязаны со сбережениями: накопленный капитал не отличается по своей экономической функции от капитала с увеличившейся стоимостью<sup>26</sup>. Несмотря на свою логичность, данный тезис не способен полноценно прояснить содержание инвестиционной деятельности. На мой взгляд, для определения данного понятия

---

<sup>20</sup> Лаптев В. А. Корпоративное право: правовая организация корпоративных систем: Монография, М., 2019, С. 101

<sup>21</sup> Харитоновна Ю. С. Управление в гражданском праве: проблемы теории и практики, М., 2011, С. 263

<sup>22</sup> Зайцев О. Р. Договор доверительного управления инвестиционным фондом, М., 2007, С. 187

<sup>23</sup> Гражданское право. Учебник в 2-х т. / Отв. ред. Е. А. Суханов., 2-е изд. М., 2019, С. 113

<sup>24</sup> Субботин Р. И. К вопросу о понятии «биржевой инвестиционный фонд» // «Предпринимательское право», 2022, N 3, С. 69, 67–71

<sup>25</sup> *Eric D. Roiter* Disentangling Mutual Fund Governance from Corporate Governance // Forthcoming, Harvard Business Law Review, Vol. 5, Fall 2015, P. 11, 1-73, URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2568392](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2568392) (Дата запроса: 25.04.2023)

<sup>26</sup> Молотников А. Е. Правовое регулирование рынка ценных бумаг: учебное пособие, М., 2013, С. 334

стоит обратить внимание на решение Верховного суда США *SEC v. W.J. Howey* (1946)<sup>27</sup>, в котором давалось определение термина «инвестиционный контракт». Из данного термина можно вывести и определение «инвестиционной деятельности» как совокупности сделок, посредством которых одни лица вкладывают деньги в общий бизнес, руководствуясь ожиданием доходов исключительно от усилий организатора или третьего лица. При этом остается дискуссионным необходимость личного участия инвесторов в деятельность объектов инвестирования. Как пишет А.В. Майфат<sup>28</sup>, сами инвесторы не принимают участия в приносящей доход деятельности. Однако данный тезис не всегда актуален для инвестиционных фондов: как будет освещено далее, инвесторы могут косвенно принимать участие в деятельности объектов инвестирования, голосуя в коллегиальных органах фонда.

Правоотношения, возникающие в связи с инвестиционной деятельностью, можно классифицировать по разным основаниям. О. Р. Зайцев выделяет<sup>29</sup> внутренние правоотношения (между инвесторами и управляющей компанией фонда), а также внешние правоотношения (между учредителями или управляющей компанией и третьими лицами, не входящими в фонд). Однако данная классификация мне представляется неполной: в рамках инвестиционного фонда возникают также внутренние правоотношения между инвесторами, поскольку российские инвестиционные фонды обладают квазикорпоративными чертами<sup>30</sup>. Более того, в деятельности инвестиционных фондов обнаруживаются как вещные (например, общая долевая собственность<sup>31</sup>), так и обязательственные составляющие (сам фонд возникает на основе договора доверительного управления).

---

<sup>27</sup> *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 298 - 99, 66 S. Ct. 1100, 1102 - 03, 90 L. Ed. 1244 (1946) (URL: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/> (дата запроса: 20.03.2023))

<sup>28</sup> Майфат А.В. Инвестирование: способы, риски, субъекты: монография, М., 2020, С. 80

<sup>29</sup> Зайцев О. Р. Указ. соч., С. 57

<sup>30</sup> См., к прим.: И.С. Шиткина Указ. соч., С. 836; Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка, М., 2011, С. 357

<sup>31</sup> П. 2 ст. 11 Закона об инвестиционных фондах

Выявление сущности правоотношений, возникающих в инвестиционном фонде по российскому праву, напрямую влияет на способы защиты прав инвесторов. Если для ПИФ преобладающими способами защиты будут являться классические договорные и вещно-правовые механизмы, то инвесторы АИФ смогут защитить свои права скорее корпоративными способами.

Особенностью инвестиционных фондов также является лицензируемый характер их деятельности, что предопределяет также и механизмы защиты прав инвесторов в них. Согласно Закону об инвестиционных фондах лицензии необходимо получать в отношении АИФ, управляющей компании и специального депозитария<sup>32</sup>. Получение лицензии означает повышенный контроль со стороны регулирующих органов (в случае с фондами — Банка России), а также возможность инвестора обращаться с жалобами на нарушения в деятельности участников инвестирования посредством фондов.

Можно сделать вывод, что инвестиционным фондом является лицензируемый регулятором инструмент коллективного инвестирования, направленный на заключение между инвестором и фондом совокупности сделок, посредством которых инвесторы вкладывают деньги в общий бизнес, руководствуясь ожиданием доходов от усилий организатора или третьего лица.

В настоящей работе будут рассмотрены инвестиционные фонды именно с точки зрения Закона об инвестиционных фондах. Иной подход, по моему мнению, привел бы к излишнему обобщению механизмов защиты и отсутствию четкого понимания реализации данных механизмов на практике. То, что актуально для инвесторов по договору инвестиционного товарищества, может быть нерелевантным для инвестиционных фондов (в узком смысле), и наоборот. Данная особенность закрепляется и законодательно в абз. 3 ст. 1 Закона об инвестиционных фондах, согласно которому Закон не действует в отношении иных фондов, не отвечающих признакам АИФ или ПИФ.

---

<sup>32</sup> Ст. 60.1 Закона об инвестиционных фондах

## § 2. Многозначность понятия «инвестор»

Определение правовой сущности необходимо не только в отношении понятия «инвестиционный фонд», но и в отношении термина «инвестор». Определение данного термина необходимо, чтобы понять, какими правами по отношению к менеджменту фонда и другим инвесторам обладает отдельный инвестор.

В науке выработано большое количество точек зрения на определение термина «инвестор»<sup>33</sup>, но в наиболее общих чертах инвестор — это лицо, передающее имущество или имущественные права в управление другого лица с целью дальнейшей получения прибыли.

Инвестиционной деятельностью занимается государство, пенсионные фонды и другие субъекты рыночной экономики. Однако в настоящей работе будут рассмотрены именно инвесторы по смыслу Закона об инвестиционных фондах.

Стоит уточнить, что в самом Законе об инвестиционных фондах не употребляется термин «инвестор», вместо него законодатель использует словосочетание «владелец инвестиционных паев», «учредитель доверительного управления» или «акционер АИФ». Тем не менее для удобства в настоящей работе все указанные лица будут рассматриваться именно как инвесторы.

Все инвестиционные паи удостоверяют одинаковые права за исключением случаев, установленных законом<sup>34</sup>. С одной стороны, данное положение позволяет создать равенство инвесторов (в том числе в области защиты их прав). С другой стороны, это фактически блокирует возможность заключения side letter — дополнительных соглашений с инвесторами, желающими стать владельцами паев на особых условиях. Данная практика распространена в иностранном праве

---

<sup>33</sup> См., к прим.: Майфат А.В. Инвестор: понятие, статус, деятельность // Современное право, 2005, №10, С. 7–8, Молотников А. Е. Указ. соч. С. 340–341

<sup>34</sup> Абз. 8 п. 1 ст. 14 Закона об инвестиционных фондах

и позволяет создать больше гарантий для якорных инвесторов или лиц, с которыми у управляющих фондом сложились особые коммерческие отношения<sup>35</sup>.

Несмотря на то что ПИФ является разновидностью доверительного управления, Закон об инвестиционных фондах не предполагает возможность осуществления доверительного управления в интересах выгодоприобретателя (как это предусмотрено для общей модели доверительного управления<sup>36</sup>).

Исходя из определения<sup>37</sup>, инвестиционный фонд может находиться либо в собственности акционерного общества (АО), либо в собственности физических или юридических лиц. Учитывая, что акционерами в АО могут быть также физические и юридические лица, можно сделать вывод, что инвестор по Закону об инвестиционных фондах также может инвестировать как лично, так и посредством своей компании или объединившись с другими инвесторами.

Основным требованием, установленным Законом об инвестиционных фондах, является наличие в ряде случаев статуса квалифицированного инвестора. Обязательность наличия данного статуса может вытекать из актов Банка России, устава АИФ, а также правил доверительного управления ЗПИФ или интервальных инвестиционных фондов (ИПИФ)<sup>38</sup>. Например, только квалифицированным инвесторам доступны паи ПИФ, которые инвестируют в недвижимость или финансовые инструменты<sup>39</sup>. При этом стоит отметить, что сам по себе статус квалифицированного инвестора не делает стандарт

---

<sup>35</sup> *Elisabeth de Fontenay, Yaron Nili Side Letter Governance // Washington University Law Review, Forthcoming Duke Law School Public Law & Legal Theory Series No. 2022-28, P. 19 (URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4067905](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4067905)) (дата запроса: 14.04.2023)*

<sup>36</sup> П. 2 ст. 1012 Гражданский кодекс Российской Федерации 26 января 1996 года N 14-ФЗ (ч. 3) (далее — ГК РФ) // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>37</sup> Абз. 2 ст. 1 Закона об инвестиционных фондах

<sup>38</sup> Ст. 4.1, 14.1 Закона об инвестиционных фондах

<sup>39</sup> П. 1.1 Указания Банка России от 05.09.2016 N 4129-У (ред. от 21.03.2022) «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» (Зарегистрировано в Минюсте России 15.11.2016 N 44339) // Справочная система «КонсультантПлюс»

механизмов защиты инвесторов ниже, но обеспечивает доступ в фонды с высокорисковыми активами. Паи, принадлежащие квалифицированным инвесторам, в Законе об инвестиционных фондах называются «паями, ограниченными в обороте».<sup>40</sup>

Закон не указывает в качестве инвесторов публично-правовые образования, несмотря на популярный в России и за рубежом механизм государственного венчурного финансирования — суверенных инвестиционных фондов. Государство финансирует венчурные проекты посредством других механизмов, например, через Российский Фонд Прямых Инвестиций, поэтому отсутствует необходимость дополнительно вносить соответствующие положения в Закон об инвестиционных фондах. Несмотря на формальное равенство субъектов гражданского права, государство все равно сохраняет большой объем полномочий по отношению к другим участникам хозяйственного оборота. Следовательно, отсутствие возможности публичных образований быть пайщиками в инвестиционных фондах создает дополнительные гарантии для частных инвесторов.

Кроме того, инвесторами в ПИФ не могут быть учреждения, казенные и унитарные предприятия. Правоотношения в ПИФ вытекают из договора доверительного управления<sup>41</sup>, имущество учреждений и предприятий принадлежит им на основе оперативного управления или хозяйственного ведения соответственно, а согласно пункту 3 статьи 1013 Гражданского кодекса Российской Федерации (далее — ГК РФ) такое имущество не может быть передано в доверительное управление. Тем не менее унитарные предприятия с согласия собственника могут быть участниками других коммерческих организаций<sup>42</sup>, а, значит, могут и участвовать в АИФ, поскольку инвестиция в

---

<sup>40</sup> Абз. 2 п. 4.1 ст. 11 Закона об инвестиционных фондах

<sup>41</sup> Ст. 11 Закона об инвестиционных фондах

<sup>42</sup> Ч. 2 ст. 6 Федерального закона от 14.11.2002 N 161-ФЗ «О государственных и муниципальных унитарных предприятиях» // Справочная система «КонсультантПлюс»

АИФ осуществляется посредством приобретения акций<sup>43</sup>. В отношении учреждений и казенных предприятий такая возможность не предусмотрена<sup>44</sup> в ГК РФ.

Некоммерческие организации (НКО) все же могут быть владельцами инвестиционных паев. Согласно статье 15 Федерального закона «О порядке формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций» НКО могут формировать целевой капитал, передаваемый управляющей компании, в том числе за счет инвестиционных паев в фондах. Более того, в марте 2022 года в данный закон была внесена новелла, позволяющая НКО приобретать инвестиционные паи биржевых паевых инвестиционных фондов (БПИФ). Возможность приобретения НКО инвестиционных паев говорит об особой значимости защиты интересов прав инвесторов в целом, поскольку эндаумент-фонды создаются, например, при образовательных организациях или благотворительных фондах.

Инвесторами инвестиционных фондов могут выступать также Фонд пенсионного и социального страхования Российской Федерации (СФР)<sup>45</sup> и негосударственные пенсионные фонды<sup>46</sup>, причем разрешенные активы СФР ограничиваются ИПИФ, а негосударственные пенсионные фонды могут инвестировать в любые ПИФ.

Закон об инвестиционных фондах накладывает ограничения на лиц, которые могут иметь заинтересованность в деятельности инвестиционного фонда. В соответствии с Законом об инвестиционных фондах агент ПИФа не

---

<sup>43</sup> Ст. 4 Закона об инвестиционных фондах

<sup>44</sup> Ст. 296 ГК РФ

<sup>45</sup> П. 5 ч. 1 ст. 26 Федерального закона от 24.07.2002 N 111-ФЗ (ред. от 28.02.2023) «Об инвестировании средств для финансирования накопительной пенсии в Российской Федерации» // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>46</sup> П. 5 ч. 1 ст. 24.1 Федерального закона «О негосударственных пенсионных фондах» от 07.05.1998 N 75-ФЗ (последняя редакция) // Справочная система «КонсультантПлюс»

вправе приобретать паи ПИФа, агентом которого он является<sup>47</sup>, аналогичное требование предъявляется и к управляющей компании<sup>48</sup>.

Можно сделать вывод, что инвестор (по смыслу Закона об инвестиционных фондах) — физическое или юридическое лицо (в том числе некоммерческая организация или пенсионный фонд), являющееся владельцем инвестиционных паев или акционером АИФ. При этом инвесторами не могут выступать публично-правовые образования и лица, имеющие конфликт интересов в ходе процесса инвестирования.

### **§ 3. Общие положения о способах защиты прав в инвестиционных фондах**

Приведение конкретных механизмов защиты прав инвесторов невозможно без общего понимания института защиты субъективного права.

В теории права существуют два понятия: «защита права» и «охрана права». Защита права — это юридическая возможность управомоченного субъекта применять правоохранительные меры для восстановления права<sup>49</sup>. В то же время охрана права — это комплекс мер государственного характера, направленных на предупреждение и недопущение правонарушений<sup>50</sup>.

Приведу конкретные примеры. Размер собственных средств АИФ при получении лицензии на ведение деятельности должен соответствовать требованиям, установленным Банком России<sup>51</sup> — по состоянию на апрель 2023 года данная величина составляет 35 млн рублей<sup>52</sup>. Собственные средства (или собственный капитал) — это размер активов, не обремененных

---

<sup>47</sup> Абз. 1 п. 3 ст. 28 Закона об инвестиционных фондах

<sup>48</sup> П. 1 п. 3 ст. 40 Закона об инвестиционных фондах

<sup>49</sup> Алексеев С. С. Общая теория права в двух томах, том I, М., 1981, С. 94

<sup>50</sup> Предпринимательское право Российской Федерации: учебник / Отв. ред. Губин Е. П., Лахно П. Г., М., 2020, С. 937

<sup>51</sup> Ч. 1 ст. 3 Закона об инвестиционных фондах

<sup>52</sup> Приказ ФСФР РФ от 13.08.2009 N 09–32/пз-н «Об утверждении требований к размеру и порядку расчета собственных средств акционерного инвестиционного фонда» (Зарегистрировано в Минюсте РФ 14.12.2009 N 15577) //Справочная система «КонсультантПлюс»

обязательствами<sup>53</sup>, поэтому указанное требование налагает бóльшие обязанности в отношении АИФ по сравнению с простыми акционерными обществами, к которым установлено лишь требование о размере уставного капитала<sup>54</sup>. Данная норма позволяет *охранять* (а не *защищать*) права инвесторов, обеспечивая финансовую устойчивость АИФ и не допуская вывода активов инвесторов.

Примером механизма защиты прав инвесторов является возможность владельцев инвестиционных паев требовать возмещения убытков, возникших у инвесторов по вине УК при нарушении Закона об инвестиционных фондах или иного законодательства<sup>55</sup>. В данном случае инвесторы собственными действиями уменьшают негативные последствия правонарушения со стороны УК в отношении них, что говорит именно о защите права, но не об охране права.

Следует уточнить, что институт защиты права может быть рассмотрен как в материально-правовом, так и в процессуальном смыслах. Материально-правовое содержание данного института выражается посредством способов защиты права, закрепленных в статье 12 ГК РФ, при этом в процессуальном законодательстве защита права реализуется посредством права на обращение в суд или участия в процессе<sup>56</sup>. Право на защиту в материально-правовом смысле шире права на защиту в процессуальном смысле, поскольку включает в себя не только право на обращение в компетентный орган, но и самозащиту

---

<sup>53</sup> Концептуальные основы представления финансовых отчетов // Принят Советом по МСФО (1989), на территории Российской Федерации введён в действие с 9.06.2014 (доступен по ссылке: [https://minfin.gov.ru/ru/document/?id\\_4=125979-kontseptualnye\\_osnovy\\_predstavleniya\\_finansovykh\\_otchetov](https://minfin.gov.ru/ru/document/?id_4=125979-kontseptualnye_osnovy_predstavleniya_finansovykh_otchetov) (дата запроса: 15.04.2023))

<sup>54</sup> Вавулин Д.А. Комментарий к Федеральному закону «Об инвестиционных фондах» (постатейный), М., 2009, С. 472

<sup>55</sup> П. 1 ст. 16 Закона об инвестиционных фондах

<sup>56</sup> Курбатов А. Я. Предпринимательское право: проблемы теории и правоприменения: монография, М., 2022, С. 177

гражданского права<sup>57</sup>. В настоящей работе защита права будет рассматриваться именно с точки зрения материально-правовой составляющей.

Как подчеркнул Верховный суд РФ (далее — ВС РФ)<sup>58</sup>, управомоченному лицу предоставляется возможность выбора средства защиты, если это не запрещено законодательно. Несмотря на то что данное дело не связано с инвестиционными фондами, в судебной практике существуют споры<sup>59</sup>, где суды применили данный принцип и к правоотношениям, возникшим из Закона об инвестиционных фондах. Однако суд может признать способ защиты ненадлежащим — например, ВС РФ признал перевод прав и обязанностей ненадлежащим способом защиты при нарушениях, связанных с выдачей инвестиционных паев<sup>60</sup>.

Помимо выбора средства защиты в рамках перечисленных в статье 12 ГК РФ закон предусматривает возможность лица избрания иных способов защиты права, если это предусмотрено законом. На основе данного нормативного положения ученые (например, В. В. Витрянский<sup>61</sup>) выделяют общие (предусмотренные в статье 12 ГК РФ и применимые к любым субъективным правам) и специальные (закрепленные в иных законах и применимые к отдельным видам прав) способы защиты права. Однако, как пишет С. А. Краснова<sup>62</sup>, классификация такого рода не соответствует действительности. Данная точка зрения мне представляется обоснованной. Если возмещением убытков возможно восстановление в той или иной мере любого

---

<sup>57</sup> Грибанов В. П. Осуществление и защита гражданских прав, М., 2001, С. 63

<sup>58</sup> Определение Судебной коллегии по гражданским делам Верховного Суда Российской Федерации от 16.02.2021 N 4-КГ20-64-К1 // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>59</sup> См., к прим.: Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 04.10.2022 N 09АП-52115/2022-ГК по делу N А40-63935/2021 // Справочная система «КонсультантПлюс»; Постановление Арбитражного суда Волго-Вятского округа от 04.09.2015 N Ф01-3033/2015 по делу N А43-19982/2014 // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>60</sup> Определение Верховного Суда РФ от 10.09.2018 N 197-ПЭК18 по делу N А56-38212/2015 // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>61</sup> М. И. Брагинский, В.В. Витрянский Договорное право. Общие положения (книга 1), М., 2001, С. 629

<sup>62</sup> Краснова С. А. Теоретические основы классификации гражданско-правовых способов защиты // Российский юридический журнал, 2011, № 22 С. 172, 170–176

права, то, например, неприменения судом акта государственного органа возможно лишь тогда, когда право защищается посредством суда, при этом предметом спора является акт публичной власти. В. П. Грибанов связывает данную особенность способов защиты права с тем, что конкретный способ защиты является частью субъективного права<sup>63</sup>.

В силу особенностей конструирования моделей ПИФ и АИФ российское законодательство фактически предоставляет разные способы защиты прав инвесторов в них, как это будет описано далее. Несмотря на это, общемировым трендом в сфере инвестиционных фондов является унификация защитных механизмов. Например, И.И. Зикун, анализируя немецкий порядок участия инвесторов в процедуре банкротства управляющей компании, приходит к выводу<sup>64</sup>, что законодатель намеренно понижает уровень защиты инвесторов без корпоративных прав (аналог российских ПИФ) и повышает уровень защиты инвесторов, обладающими корпоративными правами (аналог АИФ).

Лицензируемый характер деятельности фондов влечет возможность обращения инвесторов в Банк России и иные регулирующие органы. Административно-правовые способы защиты прав инвесторов не являются предметом рассмотрения настоящей работы, однако стоит подчеркнуть, что для розничных инвесторов именно они являются основными<sup>65</sup>.

Кроме того, к отношениям, возникающим на основе Закона об инвестиционных фондах, не применяются положения Федерального закона N 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 5 марта 1999 года. Это связано с тем, что пай в инвестиционном фонде не является эмиссионной ценной бумагой<sup>66</sup>, а положения указанного закона

---

<sup>63</sup> Грибанов В. П. Указ. соч., С. 72

<sup>64</sup> Зикун И.И. Гражданско-правовой титул инвесторов на имущество инвестиционных фондов SICAV и SICAF // Вестник гражданского права, 2020, № 6, С. 272, 255–301

<sup>65</sup> Фридман А. И. Правовое регулирование инвестиционных фондов в России, США и Люксембурге: дис. канд. юр. наук., М., 2019, С. 12

<sup>66</sup> П. 2 ст. 14 Закона об инвестиционных фондах

применяются лишь к эмиссионным ценным бумагам<sup>67</sup>. Данная позиция нашла подтверждение и в практике ВС РФ<sup>68</sup>.

Российское инвестиционное право на сегодняшний не исходит из концепции защиты стейкхолдеров, которая уже применяется в праве Европейского союза в сфере инвестирования<sup>69</sup>. Согласно данной концепции необходимо не только защищать права инвесторов, но и интересы рынка в целом. Российское регулирование безусловно направлено на соблюдение баланса интересов всех субъектов экономики, однако прямой задачи по защите рынка в целом не предусмотрено.

Можно сделать вывод, что к отношениям, возникающим в сфере инвестиционных фондов, применимы положения теории права в части защиты права. Однако нельзя говорить, что права инвестора могут быть защищены любым из способов, перечисленных в статье 12 ГК РФ — многие из них являются специфичными и требуют особого способа защиты права. Кроме того, необходимо разграничивать правоотношения по защите прав инвесторов и правоотношения по охране прав инвесторов — от этого напрямую зависит возможность инвестора самостоятельно защищать свои права. Следует отметить, что механизмы защиты прав инвесторов также зависят от типа инвестиционного фонда<sup>70</sup> — открытые, интервальные, биржевые, закрытые ПИФ или АИФ. На основе данной особенности будет построена дальнейшая структура настоящей работы.

---

<sup>67</sup> П. 2 ст. 2 Федерального закона N 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 5 марта 1999 года // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>68</sup> Определение Верховного Суда РФ от 10.09.2018 N 197-ПЭК18 по делу N А56-38212/2015 // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>69</sup> Dirk A. Zetsche The Anatomy of European Investment Fund Law, Luxembourg, 2017, P. 34 (URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2951681](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2951681)) (дата запроса: 20.04. 2023)

<sup>70</sup> П. 6.1 ст. 11 Закона об инвестиционных фондах

## Глава 2. Способы защиты прав инвесторов

### § 1. Защита прав инвесторов ПИФ

Отличительной чертой правового положения инвесторов ПИФ является их невозможность влиять на формулирование договорных условий, в доктрине<sup>71</sup> и законодательстве данное явление называется неравенством переговорных возможностей. На момент учреждения инвестиционного фонда в форме ПИФ управляющая компания (а не инвесторы) определяет договорные условия. Инвесторы могут лишь присоединиться к уже сформулированному договору доверительного управления ПИФ<sup>72</sup>, при этом присоединение происходит в форме приобретения паев ПИФ. В юридической науке существует позиция<sup>73</sup>, согласно которой непосредственно заключение договора с управляющей компанией возможно только в отношении первого пайщика ПИФ.

Кроме того, на практике нередки случаи, когда инвесторы согласовывают условия будущей сделки в форме протокола о намерениях (*term sheet*), однако это применимо только к профессиональным инвесторам.

Модель ПИФ имеет построена по уникальной модели представительства, являющейся *sui generis* для российского права. О. Р. Зайцев называет данную особенность совмещением представительства и перехода права в доверительном управлении<sup>74</sup>. Управляющая компания действует от своего имени, но при этом в сделках обязана указывать наименование ПИФ и свой статус<sup>75</sup>, при этом инвесторы сохраняют право общей собственности на переданное имущество<sup>76</sup>.

---

<sup>71</sup> Перемена лиц в обязательстве и ответственность за нарушение обязательства: комментарий к статьям 330–333, 380–381, 382–406.1 Гражданского кодекса Российской Федерации / Отв. ред. А. Г. Карапетов, М., 2022, С. 1240

<sup>72</sup> П. 1 ст. 11 Закона об инвестиционных фондах

<sup>73</sup> Зайцев О. Р. Указ. соч., С. 126

<sup>74</sup> Зайцев О. Р. Указ. соч., С. 72

<sup>75</sup> П. 4 ст. 11 Закона об инвестиционных фондах

<sup>76</sup> Абз. 2 п. 2 ст. 11 Закона об инвестиционных фондах

Указанные особенности ведут к многообразию способов защиты права, которые будут описаны далее.

### **§ 1.1 Прекращение или изменение правоотношения**

Прекращение или изменение правоотношения в ПИФ как способ защиты права реализуется посредством требования инвестора о погашении инвестиционных паев<sup>77</sup>, продажи инвестиционных паев третьим лицам (например, продажи паев БПИФ на бирже<sup>78</sup>) или обмена паев. Реализация данных механизмов проистекает из общих положений ГК РФ о возможности одностороннего изменения обязательства или отказа от его исполнения в предпринимательских правоотношениях<sup>79</sup>.

Как правило, чем больше у инвесторов прав на управление фондом, тем сложнее погасить инвестиционный пай или продать его<sup>80</sup>.

Погашение, обмен и продажа инвестиционных паев являются выражением т. н. «правила Уолл-Стрит»: не нравится деятельность компании – продавай её акции<sup>81</sup>. Это позволяет инвестору досрочно прекратить правоотношения с управляющей компанией, которая не удовлетворяет его требованиям. Однако данные механизмы не всегда позволяют полностью защитить инвестора. Во-первых, рыночная стоимость инвестиционных паев может не соответствовать ожиданиям инвестора. Во-вторых, существуют юридические преграды для полноценной реализации указанных возможностей. Рассмотрим данные способы защиты права подробнее.

Важно подчеркнуть, что свободное обращение паев допустимо лишь после формирования ПИФ<sup>82</sup>, это ограничивает возможность выхода инвестора из

---

<sup>77</sup> п. 1 ст. 23 Закона об инвестиционных фондах

<sup>78</sup> Абз. 3 п. 1 ст. 14 Закона об инвестиционных фондах

<sup>79</sup> П. 2 ст. 310 ГК РФ

<sup>80</sup> Фридман А. И. Указ. соч., С. 132

<sup>81</sup> Степанов Д. И. Ответственность акционера перед акционером: возможна ли постановка такой проблемы? // Корпоративный юрист, 2008, № 11, С. 15, 8–23

<sup>82</sup> П. 5 ст. 14 Закона об инвестиционных фондах

фонда на стадии от присоединения к ПИФ до начала его коммерческой деятельности.

В сущности, Закон об инвестиционных фондах не создает каких-либо препятствий для инвестора при погашении инвестиционных паев. Основное требование — погашать инвестиционные паи в срок, который предусмотрен Законом для данного вида паев:

1. в любой рабочий день— для открытых ПИФ;
2. в срок, предусмотренный правилами доверительного управления — для БПИФ;
3. не реже раза в год в течение срока, предусмотренного правилами доверительного управления — для интервального ПИФ;
4. в срок, установленный правилами доверительного управления — для ЗПИФ (если это предусмотрено).<sup>83</sup>

Данное право не предусмотрено в отношении инвестиционных паев, ограниченных в обороте — инвестор, владеющие указанными паями вправе лишь требовать выдела имущества, которое пропорционально его доле в инвестиционном фонде<sup>84</sup>.

Правила доверительного управления ЗПИФ могут содержать условие об отсутствии права инвестора на досрочное прекращение доверительного управления кроме случаев, предусмотренных законом<sup>85</sup>

Интересен тот факт, что доверительное управление, являясь фидуциарной сделкой, может быть прекращено без указания мотивов учредителем доверительного управления<sup>86</sup>. Однако инвесторы в фонде не всегда могут досрочно прекратить правоотношения с управляющей компанией, как это описывалось выше. Законодатель, руководствуясь принципом *lex specialis derogat generali*<sup>87</sup>, таким образом создает баланс интересов пайщиков и

---

<sup>83</sup> Абз. 2–5 п. 1 ст. 14 Закона об инвестиционных фондах

<sup>84</sup> Абз. 6 п. 1 ст. 14 Закона об инвестиционных фондах

<sup>85</sup> Пп. 6 п. 4 ст. 14 Закона об инвестиционных фондах

<sup>86</sup> Абз. 5 п. 1 ст. 1024 ГК РФ

<sup>87</sup> Прим. специальный закон отменяет общий закон

управляющей компании, стараясь не допустить одномоментного досрочного прекращения фонда после погашения паев всеми пайщиками.

Помимо прочего, в ЗПИФ инвесторы вправе требовать досрочного погашения инвестиционных паев в случаях, если на общем собрании инвесторов ЗПИФ они голосовали против:

- (i). изменения правил доверительного управления;
- (ii). смены управляющей компании;
- (iii). продления срока, на который был заключен договор доверительного управления<sup>88</sup>.

Данное положение сближает регулирование ЗПИФ, который не является юридическим лицом, и хозяйственных обществ: например, общество с ограниченной ответственностью обязано выкупить долю в уставном капитале участника, который голосовал против совершения крупной сделки или увеличения уставного капитала<sup>89</sup>.

Управляющая компания также обязана погасить инвестиционный пай в том случае, если пай, предназначенные для квалифицированных инвесторов, были выданы неквалифицированному инвестору<sup>90</sup>. Это защищает неквалифицированных инвесторов от рисков, которые они не планировали брать на себя. Тем не менее ВС РФ поддержал позицию, выраженную нижестоящими судами, согласно которой последующая утрата инвестором статуса квалифицированного не влечет автоматического погашения паев<sup>91</sup>.

Законодательные положения, касающиеся погашения инвестиционных паев, конкретизируются в правила доверительного управления фондом<sup>92</sup>. Однако

---

<sup>88</sup> П. 13 ст. 18 Закона об инвестиционных фондах

<sup>89</sup> Абз. 2 п. 2 ст. 23 Федерального закона от 08.02.1998 N 14-ФЗ (ред. от 16.04.2022) «Об обществах с ограниченной ответственностью» // Справочная система «КонсультантПлюс» (далее — Закон об ООО)

<sup>90</sup> П. 3 ст. 14.1 Закона об инвестиционных фондах

<sup>91</sup> Определение Верховного Суда РФ от 03.07.2020 N 309-ЭС19-27143 по делу N А50-24740/2018 // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>92</sup> П. 12 ч. 1 ст. 17 Закона об инвестиционных фондах

на практике управляющие компании используют<sup>93</sup> положения Закона об инвестиционных фондах или утративших силу Типовых правил доверительного управления ЗПИФ<sup>94</sup> (если применимо), поэтому нетипичные условия встречаются редко. Закон также предусматривает возможность ограничить погашение инвестиционных паев в ИПИФ, паи которого ограничены в обороте<sup>95</sup> — данное ограничение направлено на соблюдение баланса интересов инвесторов и управляющей компании. В случае если инвесторы одновременно захотят погасить паи, то при условии их ограничения в обороте произойдет фактическое прекращение деятельности фонда из-за недостатка ликвидности. Напомним, что паи, ограниченные в обороте, предназначаются исключительно для квалифицированных инвесторов, что также обуславливает описанное выше ограничение.

Последствием погашения инвестиционного пая является выплата денежной компенсации<sup>96</sup>. Важно подчеркнуть, что инвесторам не гарантирована полная компенсация стоимости пая — в случае недостаточности средств фонда для компенсации управляющая компания *вправе* (а не обязана) использовать свои средства<sup>97</sup>. Это означает, что инвесторы не получают полную стоимость доли в случае недостаточности активов фонда и нежелания управляющей компании тратить собственные средства. На мой взгляд, логика данного положения в том, что инвесторы несут риск полной потери вложенных в фонд средств<sup>98</sup>, что

---

<sup>93</sup> См., к прим.: Правила доверительного управления Закрытым паевым инвестиционным фондом недвижимости «Активо Четырнадцать» (URL: [https://www.alfacapital.ru/attach/11/24/71/rules\\_amendments\\_001.pdf](https://www.alfacapital.ru/attach/11/24/71/rules_amendments_001.pdf), дата запроса: 20.04.2023) или Правила доверительного управления Закрытым паевым инвестиционным фондом недвижимости «ПНК - Рентал» (URL: [https://buythedip.ru/wp-content/uploads/2020/10/pnk\\_rules\\_amendments\\_009.pdf](https://buythedip.ru/wp-content/uploads/2020/10/pnk_rules_amendments_009.pdf), дата запроса: 20.04.2023); Правила доверительного управления Биржевым паевым инвестиционным фондом рыночных финансовых инструментов «ДОХОДЪ Глобальные акции низкой волатильности» (URL: <https://www.dohod.ru/assets/dist/upload/docs/rules-nv.pdf> (дата запроса: 25.04.2023)

<sup>94</sup> Типовые правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом (Утверждены Постановлением Правительства Российской Федерации от 25 июля 2002 г. N 564) // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>95</sup> П. 8 ст. 17.1 Закона об инвестиционных фондах

<sup>96</sup> Ст. 25 Закона об инвестиционных фондах

<sup>97</sup> П. 6 ст. 25 Закона об инвестиционных фондах

<sup>98</sup> П. 2 ст. 11 Закона об инвестиционных фондах

подтверждается позицией Высшего арбитражного суда РФ (далее — ВАС)<sup>99</sup>. В судебной практике встречаются дела, в которых стоимость чистых активов фонда снижалась до нуля рублей, и, как следствие, компенсация при погашении паев равнялась нулю рублей, при этом суд не считал данный размер компенсации неправомерным<sup>100</sup>.

Погашение может происходить не только в форме денежных средств, но и в натуральной форме — ценными бумагами. Данный механизм предусмотрен в рамках погашения паев в форме выдела доли инвестора и возможен в БПИФ или фондах, предназначенных для квалифицированных инвесторов<sup>101</sup>. Ограниченность применения данного механизма связана с тем, что стоимость ценных бумаг, составляющих имущество фонда, может значительно снизиться, тем самым инвестор получит неликвидный актив вместо денежных средств, внесенных им при присоединении к фонду.

Определение стоимости, выплачиваемой при погашении пая, является краеугольным камнем всей процедуры погашения. Большинство споров, связанных с погашением инвестиционных паев, связаны именно с неправильным определением стоимости пая при погашении<sup>102</sup>. По общему правилу, сумма, выплачиваемая инвестору при погашении, определяется исходя из расчетной стоимости пая<sup>103</sup>, однако для инвестиционных паев, ограниченных в обороте — данная сумма определяется на основе правил доверительного управления

---

<sup>99</sup> Определение ВАС РФ от 13.09.2010 N ВАС-8907/10 по делу N А40-106944/09–57–509 // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>100</sup> Постановление Арбитражного суда Московского округа от 27.05.2015 N Ф05-5531/2015 по делу N А40-83592/14 // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>101</sup> Ст. 25. 1 Закона об инвестиционных фондах

<sup>102</sup> См., к прим.: Определение Верховного Суда РФ от 01.03.2022 N 305-ЭС22-160 по делу N А40-173032/2012 // Справочная система «КонсультантПлюс»; Постановление Арбитражного суда Московского округа от 28.12.2021 N Ф05-10173/2013 по делу N А40-173032/2012 // Справочная система «КонсультантПлюс»; Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 27.09.2021 N 09АП-44008/2021-ГК, 09АП-45523/2021-ГК, 09АП-46981/2021-ГК по делу N А40-173032/2012 // Справочная система «КонсультантПлюс».

<sup>103</sup> Под расчетной стоимостью понимается результат деления чистых активов фонда на количество паев фонда. При этом чистые активы фонда определяются на основе нормативного акта Банка России — Указания Банка России от 25.08.2015 N 3758-У.

фондом.<sup>104</sup> Данная особенность создает возможность для управляющей компании ограничить право инвесторов на досрочное погашение, установив заведомо невыгодную сумму (например, процент от первоначальной стоимости пая). В случае выявления нарушений, связанных с погашением инвестиционных паев, специализированный депозитарий обязан направлять уведомление в Банк России<sup>105</sup>. Дополнительной гарантией прав инвестора является и то, что в Законе об инвестиционных фондах прямо указывается, что управляющая компания ПИФ несет ответственность за определение суммы, на которую погашается инвестиционный пай<sup>106</sup>.

Управляющая компания возмещает инвесторам убытки, возникшие вследствие неисполнения или ненадлежащего исполнения обязанности по погашению паев<sup>107</sup>. При этом согласно позиции ВАС<sup>108</sup> данные убытки следует взыскивать в форме реального ущерба, а не упущенной выгоды. Данная точка зрения представляется вполне обоснованной, поскольку инвестор, внося средства и приобретая инвестиционный пай, несет расходы, т. е. при невозврате пая возникает ущерб, а не отсутствие прибыли.

Погашение всех инвестиционных паев фонда влечет к прекращению ПИФ<sup>109</sup>. При этом в любом из случаев прекращения ПИФ инвесторы, подавшие заявки на погашение инвестиционных паев, являются кредиторами первой очереди<sup>110</sup>. Это создает дополнительную защиту инвесторов, намеренных прекратить правоотношения с управляющей компанией.

---

<sup>104</sup> П. 4–5 ст. 26 Закона об инвестиционных фондах

<sup>105</sup> Пп. 5–6 п. 2 ст. 56 Закона об инвестиционных фондах

<sup>106</sup> П. 1 ст. 16 Закона об инвестиционных фондах

<sup>107</sup> П. 4 ст. 48 Закона об инвестиционных фондах.

<sup>108</sup> Постановление Президиума ВАС РФ от 30.11.2010 N 8907/10 по делу N А40-106944/09–57–509 // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>109</sup> П. 1 ст. 30 Закона об инвестиционных фондах

<sup>110</sup> Абз. 1 п. 1 ст. 32 Закона об инвестиционных фондах

Тем не менее раздел имущества, составляющего инвестиционный фонд, и выдел из него доли не допускается<sup>111</sup>. По мнению С. А. Карелиной<sup>112</sup>, данная конструкция противоречит общим положениям ГК РФ в части доверительного управления имуществом. На мой взгляд, данная мера, ограничивая возможность защиты прав инвесторов, направлена на противодействие спонтанному выходу инвесторов из фонда.

Другим способом, позволяющим прекратить правоотношения между инвестором и фондом, является обмен инвестиционных паев. Исходя из оборотоспособности инвестиционных паев<sup>113</sup>, можно сделать вывод, что обмен паев допускается на основе договора мены с другим лицом, однако данная возможность может быть заблокирована на уровне закона или правил доверительного управления. Например, в иностранных инвестиционных фондах существует механизм т. н. “permitted transfer”<sup>114</sup>, согласно которому любые формы передачи прав инвестора без согласия управляющего допускаются лишь в отношении аффилированных с инвестором лиц.

Закон об инвестиционных фондах предусматривает дополнительный особый порядок обмена инвестиционных паев<sup>115</sup>, однако данный метод не разрешает вероятный конфликт между управляющей компанией и фондом, поскольку обмен возможен только:

- (i). в отношении ИПИФ и ОПИФ;
- (ii). на паи фонда, находящегося в доверительном управлении у той же управляющей компании;
- (iii). если это предусмотрено правилами доверительного управления.

---

<sup>111</sup> Абз. 2 п. 2 ст. 11 Закона об инвестиционных фондах

<sup>112</sup> Карелина С. А. Изменение правовой природы пая в целях обеспечения доступа к имуществу, составляющему паевой инвестиционный фонд // Вестник Московского университета. Серия 11. Право. 2016. №2. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/izmenenie-pravovoy-prirody-paya-v-tselyah-obespecheniya-dostupa-k-imuschestvu-sostavlyayuschemu-paevoy-investitsionnyu-fond> (дата обращения: 26.04.2023).

<sup>113</sup> Ч. 5 ст. 14 Закона об инвестиционных фондах

<sup>114</sup> Article 11 Articles of Association of Nucana Biomed Limited // The United States Securities and Exchange Commission, URL: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1709626/000119312517275710/d393013dex31.htm> (Дата запроса: 05.04.2023)

<sup>115</sup> Ст. 22 Закона об инвестиционных фондах

Как видно, реализовать данный способ защиты для инвестора может быть затруднительно или невыгодно для инвестора.

Продажа инвестиционных паев третьим лицам также возможна, если это не ограничено правилами доверительного управления. Особенностью продажи инвестиционных паев является их фактически свободное ценообразование, поскольку у инвестиционного пая отсутствует номинальная стоимость<sup>116</sup> и отсутствует законодательное требование о продаже по расчетной стоимости (в отличие от процедуры погашения паев). Как следствие, суды исходят из того, что определение справедливой стоимости пая невозможно в принципе<sup>117</sup>. В зарубежных инвестиционных фондах данная возможность, как правило, ограничивается, поскольку управляющая компания заинтересована в персональном составе инвесторов, готовых вносить дополнительные средства в фонд (в ходе т. н. capital calls).

А. Ю. Буркова указывает<sup>118</sup> на другую важную гарантию защиты прав инвесторов — отсутствие преимущественного права покупки при продаже инвестиционных паев третьим лицам. Действительно, Закон об инвестиционных фондах не устанавливает императивного требования о преимущественном праве покупки инвестиционных паев инвестора другими инвесторами при продаже. Преимущественное право действует лишь в отношении выдачи паев управляющей компанией<sup>119</sup>.

Дискуссионной остается возможность применения ряда общих положений о договоре присоединения к правоотношениям, возникающим в рамках ПИФ. Согласно положениям ГК РФ присоединившаяся сторона вправе потребовать расторжения или изменения договора, если договор создает чрезмерно обременительные условия по сравнению с типично рыночными, т. е. такими

---

<sup>116</sup> Ч. 3 ст. 14 Закона об инвестиционных фондах

<sup>117</sup> Постановление Семнадцатого арбитражного апелляционного суда от 27.01.2014 N 17АП-6044/2012-ГК по делу N А50-451/2012 // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>118</sup> Буркова А. Ю. Инвесторы паевых инвестиционных фондов: так ли они беззащитны? // Законодательство. 2005. N 2, (дата запроса: 24.04.2023)

<sup>119</sup> Пп. 6 п. 2 ст. 17 Закона об инвестиционных фондах

условиями, которые данная сторона не приняла бы, если бы участвовала в определении условий<sup>120</sup>. С одной стороны, данное положение не имеет исключений в отношении правил доверительным управлением ПИФ, с другой — изменение условий ПИФ в отношении одного пайщика невозможно. Как пишет О. Р. Зайцев, в случае предъявления иска по пункту 2 статьи 428 ГК РФ, в качестве соистцов пришлось бы привлекать всех пайщиков<sup>121</sup>. Данная проблема менее актуальна для пайщиков ОПИФ или ИПИФ — они и так имеют возможность погасить паи, однако в ЗПИФ данная возможность может быть существенно ограничена, поэтому теоретически пайщики могут заявить иск, сославшись на пункт 2 статьи 428 ГК РФ. Ответ на данный вопрос в судебной практике отсутствует.

Таким образом, погашение инвестиционного пая является надежным с процедурной точки зрения способом защиты прав инвесторов. Более того, возможность погашать инвестиционные паи в ОПИФ и ИПИФ обуславливает отсутствие общего собрания пайщиков — дополнительного механизма защиты, предусмотренного в ЗПИФ<sup>122</sup>. Однако существует риск, что инвесторы не смогут полноценно защитить свой интерес из-за недостаточной компенсации стоимости их доли. Обмен и продажа являются более экономически целесообразными методами защиты права инвесторов, однако практика показывает, что данные способы отчуждения паев могут быть ограничены правилами доверительного управления ПИФ.

## **§ 1.2 Возмещение убытков и выплата неустойки**

Несмотря на сложности в доказывании и определении размера убытков, убытки — это наиболее универсальный способ защиты в гражданском праве. Взыскание убытков возможно, в сущности, при любом нарушении права<sup>123</sup>.

---

<sup>120</sup> П. 2 ст. 428 ГК РФ

<sup>121</sup> Зайцев О. Р. Указ. соч., С. 380

<sup>122</sup> Зайцев О. Р. Указ. соч., С. 421

<sup>123</sup> Ковязина Н. М. Убытки как самая распространенная мера гражданско-правовой ответственности // Юрист, 2021, № 3, С. 59, 57–63

Инвестирование — деятельность, связанная априори с риском. Именно поэтому Закон об инвестиционных фондах перекладывает на инвесторов убытки, связанные с уменьшением стоимости активов фонда<sup>124</sup>. Исходя из буквального толкования нормы, можно сделать вывод<sup>125</sup>, что данная норма устраняет в принципе ответственность управляющей компании перед инвесторами, поскольку негативным последствием действий управляющей компании, как правило, будет являться именно снижение стоимости активов фонда и, как следствие, снижение стоимости паев в нем. Конституционный суд РФ в своем определении<sup>126</sup>, поясняя данное положение закона, с одной стороны исключает данное толкование, подчеркивая, что инвесторы несут риски неблагоприятной конъюнктуры рынка, но с другой стороны пишет о принятии инвесторами риска необеспечения должной осмотрительности при организации работы ПИФ как основания освобождения управляющей компании от ответственности. На мой взгляд, необеспечение должной осмотрительности как раз является фактором привлечения управляющей компании к ответственности на основе фидуциарных обязанностей, что будет описано далее.

Российское право не связывает размер убытков и возможность их возмещения с их предвидимостью. В иностранных правовых порядках встречается иной подход: как пишет А. И. Фридман<sup>127</sup>, законодательство об инвестиционных фондах Люксембурга исходит из того, что управляющая компания компенсирует только те убытки, которые были разумно предвидимы (при мошеннических действиях управляющего тем не менее компенсируются все убытки).

Доказывание причинной связи между действиями управляющей компании и снижением чистых активов бывает затруднительным для инвестора, поскольку

---

<sup>124</sup> Абз. 4 п. 2 ст. 11 Закона об инвестиционных фондах

<sup>125</sup> Габов А. В. Указ. соч., С. 700

<sup>126</sup> Определение Конституционного Суда РФ от 24.10.2013 N 1577-О // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>127</sup> Фридман А. И. Указ. соч., С. 139

суды указывают<sup>128</sup> на многочисленные факторы, которые могут вызвать снижение стоимости активов — например, состояние рынка.

Закон об инвестиционных фондах предусматривает возмещение убытков как способ защиты права в следующих случаях:

1. убытки, связанные с нарушениями оценки активов фонда оценщиком<sup>129</sup>;
2. убытки, связанные с нарушениями, допущенными лицом, ведущим реестр инвестиционных паев<sup>130</sup>:
  - а. из-за невозможности осуществлять права по инвестиционным паям;
  - б. из-за необоснованного отказа в открытии лицевого счета;
3. убытки, возникшие из-за ненадлежащего исполнения или неисполнения обязанностей управляющей компании при выдаче или погашении инвестиционных паев<sup>131</sup>.

Как видно, закон предусматривает широкий перечень субъектов ответственности, к которым инвестор вправе обратиться с требованием о возмещении убытков. Однако А. В. Габов указывает<sup>132</sup> на неполноту данного перечня: обратиться с требованием о взыскании убытков нельзя по отношению к номинальному держателю ценных бумаг, то есть депозитарию, который является посредником между инвестором и специальным депозитарием и тем самым упрощает их взаимодействие. Вполне вероятно, что законодатель исходил из общности интересов номинального держателя и инвестора, но данный подход представляется неверным, поскольку даже в семейном праве есть меры, позволяющие защитить интересы одного супруга против другого.

---

<sup>128</sup> Постановление ФАС Московского округа от 25.06.2013 по делу N А40-39780/12-87-409 // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>129</sup> П. 6 ст. 37 Закона об инвестиционных фондах

<sup>130</sup> П. 1 ст. 48 Закона об инвестиционных фондах

<sup>131</sup> П. 4 ст. 48 Закона об инвестиционных фонда

<sup>132</sup> Габов А. В. Указ. соч., С. 870

Большинство правонарушений в отношении инвесторов совершают именно управляющие компании, поскольку операционное взаимодействие в рамках фонда осуществляют именно они.

Какие требования предъявляют Закон об инвестиционных фондах и судебная практика к взысканию убытков с управляющей компании?

Во-первых, ответственность управляющей компании ограничена реальным ущербом, в нее не включается упущенная выгода инвесторов<sup>133</sup>. В отличие от Закона об инвестиционных фондах общие положения ГК РФ о доверительном управлении включают возможность взыскания упущенной выгоды<sup>134</sup>. С одной стороны, отсутствие возможности взыскивать упущенную выгоду с управляющей компании обусловлено перекладыванием риска снижения стоимости имущества фонда на самих инвесторов, о чем было сказано ранее. С другой стороны, несложно смоделировать ситуацию, при которой из-за неправомерных действий управляющей компании убытки у инвестора возникают в том числе в форме упущенной выгоды. Например, управляющая компания нарушила сроки обмена инвестиционных паев, из-за чего инвестор не смог вовремя приобрести паи, которые казались ему более привлекательными с коммерческой точки зрения. Для оценки их потенциальной доходности и связанных с ними рисков инвестор привлек консультантов и оплатил их услуги. Паи действительно подорожали, однако обмен был произведен позднее, чем этого требовали правила доверительного управления. Как следствие, инвестор недополучил прибыль. Налицо возникновение упущенной выгоды по вине управляющей компании: при ее расчете будет приниматься во внимание в том числе стоимость услуг консультантов<sup>135</sup>. Однако закон освобождает управляющую компанию от ответственности в таком случае. Вероятно,

---

<sup>133</sup> Ч. 1 ст. 16 Закона об инвестиционных фондах

<sup>134</sup> П. 1 ст. 1022 ГК РФ

<sup>135</sup> Абз. 4 п. 14 Постановления Пленума Верховного Суда РФ от 23.06.2015 N 25 // Справочная система «КонсультантПлюс»

законодатель исходил из положений американского Закона о консультантах по инвестициям (1940) (*Investment Advisers Act of 1940*)<sup>136</sup>, согласно которому взыскание убытков с инвестиционных управляющих в случае нарушения ими фидуциарных обязанностей допускается только в пределах реального ущерба<sup>137</sup>.

Во-вторых, спорным является обязательное наличие вины в действиях управляющей компании для взыскания убытков. Из общих положения об ответственности управляющей компании не ясно, является ли вина управляющей компании обязательным условием привлечения к ответственности. Указание на неопределимую силу можно обнаружить лишь в случае возмещения убытков, связанных с ненадлежащим исполнением обязанности по погашению паев<sup>138</sup>. О. Р. Зайцев для решения данной проблемы предлагает обратиться к общим положениям ГК РФ о доверительном управлении, однако и в данном случае возникают противоречия: согласно пункту 1 статьи 1022 ГК РФ управляющий несет ответственность, если не проявил должной заботливости (т. е. принцип вины), а в пункте 2 той же статьи уже указывается на безвиновную ответственность за исключением случаев непреодолимой силы. Даже если толковать пункт 1 статьи 1022 ГК РФ как частный случай ответственности (нарушение обязанности проявлять заботу), то в таком случае можно прийти к выводу, что управляющая компания несет ответственность без вины, так как является предпринимателем<sup>139</sup>. Например, европейское инвестиционное право не возлагает безвиновную ответственность

---

<sup>136</sup> Комиссия по ценным бумагам и биржам США с 2004 года обязывает управляющих фондами регистрироваться в качестве инвестиционных консультантов (подробнее: Troy A. Paredes On the Decision to Regulate Hedge Funds: The SEC's Regulatory Philosophy, Style, and Mission // Washington U. School of Law Working Paper No. 06-03-02, Washington, 2006, URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=893190](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=893190) (дата запроса: 15.04.2023)).

<sup>137</sup> S 36 Investment Advisers Act of 1940 // Официальный портал Комиссии по ценным бумагам и биржам США, URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1879/pdf/COMPS-1879.pdf> (дата запроса: 14.04.2023)

<sup>138</sup> Ч. 4 ст. 48 Закона об инвестиционных фондах

<sup>139</sup> П. 3 ст. 401 ГК РФ

на управляющих, но при этом депозитарии обязаны доказывать отсутствие вины по модели ответственности без вины (*strict liability*)<sup>140</sup>.

Особенностью привлечения управляющей ответственности к ответственности также является то, что взыскание убытков возможно не только в течение правоотношений, связанных с инвестированием, но и после него. Управляющая компания, прекращающая инвестиционный фонд, обязана реализовать его имущество в срок, нарушение данного правила предполагает возможность взыскания убытков инвесторами<sup>141</sup>.

Согласно судебной практике<sup>142</sup> сформулированы следующие условия ответственности управляющей компании на основе положений Закона об инвестиционных фондах:

1. нарушение закона или правил управления фондом;
2. причинение убытков инвесторам;
3. причинная связь между нарушением и убытками.

Суд также подтвердил доктринальную позицию о различиях приведенных в пунктах 1 и 2 статьи 1022 ГК РФ оснований привлечения к ответственности из-за отсутствия должной заботливости и иными основаниями привлечения к ответственности<sup>143</sup>.

Однако суды не всегда считают убытки надлежащим средством правовой защиты инвесторов. Например, ВС РФ признал<sup>144</sup>, что присуждение убытков

---

<sup>140</sup> *Dirk A. Zetsche Op. cit, P. 40*

<sup>141</sup> Постановление Арбитражного суда Западно-Сибирского округа от 31.01.2020 N Ф04-6936/2019 по делу N А45-36055/2018 // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>142</sup> Постановление Арбитражного суда Московского округа от 27.05.2015 N Ф05-5531/2015 по делу N А40-83592/14 // Справочная система «КонсультантПлюс»; Постановление Четырнадцатого арбитражного апелляционного суда от 27.04.2016 по делу N А66-8156/2015 // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>143</sup> Постановление Арбитражного суда Московского округа от 27.05.2015 N Ф05-5531/2015 по делу N А40-83592/14 // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>144</sup> Определение Верховного Суда РФ от 10.09.2018 N 197-ПЭК18 по делу N А56-38212/2015 // Справочная система «КонсультантПлюс»

инвестору не позволит восстановить его права как владельца инвестиционных паев фонда, поэтому в удовлетворении исковых требований ему было отказано.

Особенностью доверительного управления в целом<sup>145</sup> и деятельности управляющей компании в частности<sup>146</sup> является ее фидуциарный характер, налагающий на управляющих обязанности действовать в интересах инвесторов. За владельцами инвестиционных паев закрепляется право требовать должного управления инвестиционным фондом<sup>147</sup>. Аналогичные обязанности налагаются на специальный депозитарий<sup>148</sup>.

Фидуциарные обязанности возникают вследствие усмотрения управляющего при инвестировании<sup>149</sup> и заключаются в обязанности действовать

1. разумно (то есть рационально с точки зрения экономической целесообразности);
2. добросовестно (то есть предотвращая конфликт интересов).

Однако, как подчеркивает Д. И. Степанов в отношении ответственности директоров корпораций, на практике в России часто одна обязанность не отделяется от другой<sup>150</sup>. Впрочем, размытость средств правовой защиты характерна и для иностранных правопорядков: в частности, в США инвесторы выбирать: взыскивать убытки с управляющих фондами из-за нарушения фидуциарных обязанностей или из-за обмана (fraud)<sup>151</sup>.

---

<sup>145</sup> П. 1 ст. 1022 ГК РФ

<sup>146</sup> П. 1 ст. 39 Закона об инвестиционных фондах

<sup>147</sup> П. 1 ст. 14 Закона об инвестиционных фондах

<sup>148</sup> П. 1 ст. 45 Закона об инвестиционных фондах

<sup>149</sup> Махалин И. Н. Доктрина фидуциарных обязанностей: защитница доверия под маской английской шпионки // Вестник экономического правосудия Российской Федерации, 2020, № 1, С. 172, 152–200

<sup>150</sup> Степанов Д. И., Михальчук Ю. С. Ответственность директора перед корпорацией за причиненные ей убытки в судебной практике, М., 2018 С. 5

<sup>151</sup> *Donald C. Langevoort Private Litigation to Enforce Fiduciary Duties in Mutual Funds: Derivative Suits, Disinterested Directors and the Ideology of Investor Sovereignty* // ECGI - Law Working Paper No. 61/2006 URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=885970](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=885970) (дата запроса: 02.04.2023), Р. 5

В силу специфики деятельности инвестиционного фонда сложно выделить специальную обязанность действовать разумно, поскольку инвесторы, передавая полномочия по распоряжению своими средствами управляющей компании, предполагают наличие у нее компетентности по инвестированию. Это затрудняет возможность доказывания неразумного управления в инвестиционном фонде. Кроме того, суды при анализе данных споров ограничены правилом т. н. *business judgement rule*<sup>152</sup>, согласно которому суд оценивает правомерность действий, но не их коммерческую составляющую. Можно предположить, что под обязанностью действовать разумно законодатель рассматривал соблюдение управляющей компании обязанностей, предусмотренных статьей 39 Закона об инвестиционных фондах.

Обязанность действовать добросовестно более конкретизирована в Законе об инвестиционных фондах. На управляющую компанию наложена обязанность управлять конфликтом интересов и раскрывать его перед инвесторами, за нарушение данной обязанности прямо предусмотрена возможность взыскания инвесторами убытков с управляющей компании<sup>153</sup>.

Критериями, подтверждающими должную заботливость управляющей компанией, суды называют действие на обычных условиях рыночного оборота или в пределах разумного предпринимательского риска<sup>154</sup> — критерии, уже сформировавшиеся в спорах о привлечении директоров компаний к фидуциарной ответственности.

В судебной практике существует позиция<sup>155</sup>, согласно которой не проявление должной заботливости об интересах инвестора должен доказывать сам инвестор, что в целом также соответствует стандарту доказывания по спорам

---

<sup>152</sup> *Eric D. Roiter* Op. cit., P. 7

<sup>153</sup> П. 1.1. ст. 39 Закона об инвестиционных фондах

<sup>154</sup> Постановление ФАС Московского округа от 25.06.2013 по делу N А40-39780/12-87-409 // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>155</sup> Постановление Арбитражного суда Московского округа от 27.05.2015 N Ф05-5531/2015 по делу N А40-83592/14 // Справочная система «КонсультантПлюс»

о фидуциарных обязанностях. Однако доказывание может быть серьезно осложнено из-за размытости критериев добросовестности и разумности.

Неоднозначным является и требование действовать в интересах инвесторов<sup>156</sup>. Что такое интерес инвесторов? По справедливому замечанию О. Р. Зайцева<sup>157</sup>, под действиями в интересах пайщика можно понимать, например, достижения заявленных в инвестиционной декларации целей или простой прирост активов фонда. Сложности понимания термина «интерес инвестора» усиливает усмотрение судей при принятии решения о возмещении убытков.

Закон об инвестиционных фондах предусматривает гипотетическую возможность компенсации убытков физическим лицам, являющихся инвесторами, за счет федерального компенсационного фонда<sup>158</sup>. Взыскание возможно в случае правонарушений почти любых участников инвестиционных правоотношений — управляющих компаний, АИФ, специальных депозитариев, лиц, ведущих реестр. Компенсация предоставляется в том случае, если иные способы прямого возмещения убытков невозможны. Однако главной проблемой является то, что данный компенсационный фонд на сегодняшний день не учрежден<sup>159</sup>.

Закон об инвестиционных фондах не предусматривает законной неустойки, защищающей интересы инвесторов. Однако неустойка может быть установлена договором<sup>160</sup>. На практике данный метод встречается лишь в отношении защиты прав управляющей компании, но не инвесторов.

---

<sup>156</sup> Абз. 2 ст. 1 Закона об инвестиционных фондах

<sup>157</sup> Зайцев О. Р. Указ. соч., С. 318

<sup>158</sup> П. 2 ст. 63 Закона об инвестиционных фондах

<sup>159</sup> Рогалева М. А. Алгоритм квалификации гражданских дел (на примере защиты прав инвесторов в сфере рынка ценных бумаг, М., 2018, С. 46

<sup>160</sup> П. 1 ст. 330 ГК РФ

## § 1.4 Оспаривание сделок и решение собраний

Исходя из общих положений ГК РФ, инвестор или иное заинтересованное лицо (например, номинальный держатель) вправе оспаривать сделку, которая нарушает их права или охраняемый законом интерес<sup>161</sup>. Однако Закон об инвестиционных фондах прямо не предусматривает случаи оспоримости и ничтожности сделок. Единственным указанием закона является то, что признание лица квалифицированным инвестором из-за предоставления недостоверной информации не влечет недействительности сделки по приобретению паев для квалифицированных инвесторов<sup>162</sup>. Тем не менее отсутствие указание не означает отсутствие возможности, поскольку оспаривание сделки или решения собрания предусмотрено в качестве законного способа защиты права согласно ГК РФ.

Управляющая компания инвестиционным фондом осуществляет сделки с имуществом фонда от своего имени, но указывая о том, что действует в интересах инвесторов<sup>163</sup>.

Закон об инвестиционных фондах формулирует<sup>164</sup> случаи превышения полномочий управляющей компанией, в частности:

1. приобретение объектов инвестирования, противоречащих инвестиционной декларации или законодательству;
2. безвозмездное отчуждение активов инвестиционного фонда;
3. сделки с имуществом, которое не составляет активов инвестиционного фонда;
4. приобретение имущества, находящегося в залоге;
5. сделки репо, займы и кредитные договоры (кроме разрешенных случаев);

---

<sup>161</sup> П. 2 ст. 166 ГК РФ

<sup>162</sup> П. 6 ст. 14.1 Закона об инвестиционных фондах

<sup>163</sup> Ст. 11 Закона об инвестиционных фондах

<sup>164</sup> П. 1 ст. 40 Закона об инвестиционных фондах

6. приобретение имущества, находящегося в доверительном управлении у той же управляющей компании или в АИФ, находящемся под ее управлением;
7. приобретение ценных бумаг аффилированных с управляющей компанией или иными участниками процессами инвестирования;
8. приобретение акций АИФ, в котором управляющая компания является единоличным исполнительным органом;
9. распоряжение любыми активами (в том числе денежными средствами) инвестиционного фонда без согласия специализированного депозитария;
10. использование управляющей компанией имущества, составляющего инвестиционный фонд в целях обеспечения собственных обязательств.

Кроме того, ограничения на деятельность управляющей компании могут быть наложены правилами доверительного управления<sup>165</sup>. В литературе не сложилось единого представления о применимости данной нормы к деятельности инвестиционных фондов. Например, как пишет В. М. Волкова<sup>166</sup>, список ограничений управляющей компании является закрытым и не подлежит расширительному толкованию. Однако О. Р. Зайцев возражает<sup>167</sup> данной точке зрения, подчеркивая, что правила управления ПИФ могут содержать любые условия, прямо не запрещенные законом.

В судебной практике не существует единого подхода, является ли недействительной сделка, совершенная доверительным управляющим в нарушение своих полномочий. Согласно одной позиции<sup>168</sup> сделка в нарушение полномочий доверительным управляющим не является недействительной,

---

<sup>165</sup> П. 2 ст. 1012 ГК РФ, п. 1 ст. 1020 ГК РФ

<sup>166</sup> Волкова В. М. Закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости. Теория и практика: Учебно-методическое пособие. М., 2005, С. 10

<sup>167</sup> Зайцев О. Р. Указ. соч., С. 92

<sup>168</sup> Постановление ФАС Московского округа от 20.05.2005 N КГ-А40/3640-05 // Справочная система «КонсультантПлюс»; Постановление ФАС Московского округа от 15.12.2004, 07.12.2004 N КГ-А40/11508-04 // Справочная система «КонсультантПлюс»; Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 26.10.2004, 25.10.2004 по делу N 09АП-3582/04-ГК // Справочная система «КонсультантПлюс»

поскольку она считается совершенной от лица неуправомоченного лица, поэтому права и обязанности приобретает само неуправомоченное лицо, а не те, в интересах кого данная сделка совершалась<sup>169</sup>. Согласно другой позиции<sup>170</sup> сделки, совершенные доверительным управляющим в нарушение полномочий, являются оспоримыми по статье 174 ГК РФ.

Если же управляющая компания совершает сделку в нарушение приведенных выше ограничений, то обязательства по ним несет управляющая компания лично<sup>171</sup>. Например, в одном из дел<sup>172</sup> управляющая компания заключила договор о предоставлении кредитной линии с кредитной организацией, которая являлась инвестором того же ЗПИФ, нарушив ограничения Закона об инвестиционных фондах, поэтому обязательства по данной сделке были признаны собственными обязательствами управляющего.

Стоит учитывать, что в случае если контрагенты не знали о превышении управляющей компанией своих полномочий, то исполнение происходит за счет имущества, находящегося в доверительном управлении<sup>173</sup>. Фактически негативные последствия правонарушения управляющей компании перекладываются на инвесторов.

Более того, согласие специализированного депозитария не освобождает управляющую компанию от ответственности при совершении сделок, нарушающих законодательные положения<sup>174</sup>.

---

<sup>169</sup> П. 1 ст. 183 ГК РФ

<sup>170</sup> Постановление ФАС Московского округа от 05.08.2004 N КГ-А40/6587-04 // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>171</sup> П. 2 ст. 1022 ГК РФ

<sup>172</sup> Постановление Арбитражного суда Московского округа от 22.11.2018 N Ф05-19725/2018 по делу N А40-247889/2015 // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>173</sup> П. 2–3 ст. 1022 ГК РФ

<sup>174</sup> Постановление Арбитражного суда Центрального округа от 18.12.2018 N Ф10-5335/2018 по делу N А23-3420/2014 // Справочная система «КонсультантПлюс»

Помимо оспаривания сделок инвесторы ЗПИФ могут осуществлять оспаривание решений собраний — общего собрания инвесторов ЗПИФ. Оно уполномочено принимать решения по таким важным вопросам как, например, утверждение изменений в правила управления ЗПИФ, передаче прав управления другой управляющей компанией или даже прекращения ЗПИФ<sup>175</sup>.

ГК РФ устанавливает следующие основания оспаривания решений собраний<sup>176</sup>:

1. допущено существенное нарушение правил организации собрания, влияющее на волеизъявление участников собрания (для инвестиционных фондов порядок организации установлен Законом об инвестиционных фондах и Положением Банка России от 28.06.2022 N 796-П);
2. у лица, представляющего участника собрания, отсутствовали полномочия;
3. нарушение равенства участников собрания;
4. существенное нарушение при составлении протокола.

Правом на оспаривание, исходя из общих положений<sup>177</sup>, наделен инвестор, который (1) голосовал против решения собрания или не принимал участия в собрании; (2) голосовал за принятие решение, но его волеизъявление было нарушено.

Важно подчеркнуть, что инвесторы не могут оспаривать сделки «через уровень контроля», то есть, например, инвесторы ПИФ не могут оспаривать сделки юридического лица, доля которого принадлежит данному ПИФ. В частности, нельзя оспорить залог в отношении доли в уставном капитале,

---

<sup>175</sup> П. 9 ст. 151 Закона об инвестиционных фондах

<sup>176</sup> П. 1 ст. 184. 4 ГК РФ

<sup>177</sup> П. 3 ст. 184. 4 ГК РФ

входящей в состав имущества ПИФ<sup>178</sup>. Аналогичная позиция выражена А. А. Маковской<sup>179</sup> касательно иных корпоративных прав (в том числе права оспаривать сделки с заинтересованностью) юридического лица, доли которого входят в состав ПИФ: их оспаривание должно осуществляться не инвесторами, а управляющей компанией, поскольку та осуществляет все права, возникающие в связи с имуществом фонда.

## § 2. Защита прав инвесторов АИФ

Инвестирование согласно Закону об инвестиционных фондах может осуществляться не только через доверительное управление, имеющее обязательственную природу, но и через акционерные инвестиционные фонды, являющиеся корпорациями. При инвестировании через АИФ инвесторы становятся акционерами, при этом права на переданное имущество переходят АИФ. Как подчеркивает А. В. Белицкая<sup>180</sup>, в иностранных правовых порядках сложилась аналогичная ситуация: инвестиционные фонды образуются не только на основе договоров, но и посредством трастов и корпораций.

Из-за высокой регуляторной нагрузки (например, необходимости получать лицензию Банка России для деятельности самого фонда<sup>181</sup>) данная модель инвестиционного фонда почти не встречается на практике в России. Тем не менее стоит в общих чертах рассмотреть некоторые особенности защиты прав инвесторов АИФ.

---

<sup>178</sup> Определение Судебной коллегии по экономическим спорам Верховного Суда РФ от 21.05.2019 по делу N 305-ЭС18-20433, А40-46408/2016 // Справочная система «КонсультантПлюс»

<sup>179</sup> А. А. Маковская Правовое положение акционеров: права и обязанности, порядок осуществления // Двадцать пять лет российскому акционерному закону: проблемы, задачи, перспективы развития (отв. ред. Д. В. Ломакин), М., 2021, С. 144

<sup>180</sup> Белицкая А.В. Закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости: анализ их структурирования по законодательству РФ и зарубежных стран // Вестник Московского университета. Серия 11. Право. 2016. №2. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/zakrytye-paevye-investitsionnye-fondy-nedvizhimosti-analiz-ih-strukturirovaniya-po-zakonodatelstvu-rf-i-zarubezhnyh-stran> (дата обращения: 26.04.2023).

<sup>181</sup> Ст. 60.1 Закона об инвестиционных фондах

Часть способов защиты, описанных выше, могут быть использованы и инвесторами АИФ (например, взыскание убытков или оспаривание сделок). Однако к АИФ неприменим такой способ защиты права как погашение паев, поскольку в АИФ инвесторы приобретают акции, а не паи.

Перечислим те меры защиты, которые прямо не вытекают из Закона об инвестиционных фондах (они описывались ранее), но сформулированы в законодательстве об акционерных обществах.

Во-первых, интересы инвестора защищаются посредством возможности выкупа акций обществом по требованию акционера.<sup>182</sup> Она предусмотрена в тех случаях, когда акционер оказывается в меньшинстве при голосовании по каким-либо важным вопросам — например, одобрению крупной сделки или реорганизации общества. Данная мера позволяет предотвратить корпоративный конфликт, который может случиться вследствие того, что акционер (как правило, миноритарий) голосовал против определенного решения, не участвовал в голосовании или же данное решение может ограничить его права. Специфика данной меры в отношении АИФ заключается в том, что инвесторы АИФ вправе требовать выкупа акций также в случае принятия решения об изменении инвестиционной декларации<sup>183</sup>.

Во-вторых, превентивной мерой защиты является выкуп ценных бумаг при достижении определенной доли владения акциями мажоритарием.<sup>184</sup> Это позволяет акционерам уйти из компании, не поддержав тот факт, что новый мажоритарий будет способен оказывать влияние на деятельность общества, при этом данные акционеры смогут продать акции по цене не ниже рыночной средневзвешенной цены за последние шесть месяцев или по цене, предложенной независимым оценщиком.

---

<sup>182</sup> Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 31.07.2020) «Об акционерных обществах» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2021) ст. 75 // Справочная система «КонсультантПлюс» (далее — Закон об АО)

<sup>183</sup> Ст. 5 Закона об инвестиционных фондах

<sup>184</sup> ст. 84.2 Закона об АО

В случае уже начавшегося корпоративного конфликта между инвесторами (если помимо конфликта интересов присутствует нарушение положений устава или акционерного законодательства или иные действия, наносящие вред АИФ) участник имеет право требовать исключения другого участника из акционерного общества в судебном порядке с выплатой ему действительной стоимости его доли участия<sup>185</sup>. Как подчеркивает Т. С. Бойко,<sup>186</sup> данная мера не позволяет в полной мере разрешить корпоративный конфликт, поскольку предполагает исключение лишь в тех случаях, когда вред причинен акционерному обществу в целом, но не другому акционеру (хотя, как правило, одно не исключает другого).

Более того, инвесторы вправе оспаривать экстраординарные сделки, совершенные в нарушение требований законодательства. В частности, инвесторы, обладающие более 1 % акций АИФ, вправе оспаривать сделку с заинтересованностью, совершенную управляющей компанией АИФ. Важно отметить, что сама по себе заинтересованность не влечет недействительности сделки – необходимо доказать, что контрагент знал о заинтересованности, отсутствии надлежащей процедуры и при этом был причинен ущерб обществу<sup>187</sup>. В случае с крупными сделками способом защиты прав инвесторов является возможность подачи иска о признании сделки недействительной, поскольку не было получено необходимого согласия на ее совершение.<sup>188</sup> Важно подчеркнуть, что одного нарушения процедуры заключения крупной сделки здесь так же недостаточно — необходимо еще, чтобы контрагент знал или должен был знать о том, что согласие не было получено.<sup>189</sup> Это может серьезно затруднить оспаривание такой сделки.

---

<sup>185</sup> п.1 ст. 67 ГК РФ

<sup>186</sup> Бойко Т. С. Защита прав и интересов миноритарных участников непубличного общества в праве России, США и Великобритании, М., 2019 С. 113

<sup>187</sup> ст. 84 Закона об АО

<sup>188</sup> Ст. 173.1 ГК РФ

<sup>189</sup> пп.2 п. 6.1 ст.79 Закона об АО

Как и в обычных корпорациях инвесторы АИФ вправе требовать возмещения убытков, причиненных АИФ по вине управляющей компании<sup>190</sup>.

Можно сделать вывод, что защита прав инвесторов АИФ не является специфичной по сравнению с защитой прав акционеров в обычных акционерных обществах. Это связано с тем, что к АИФ применяются положения Федерального закона «Об акционерных обществах». Основной проблемой толкования норм об АИФ является то, что из-за небольшого числа АИФ в российской судебной практике отсутствуют какие-либо позиции по данной форме коллективного инвестирования. Как следствие, невозможно с достоверностью сказать, как применяется тот или иной механизм из законодательства об акционерных обществах в отсутствие практики правоприменения.

## **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Таким образом, несмотря на большое количество способов защиты прав, на практике возможности инвесторов ограничены.

Рассматривая убытки и оспаривание сделок как способы правовой защиты, можно сделать вывод, что для розничных инвесторов данные механизмы представляются менее реализуемыми. Указанные формы защиты права предполагают усложненный стандарт доказывания, это делает их доступным лишь для квалифицированных инвесторов, способных привлечь к защите своих прав юристов.

На мой взгляд, более универсальным способом защиты прав инвесторов является погашение или продажа инвестиционных паев. Тем не менее данный способ не всегда разрешен в соответствии с правилами управления инвестиционным фондом. Более того, он может привести к убыткам инвесторам,

---

<sup>190</sup> Ст. 53.1 ГК РФ

поскольку цена, выплачиваемая инвестору, не всегда соответствует его коммерческим ожиданиям.

Как следствие, инвестор ограничен в способах защиты своего права как в экономическом, так и в правовом смысле. Однако я считаю, что данная проблема в российском праве будет исправлена в будущем. Из-за санкционного давления происходит концентрация капитала в российской экономике и дружественных юрисдикциях, что неизбежно приведет к доработке и систематизации законодательства в данной области. Инвестиционное законодательство, появившееся в России в конце XX-го века, разрабатывалось в западных странах еще с XIX–XX вв.

Создание каких-либо иных способов защиты прав инвесторов в российском законодательстве мне представляется чрезмерным, поскольку нынешние механизмы (убытки, оспаривание сделок и т. д.) отработаны десятилетиями судебной практики.

### **Список использованной литературы**

1. Предпринимательское право Российской Федерации: учебник / Отв. ред. Губин Е. П., Лахно П. Г., М., 2020.
2. Корпоративное право: Учебный курс в 2-х т. / Отв. ред. И.С. Шиткина, М., 2017, Т. II.
3. Инвестиционное право. Учебно-практическое пособие / Отв. ред. Фархутдинов И. З., Трапезников В. А., М., 2006.
4. Гражданское право. Учебник в 2-х т. / Отв. ред. Е. А. Суханов., 2-е изд. М., 2019.
5. Перемена лиц в обязательстве и ответственность за нарушение обязательства: комментарий к статьям 330–333, 380–381, 382–406.1 Гражданского кодекса Российской Федерации / Отв. ред. А. Г. Карапетов, М., 2022.

6. Правовое положение акционеров: права и обязанности, порядок осуществления // Двадцать пять лет российскому акционерному закону: проблемы, задачи, перспективы развития (отв. ред. Д. В. Ломакин), М., 2021.
7. Алексеев С. С. Общая теория права в двух томах, том I, М., 1981.
8. Белицкая А.В. Инвестиционное право и политика (Глава 11) // Сборник «Предпринимательское право России: итоги, тенденции и пути развития: монография» (отв. ред. Е.П. Губин), М., 2019.
9. Молотников А. Е. Правовое регулирование рынка ценных бумаг: учебное пособие, М., 2013.
10. Харитонов Ю. С. Управление в гражданском праве: проблемы теории и практики, М., 2011.
11. Грибанов В. П. Осуществление и защита гражданских прав, М., 2001
12. М. И. Брагинский, В.В. Витрянский Договорное право. Общие положения (книга 1), М., 2001.
13. Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка, М., 2011.
14. Зайцев О. Р. Договор доверительного управления инвестиционным фондом, М., 2007.
15. Степанов Д. И., Михальчук Ю. С. Ответственность директора перед корпорацией за причиненные ей убытки в судебной практике, М., 2018.
16. Вавулин Д.А. Комментарий к Федеральному закону «Об инвестиционных фондах» (постатейный), М., 2009.
17. Курбатов А. Я. Предпринимательское право: проблемы теории и правоприменения: монография, М., 2022.
18. Майфат А.В. Инвестирование: способы, риски, субъекты: монография, М., 2020.
19. Бойко Т. С. Защита прав и интересов миноритарных участников непубличного общества в праве России, США и Великобритании, М., 2019.

20. Дж. Ст. Милль, Система логики силлогистической и индуктивной, 5-е изд., М., 2011.
21. Карелина С. А. Изменение правовой природы пая в целях обеспечения доступа к имуществу, составляющему паевой инвестиционный фонд // Вестник Московского университета. Серия 11. Право. 2016. № 2.
22. Степанов Д. И. Ответственность акционера перед акционером: возможна ли постановка такой проблемы? // Корпоративный юрист, 2008, № 11.
23. Зикун И.И. Гражданско-правовой титул инвесторов на имущество инвестиционных фондов SICAV и SICAF // Вестник гражданского права, 2020, № 6.
24. Ковязина Н. М. Убытки как самая распространенная мера гражданско-правовой ответственности // Юрист, 2021, № 3.
25. Мотовилов О. В. Корпоративное венчурное финансирование инновационных проектов // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. 2016. № 4.
26. Махалин И. Н. Доктрина фидуциарных обязанностей: защитница доверия под маской английской шпионки // Вестник экономического правосудия Российской Федерации, 2020, № 1.
27. Волкова В. М. Закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости. Теория и практика: Учебно-методическое пособие. М., 2005.
28. Рогалева М. А. Алгоритм квалификации гражданских дел (на примере защиты прав инвесторов в сфере рынка ценных бумаг, М., 2018.
29. Буркова А. Ю. Инвесторы паевых инвестиционных фондов: так ли они беззащитны? // Законодательство. 2005. № 2.
30. Майфат А.В. Инвестор: понятие, статус, деятельность // Современное право, 2005, №10.
31. Субботин Р. И. К вопросу о понятии «биржевой инвестиционный фонд» // «Предпринимательское право», 2022, № 3.

- 32.Краснова С. А. Теоретические основы классификации гражданско-правовых способов защиты // Российский юридический журнал, 2011, № 22.
- 33.Белицкая А.В. Закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости: анализ их структурирования по законодательству РФ и зарубежных стран // Вестник Московского университета. Серия 11. Право. 2016. № 2.
- 34.Фридман А. И. Правовое регулирование инвестиционных фондов в России, США и Люксембурге: дис. канд. юр. наук., М., 2019.
- 35.*Elisabeth de Fontenay, Yaron Nili* Side Letter Governance // Washington University Law Review, Forthcoming Duke Law School Public Law & Legal Theory Series No. 2022-28 (URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4067905](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4067905)).
- 36.*Eric D. Roiter* Disentangling Mutual Fund Governance from Corporate Governance // Forthcoming, Harvard Business Law Review, Vol. 5, Fall 2015, URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2568392](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2568392).
- 37.*Dirk A. Zetsche* The Anatomy of European Investment Fund Law, Luxembourg, 2017 (URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2951681](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2951681)).
- 38.Troy A. Paredes On the Decision to Regulate Hedge Funds: The SEC's Regulatory Philosophy, Style, and Mission // Washington U. School of Law Working Paper No. 06-03-02, Washington, 2006 (URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=893190](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=893190)).
- 39.*Donald C. Langevoort* Private Litigation to Enforce Fiduciary Duties in Mutual Funds: Derivative Suits, Disinterested Directors and the Ideology of Investor Sovereignty // ECGI - Law Working Paper No. 61/2006 URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=885970](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=885970).

#### **Список нормативных актов**

- 40.Гражданский кодекс РФ (часть первая) от 30.11.1994 № 51-ФЗ // Справочная система «КонсультантПлюс».

- 41.Гражданский кодекс РФ (часть вторая) от 26.01.1996 г. № 14-ФЗ // Справочная система «КонсультантПлюс».
- 42.Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 г. N 156-ФЗ // Справочная система «КонсультантПлюс».
- 43.Федеральный закон от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» // Справочная система «КонсультантПлюс».
- 44.Федеральный закон от 12.01.1996 г. № 7-ФЗ «О некоммерческих организациях» // Справочная система «КонсультантПлюс».
- 45.Федеральный закон от 08.02.1998 г. № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» // Справочная система «КонсультантПлюс».
- 46.Федеральный закон от 14.11.2002 г. № 161-ФЗ «О государственных и муниципальных унитарных предприятиях» // Справочная система «КонсультантПлюс».
- 47.Федеральный закон от 24.07.2002 г. N 111-ФЗ (ред. от 28.02.2023) «Об инвестировании средств для финансирования накопительной пенсии в Российской Федерации» // Справочная система «КонсультантПлюс».
- 48.Федеральный закон «О негосударственных пенсионных фондах» от 07.05.1998 г. N 75-ФЗ (последняя редакция) // Справочная система «КонсультантПлюс».
- 49.Федеральный закон от 28.11.2011 г. N 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе» // Справочная система «КонсультантПлюс».
- 50.Федеральный закон от 05.03.1999 г. N 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» // Справочная система «КонсультантПлюс».
- 51.Типовые правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом (Утверждены Постановлением Правительства Российской Федерации от 25 июля 2002 г. N 564) // Справочная система «КонсультантПлюс».

52. Указание Банка России от 05.09.2016 N 4129-У (ред. от 21.03.2022) «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» (Зарегистрировано в Минюсте России 15.11.2016 N 44339) // Справочная система «КонсультантПлюс».
53. Постановление Пленума Верховного Суда РФ от 23.06.2015 N 25 «О применении судами некоторых положений раздела I части первой Гражданского кодекса Российской Федерации» // Справочная система «КонсультантПлюс».
54. Приказ ФСФР РФ от 13.08.2009 N 09–32/пз-н «Об утверждении требований к размеру и порядку расчета собственных средств акционерного инвестиционного фонда» (Зарегистрировано в Минюсте РФ 14.12.2009 N 15577) // Справочная система «КонсультантПлюс».
55. Концептуальные основы представления финансовых отчетов // Принят Советом по МСФО (1989), на территории Российской Федерации введен в действие с 9.06.2014 (доступен по ссылке: [https://minfin.gov.ru/ru/document/?id\\_4=125979-kontseptualnye\\_osnovy\\_predstavleniya\\_finansovykh\\_otchetov](https://minfin.gov.ru/ru/document/?id_4=125979-kontseptualnye_osnovy_predstavleniya_finansovykh_otchetov)).
56. Investment Advisers Act of 1940 // Официальный портал Комиссии по ценным бумагам и биржам США, URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1879/pdf/COMPS-1879.pdf>.
57. Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities // Official Journal of the European Union, URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0065>.
58. Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010 // Official Journal of the European Union, URL: <https://eur->

### **Перечень материалов судебной практики**

59. Определение Конституционного Суда РФ от 24.10.2013 N 1577-О // Справочная система «КонсультантПлюс».
60. Определение Верховного Суда РФ от 10.09.2018 N 197-ПЭК18 по делу N А56-38212/2015 // Справочная система «КонсультантПлюс».
61. Определение Верховного Суда РФ от 03.07.2020 N 309-ЭС19-27143 по делу N А50-24740/2018 // Справочная система «КонсультантПлюс».
62. Определение Верховного Суда РФ от 01.03.2022 N 305-ЭС22-160 по делу N А40-173032/2012 // Справочная система «КонсультантПлюс».
63. Определение Судебной коллегии по гражданским делам Верховного Суда Российской Федерации от 16.02.2021 N 4-КГ20-64-К1 // Справочная система «КонсультантПлюс».
64. Определение Судебной коллегии по экономическим спорам Верховного Суда РФ от 21.05.2019 по делу N 305-ЭС18-20433, А40-46408/2016 // Справочная система «КонсультантПлюс».
65. Постановление Арбитражного суда Волго-Вятского округа от 04.09.2015 N Ф01-3033/2015 по делу N А43-19982/2014 // Справочная система «КонсультантПлюс».
66. Постановление ФАС Московского округа от 25.06.2013 по делу N А40-39780/12–87–409 // Справочная система «КонсультантПлюс».
67. Постановление Арбитражного суда Центрального округа от 18.12.2018 N Ф10-5335/2018 по делу N А23-3420/2014 // Справочная система «КонсультантПлюс».
68. Постановление Арбитражного суда Московского округа от 27.05.2015 N Ф05-5531/2015 по делу N А40-83592/14 // Справочная система «КонсультантПлюс».

69. Постановление Арбитражного суда Западно-Сибирского округа от 31.01.2020 N Ф04-6936/2019 по делу N А45-36055/2018 // Справочная система «КонсультантПлюс».
70. Постановление Арбитражного суда Московского округа от 28.12.2021 N Ф05-10173/2013 по делу N А40-173032/2012 // Справочная система «КонсультантПлюс».
71. Постановление Арбитражного суда Московского округа от 22.11.2018 N Ф05-19725/2018 по делу N А40-247889/2015 // Справочная система «КонсультантПлюс».
72. Постановление ФАС Московского округа от 20.05.2005 N КГ-А40/3640-05 // Справочная система «КонсультантПлюс».
73. Постановление ФАС Московского округа от 15.12.2004, 07.12.2004 N КГ-А40/11508-04 // Справочная система «КонсультантПлюс».
74. Постановление ФАС Московского округа от 05.08.2004 N КГ-А40/6587-04 // Справочная система «КонсультантПлюс».
75. Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 27.09.2021 N 09АП-44008/2021-ГК, 09АП-45523/2021-ГК, 09АП-46981/2021-ГК по делу N А40-173032/2012 // Справочная система «КонсультантПлюс».
76. Постановление Семнадцатого арбитражного апелляционного суда от 27.01.2014 N 17АП-6044/2012-ГК по делу N А50-451/2012 // Справочная система «КонсультантПлюс».
77. Постановление Четырнадцатого арбитражного апелляционного суда от 27.04.2016 по делу N А66-8156/2015 // Справочная система «КонсультантПлюс».
78. Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 26.10.2004, 25.10.2004 по делу N 09АП-3582/04-ГК // Справочная система «КонсультантПлюс».

79. Постановление Президиума ВАС РФ от 30.11.2010 N 8907/10 по делу N А40-106944/09-57-509 // Справочная система «КонсультантПлюс».
80. Определение ВАС РФ от 13.09.2010 N ВАС-8907/10 по делу N А40-106944/09-57-509 // Справочная система «КонсультантПлюс».
81. *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 298 - 99, 66 S. Ct. 1100, 1102 - 03, 90 L. Ed. 1244 (1946) (URL: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/>).

### **Перечень электронных ресурсов**

82. Активы россиян в Euroclear и Clearstream не разблокировали // Российская газета, URL: <https://rg.ru/2023/01/09/aktiv-i-nyne-tam.html>.
83. Что сейчас важно знать инвесторам FinEx ETF. Ответы на самые актуальные вопросы // Finex ETF, URL: [https://finex-etf.ru/university/news/cto\\_seychas\\_vazhno\\_znat\\_investoram\\_finex\\_etf\\_otvet\\_y\\_na\\_samy\\_e\\_aktualnye\\_voprosy/](https://finex-etf.ru/university/news/cto_seychas_vazhno_znat_investoram_finex_etf_otvet_y_na_samy_e_aktualnye_voprosy/).
84. Крупные сделки и снижение объемов инвестиций: тренды российского венчура // РБК, URL: <https://trends.rbc.ru/trends/innovation/63a45cbb9a79477f4d445f6b>.
85. Пенсионные фонды и коллективные инвестиции // официальный сайт Банка России, URL: <https://cbr.ru/RSCI/>.
86. Как ЗПИФы защищают бизнес от корпоративных конфликтов // Ведомости, URL: <https://www.vedomosti.ru/partner/articles/2021/12/23/902184-kak-zpifi-zaschischayut-biznes-ot-korporativnih-konfliktov>.
87. Пенсионные фонды и коллективные инвестиции // официальный сайт Банка России, URL: <https://cbr.ru/RSCI/>.
88. Бизнес направления ГК Ланит. Корпоративный венчурный фонд LANIT Ventures // Ланит, URL: <https://www.lanit.ru/about/departments/korporativnyy-venchurnyy-fond-lanit-ventures/>.

89. Как ЗПИФы защищают бизнес от корпоративных конфликтов // Ведомости, URL: <https://www.vedomosti.ru/partner/articles/2021/12/23/902184-kak-zpifi-zaschischayut-biznes-ot-korporativnih-konfliktov>.
90. Правила доверительного управления Закрытым паевым инвестиционным фондом недвижимости «Активо Четырнадцать» (URL: [https://www.alfacapital.ru/attach/11/24/71/rules\\_amendments\\_001.pdf](https://www.alfacapital.ru/attach/11/24/71/rules_amendments_001.pdf)).
91. Правила доверительного управления Закрытым паевым инвестиционным фондом недвижимости «ПНК - Рентал» (URL: [https://buythedip.ru/wp-content/uploads/2020/10/pnk\\_rules\\_amendments\\_009.pdf](https://buythedip.ru/wp-content/uploads/2020/10/pnk_rules_amendments_009.pdf)).
92. Правила доверительного управления Биржевым паевым инвестиционным фондом рыночных финансовых инструментов «ДОХОДЪ Глобальные акции низкой волатильности» (URL: <https://www.dohod.ru/assets/dist/upload/docs/rules-nv.pdf>).
93. Articles of Association of Nucana Biomed Limited // The United States Securities and Exchange Commission, URL: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1709626/000119312517275710/d393013dex31.htm>.