

# Путеводитель по регулированию хедж-фондов

14 января 2020 г.

Buzko Krasnov

[www.buzko.legal](http://www.buzko.legal)

# Юридическая информация

Настоящая презентация подготовлена сотрудниками Buzko Krasnov, под которым понимается учрежденное в Российской Федерации Адвокатское бюро Санкт-Петербурга «Бузько и партнеры» (далее – «бюро» или «мы»), исключительно в качестве общего руководства по интересующим вопросам и не является юридической консультацией (помощью). Вам не следует предпринимать действия, основываясь на представленной здесь информации без получения профессиональной консультации. Мы не гарантируем точность, полноту и исчерпывающий характер информации, содержащейся в этой презентации.

Бюро, его работники и адвокаты не несут ответственности, вне зависимости от ее оснований, за содержание презентации и любые последствия, прямо или косвенно связанные с ее использованием.

Мы сохраняем за собой право в любое время изменять и дополнять презентацию. Вместе с тем мы не принимаем на себя обязательств по актуализации или корректировке информации, содержащейся в презентации, а также по предоставлению любой дополнительной информации.

Информация, представленная в настоящей презентации, актуальна на дату, указанную на первой странице, и может измениться в результате поправок в законодательство или изменений в правоприменительной практике.

Презентация является охраняемым объектом авторского права. Любые действия, в том числе перепечатка, рассылка, копирование, переработка и иная передача допускается лишь при получении предварительного согласия бюро.

# Что такое хедж-фонд: признаки и историческая справка

## Признаки классического хедж-фонда

Не существует общепризнанного определения «хедж-фонда», равно как такого определения нет и в законодательстве. Вместе с тем для хедж-фондов характерны несколько признаков<sup>1</sup>:

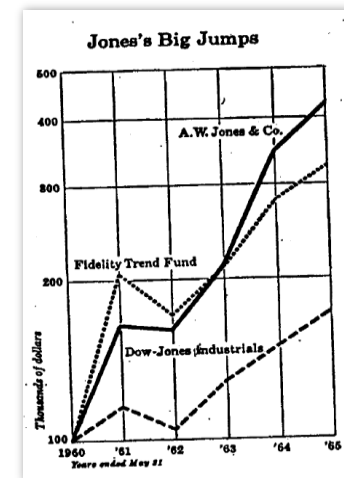
- Хедж-фонды обычно инвестируют свой капитал в финансовые инструменты, такие как ценные бумаги, торгуемые на биржах или внебиржевых рынках.
- Деятельность хедж-фондов обычно напрямую не регулируется финансовыми органами оншорных юрисдикций (SEC, FCA), так как хедж-фонды, как правило, учреждаются в офшорных юрисдикциях (Каймановы Острова, БВИ и т.д.).
- В отличие от взаимных фондов (*mutual funds*), хедж-фонды обладают большей гибкостью, инвестируют в более широкий перечень активов и традиционно считаются инструментами с высокой степенью риска.
- Инвестиции в хедж-фонд не могут предлагаться неопределенному кругу лиц и, как правило, доступны только квалифицированным инвесторам и состоятельным гражданам. Как правило, минимальная сумма инвестиций начинается от 100 тыс. долл. США.
- Хедж-фонды, как правило, активно используют кредитное плечо, то есть заемные средства, для улучшения своих финансовых результатов.
- Хедж-фонды взимают относительно высокую комиссию за управление активами (1-2%), а также берут высокий процент от полученных доходов (20-25%).

## Историческая справка

Принято считать, что первый хедж-фонд учредил выпускник Гарварда Альфред Уинслоу Джонс в 1949 году. Джонс стал первым использовать ограниченные партнерства (*limited partnerships*). Это позволило ему избежать применения законодательных ограничений, которые распространялись на взаимные фонды (*mutual funds*). Характерным признаком инвестиционной стратегии Джонса было также то, что он использовал внешнее заемное финансирование (*leverage*) для приобретения акций и при этом одновременно играл на понижение (*short*). (Сегодня такая стратегия больше известна как Long/Short – см. подробнее на Слайде 7.) Таким образом капитал его фонда был защищен (*hedged*) от негативных колебаний рынка. Отсюда появился термин хедж-фонд (*hedge fund*), который получил свое распространение в 1966 году после публикации статьи Карола Лумиса “The Jones Nobody Keeps Up With” в журнале Fortune<sup>2</sup>.

Джонс также стал одним из первых брать комиссию за результат (*performance fee*) в размере 20%, ссылаясь при этом на финикийских капитанов морских судов, которые оставляли себе 1/5 доходов от успешных морских вояжей<sup>3</sup>.

Успехи модели Джонса привели к появлению подражателей, и уже к концу 1960-х годов свои хедж-фонды учредили ныне известные филантропы Майкл Стейнхардт, Джордж Сорос и Рей Далио.



<sup>1</sup> The Law of Hedge Funds, 2<sup>nd</sup> Ed., 2018.

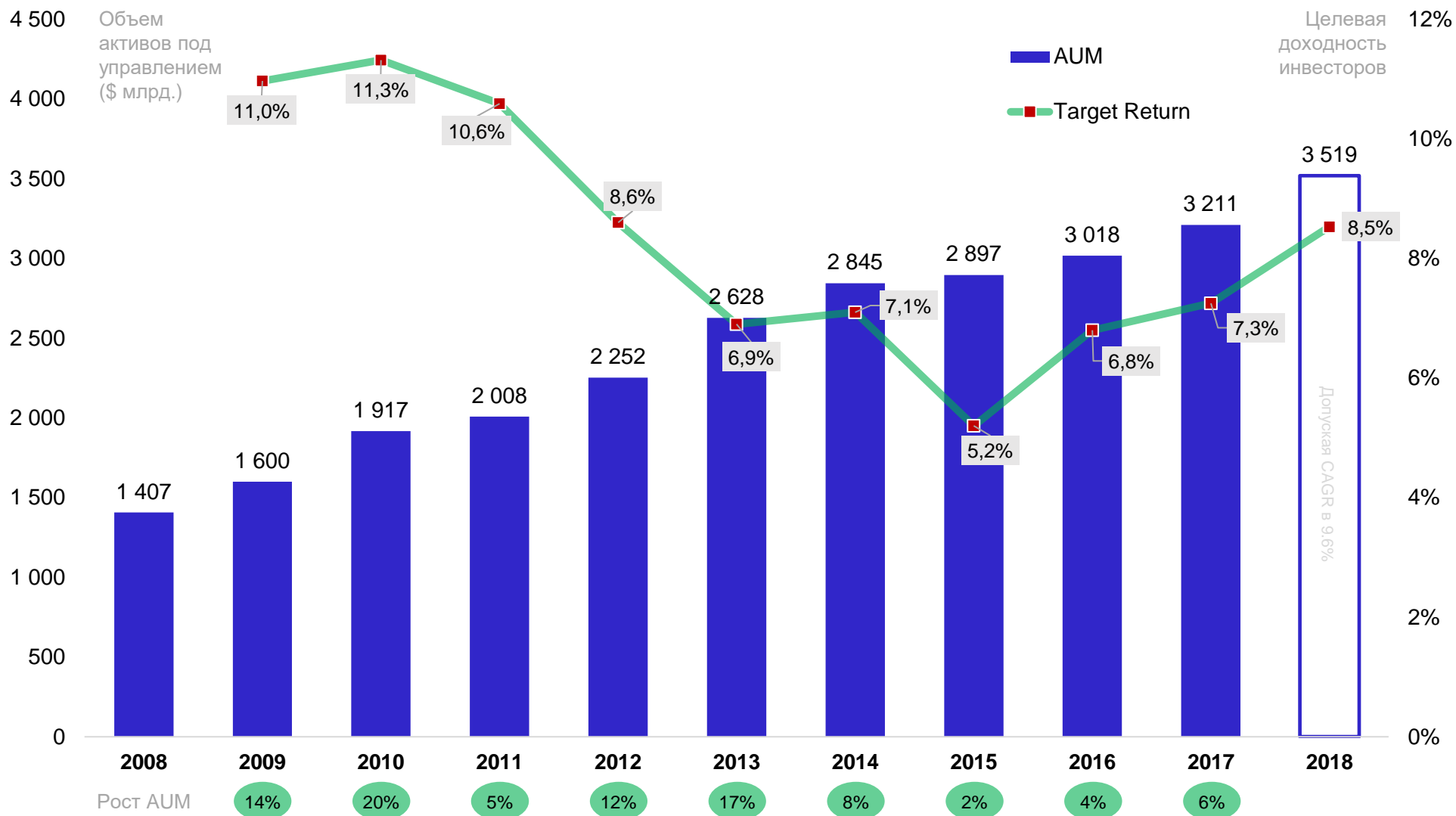
<sup>2</sup> C. Loomis, The Jones Nobody Keeps Up With, Fortune, April 1966, 237–247, [PDF].

<sup>3</sup> S. Mallaby, [Learning to Love Hedge Funds](#), The Wall Street Journal, June 2010.

# Хедж-фонд имеет принципиальные отличия от венчурного фонда

Условия	Хедж-фонд	Венчурный фонд
Срок фонда Term	Open-ended: срок существования фонда не ограничен.	Closed-end: срок «жизни» фонда составляет от 8 до 13 лет.
Формирование капитала Commitments	Инвесторы вносят средства непосредственно при вхождении в хедж-фонд.	Инвесторы делают “commitments”, то есть обещания предоставить капитал в будущем по требованию ( <i>capital call</i> ) управляющего.
Тип инвестиций Type of Investments	Как правило, это ликвидные инструменты публичных компаний (акции, бонды), индексы, биржевые товары ( <i>commodities</i> ) и другие аналогичные инструменты.	Как правило, это неликвидные инструменты – акции в частных компаниях ранних стадий в тех сегментах рынка, где фонд имеет экспертизу.
Новые инвесторы Admission	Новые инвесторы могут входить в фонд в любой момент.	Новые инвесторы привлекаются в начале срока жизни фонда.
Выход из фонда Redemptions	Инвесторы вправе погасить ( <i>redeem</i> ) свои акции и выйти из фонда практически в любой момент (как правило, требуется предварительное уведомление за несколько месяцев).	Инвесторы не вправе выходить из фонда до окончания срока «жизни» фонда. Отсюда неликвидный характер венчурных инвестиций.
Вознаграждение за управление Management Fee	Процент от стоимости чистых активов ( <i>net assets value</i> , NAV). NAV рассчитывается на постоянной основе ( <i>mark to market</i> ).	Процент от суммы средств под управление: либо от внесенных средств ( <i>contributions</i> ), либо от совокупных сумм, которые будут внесены ( <i>commitments</i> ).
Вознаграждение за результат Performance Fee	Вознаграждение за результат рассчитывается регулярно в процентах от прироста NAV. Выплачивается, как правило, раз в год.	Главный источник дохода фонда – это “carried interest”. Сначала инвесторы получают вложенные средства и определенный процент, далее оставшиеся средства распределяются между принципалами фонда и инвесторами, как правило, в пропорции 20/80.
Регулярность инвестиций Investments	Хедж-фонды инвестируют и ребалансируют свой портфель на регулярной основе.	Венчурные фонды инвестируют средства в течение первой половины срока жизни фонда и намного менее активно во второй половине.

# Объем активов под управлением (AUM) хедж-фондов демонстрировал рост с кризиса 2008 года, в то время как доходность изменялась по-разному



Источник: Credit Suisse Global Survey of Hedge Fund Investor Appetite and Activity, 2018.

# Типология инвестиционных стратегий хедж-фондов

Перечень не является исчерпывающим, представленные категории не являются взаимоисключающими

Категории	Ненаправленные стратегии (non-directional strategies)	Направленные стратегии (directional strategies)	Фонды фондов (fund of funds)
<b>Стратегии</b>  ▪ Субстратегии в качестве примеров	<b>Рыночно нейтральные (market neutral)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Рыночно нейтральные стратегии с акциями (equity market neutral)</li><li>▪ Арбитраж на статистических данных (statistical arbitrage)</li><li>▪ Арбитраж с инструментами с фиксированной доходностью (fixed income arbitrage)</li><li>▪ Ценные бумаги с ипотечным покрытием (mortgage-backed securities)</li><li>▪ Арбитраж на конвертируемых ценных бумагах (convertible arbitrage)</li></ul> <b>Ориентированные на события (event-driven)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ События (event-driven)</li><li>▪ Арбитраж риска (risk arbitrage)</li><li>▪ Проблемные активы (distressed securities)</li><li>▪ Особые ситуации (special situations)</li><li>▪ Частные инвестиции в публичные компании (PIPE/regulation D)</li><li>▪ Активисты (activist)</li></ul> <b>Арбитраж (arbitrage)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Relative value arbitrage</li><li>▪ Арбитраж с опционами (option arbitrage)</li><li>▪ Арбитраж с инструментами закрытых фондов (closed-end fund arbitrage)</li><li>▪ Арбитраж волатильности (volatility arbitrage)</li></ul> <b>Мульти-стратегии (multi-strategy arbitrage)</b>	<b>Длинные и короткие позиции с акциями (long/short equity)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Развитые рынки (developed markets)</li><li>▪ Развивающиеся рынки (emerging markets)</li><li>▪ Глобальные (global)</li></ul> <b>Секторальные (sector)</b> <b>Заемное финансирование (credit)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Высокодоходные облигации (high yield)</li></ul> <b>«Игра на понижение» (short-selling)</b> <b>Длинные позиции с кредитным плечом (long only, leveraged)</b> <b>Макро-стратегии (macro)</b> <b>Управление фьючерсами на товарно-сырьевых рынках (managed futures)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Операции на товарно-сырьевых рынках (commodity trading advisors, СТА)</li><li>▪ Фьючерсы на товары + др. инструменты (short-term traders)</li></ul>	<b>Диверсифицированные (diversified)</b> <b>Нишевые (niche)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Крипто-фонды (crypto)</li></ul>

Источник: The Complete Guide to Hedge Funds and Hedge Fund Strategies, D. Capocci, 2013.

# Спрос на различные торговые стратегии среди инвесторов в 2017/18 годах

Рейтинг	Стратегия	2018 — Net Demand	2017 — Net Demand	Изменение
1	Equity - Emerging Market	33%	18%	15%
2	Long/Short Equity - Fundamental	20%	9%	11%
3	Equity Market Neutral - Quantitative	19%	17%	2%
4	Equity Sector - Healthcare	18%	16%	2%
5	Equity Sector - Financials	17%	15%	2%
6	Long/Short Equity - General	15%	0%	15%
7	Fixed Income Arbitrage/Relative Value	15%	18%	3%
8	Equity Market Neutral - Fundamental	15%	11%	4%
9	Vol Arb	13%	13%	0%
10	Equity Sector - TMT	13%	10%	3%
11	Global Macro - Emerging Markets	13%	10%	3%
12	Event-Driven - General	12%	5%	7%
13	Global Macro - Systematic	11%	15%	4%
14	Long/Short Equity - Trading	10%	2%	8%
15	Global Macro - Discretionary	9%	26%	17%
16	Environment, Social and Governance (ESG)	8%	7%	1%
17	Equity Sector - Natural Resources	6%	7%	1%
18	Credit - Emerging Markets	6%	7%	1%
19	Event-Driven - Distressed	6%	9%	3%
20	Blockchain / Cryptocurrencies	6%	N/A	N/A
21	CTA/Managed Futures	6%	11%	5%
22	Commodity Strategies	6%	6%	0%
23	Event-Driven - Risk Arbitrage	5%	6%	1%
24	Long/Short Equity - Short-Biased	5%	1%	6%
25	Credit - ABS/Structured Credit	5%	5%	0%
26	Credit - Relative Value	5%	8%	3%
27	Multi-Strategy	4%	6%	2%
28	Equity Sector - Consumer / Retail	3%	2%	1%
29	Equity Sector - Utilities	2%	1%	1%
30	Equity Sector - Real Estate	2%	2%	0%
31	Event-Driven - Activist	1%	N/A	N/A
32	Credit - Multi-Strategy	1%	2%	1%
33	Convertible Bond Arbitrage	2%	5%	7%
34	Convertible Bond Long-Only	3%	0%	3%
35	Credit - Leveraged Loans/High Yield	7%	0%	7%

Источник: Credit Suisse Global Survey of Hedge Fund Investor Appetite and Activity, 2018.

# Классическая структура обособленного (*stand-alone*) хедж-фонда состоит из следующих элементов



- 1 Фонд.** Фонд или fund vehicle – это структура, которая объединяет инвесторов. Это может быть юридическое лицо или партнерство. Отношения инвесторов с фондом юридически структурированы именно на этом уровне в рамках Private Placement Memorandum (PPM) и др. документации (см. подробнее на Слайдах 15-17 о главных условиях инвестиционной документации. Чаще всего юридическое лицо фонда создается в офшорной юрисдикции в одной из трех организационно-правовых форм (см. Слайд 9). В большинстве юрисдикций деятельность по объединению средств третьих лиц для инвестиционного управления является регулируемой. Поэтому в зависимости от юрисдикции своего нахождения фонд, как правило, должен иметь специальное разрешение, соответствующее его типу. Подробнее о типах фондов в разных юрисдикциях см. Слайды 11-12. Фонд привлекает ряд подрядчиков – см. Слайд 14.
- 2 Инвесторы.** Инвесторами фонда, как правило, являются состоятельные физические лица, семейные офисы или институциональные инвесторы. Если фонд создан в форме партнерства, то инвесторов в таком фонде принято называть “limited partners” или “LPs”.
- 3 Управляющая компания.** Фондом (средствами инвесторов) управляет специальное юридическое лицо – управляющая компания (УК). Отношения между фондом и УК урегулированы в Investment Management Agreement (IMA). Наравне с инвесторами, УК также является акционером фонда, но имеет специальный класс акций.
- 4 Принципалы.** Принципами фонда являются лица, которые инициировали создание фонда и принимают участие в его управлении через УК. Их также иногда называют «спонсорами». Принципалы получают прибыль от управления фондом через распределение дивидендов УК.



# Сам фонд (fund vehicle), как правило, создается в одной из трех организационно-правовых форм

## Компания с ограниченной ответственностью

- Компания – наиболее распространенная организационно-правовая форма хедж-фондов на сегодня. В Делавэре эту роль выполняют LLC, на Кайманах – “exempted companies”.
- Поскольку капитал фондов не является стабильным (open-ended), выбранная юрисдикция должна позволять создание компаний с переменным уставным капиталом (variable share capital).
- Большинство хедж-фондов выпускают своим инвесторам акции (доли) без права голоса, которые могут быть погашены при определенных условиях (non-voting redeemable shares) с правом участия в прибыли фонда. Акции с правом голоса сохраняются за основателями фонда.
- Необходимость предоставления инвесторам прав голоса может быть обусловлена правилами листинга на бирже. Если фонд хочет получить доступ к листингу, он может пойти на предоставление определенных прав голоса.
- Прибыль компании не должна быть отдельным объектом налогообложения в выбранной юрисдикции.

## Партнерство с ограниченной ответственностью (LP)

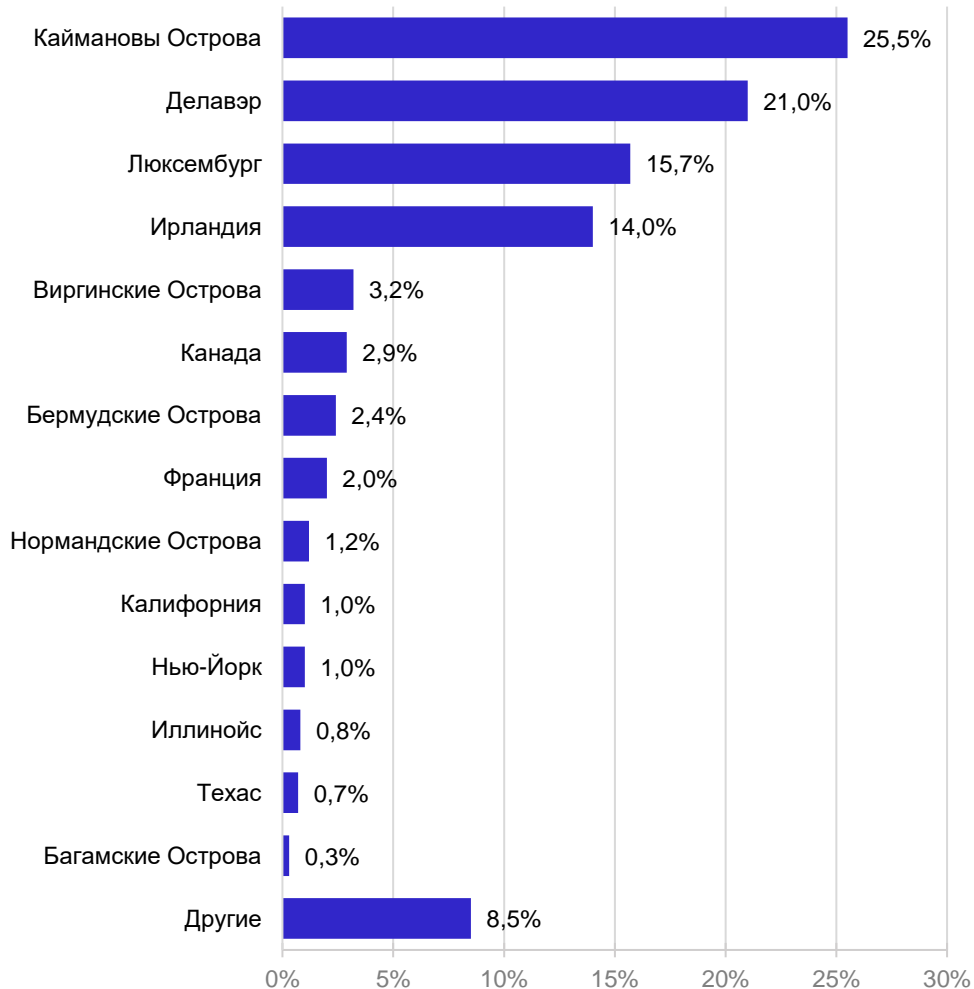
- Исторически партнерства были первой формой для структурирования хедж-фондов.
- В отличие от компаний, партнерства, как правило, не обладают корпоративной правосубъектностью.
- Членами партнерства являются один или несколько ограниченных (*limited*) партнеров и один полный или генеральный (*general*) партнер. Генеральный партнер отвечает по обязательствам партнерства всем своим имуществом, в то время как размер ответственности ограниченных партнеров не может превышать размера их вклада.
- Партнеры имеют фидуциарные обязанности по отношению к друг другу. Таких обязанностей нет у акционеров компаний по праву стран общей системы права.
- Партнерства являются прозрачными с точки зрения налогов структурами – согласно законам большинства государств партнеры платят налоги самостоятельно.

## Паевой траст (Unit Trust)

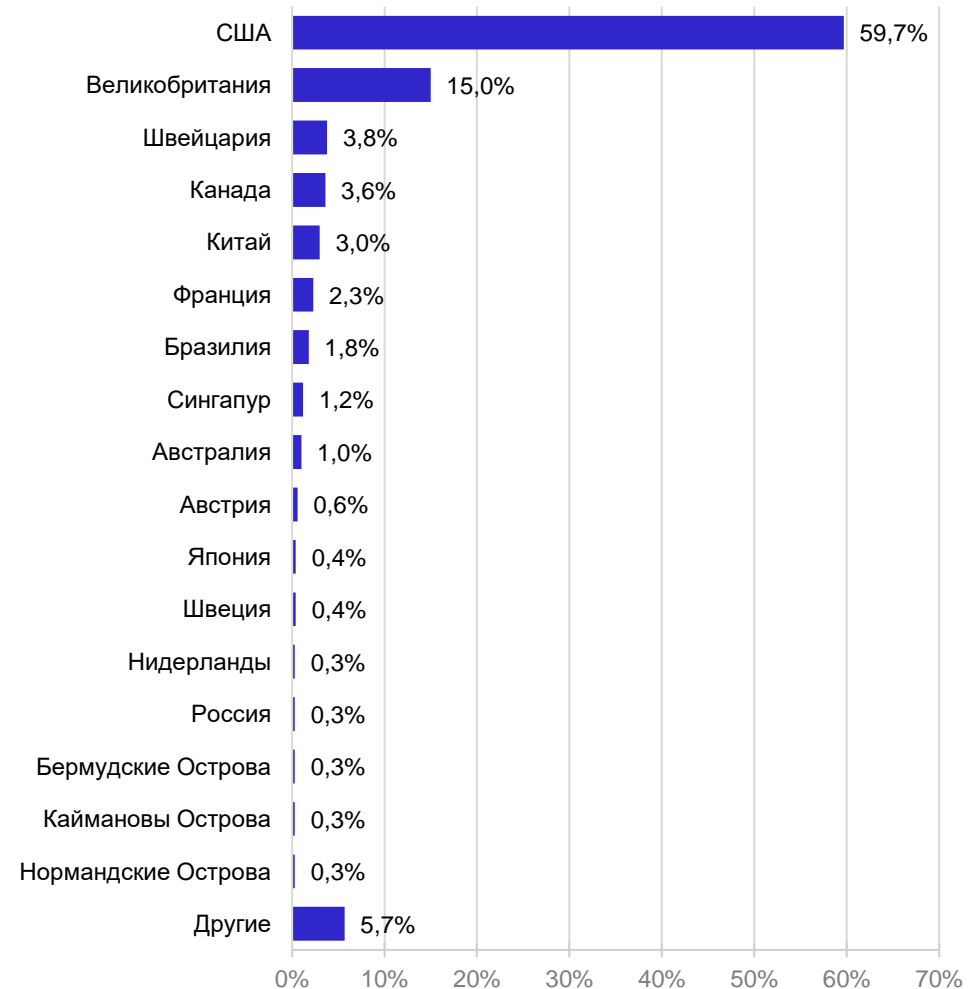
- Паевые трасты используются в качестве формы для учреждения хедж-фондов реже всего.
- Инвесторы траста передают свое имущество в управление доверительному управляющему (*trustee*) на основании декларации о трасте (*trust deed*), получая при этом статус бенефициаров траста.
- В качестве управляющего, как правило, выступает отдельный профессиональный субъект, не связанный с основателями фонда. Управляющий имеет фидуциарные обязанности по отношению к бенефициарам.
- Траст – менее гибкая форма, так как управляющий, как правило, не зависит от основателей фонда, а внесение изменений в декларацию требует получения согласия бенефициаров.
- Существует неопределенность относительно объема фидуциарных обязанностей инвестиционного менеджера к бенефициарам.
- Как и партнерства, трасты являются прозрачными налоговыми структурами в большинстве стран.

# Каймановы Острова являются самой популярной юрисдикцией для учреждения фондов, а США и Европа - для управляющих компаний



Основные юрисдикции, где юридически зарегистрированы хедж-фонды





Основные юрисдикции, из которых осуществляется управление хедж-фондами



Источник: Hedge funds: structure, strategies, and performance, H. Kent Baker and Greg Filbeck, 2017.

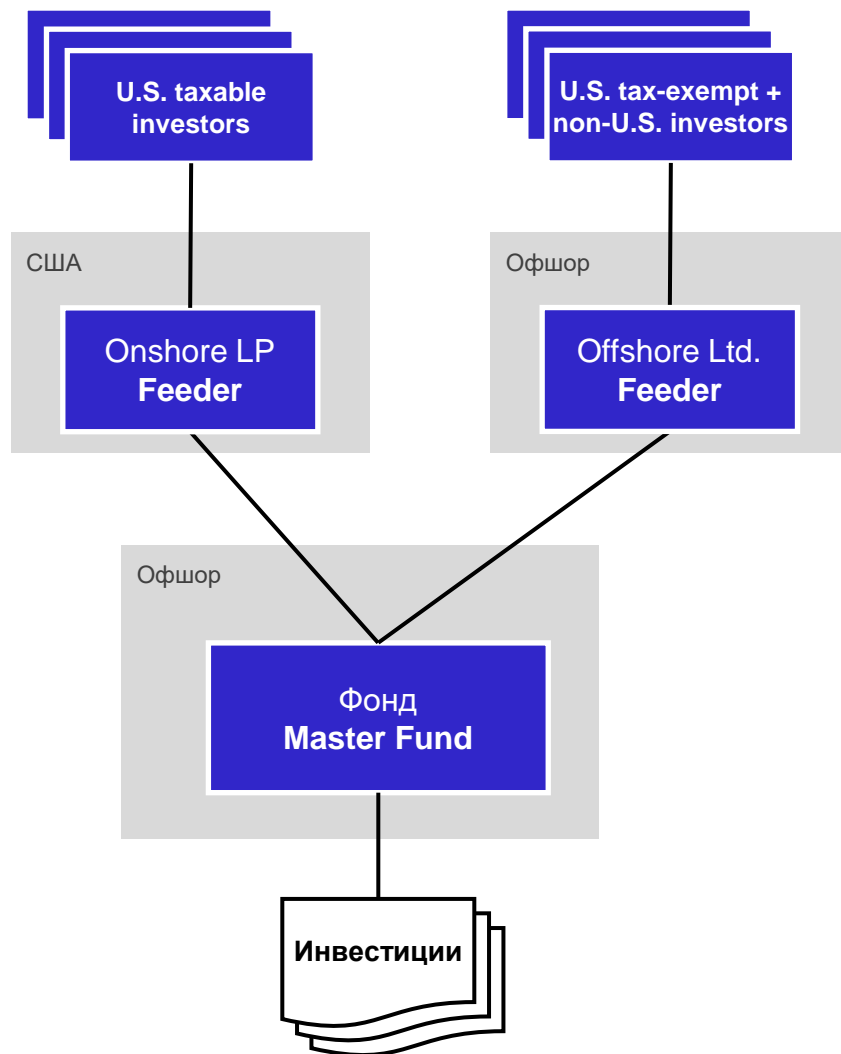
Юрисдикция	Тип фонда	Лицензия / регистрация	Инвесторы	AUM	Комментарий
 Каймановы Острова (CY)	Licensed fund	Необходима лицензия Cayman Islands Monetary Authority (CIMA).	Рядовые инвесторы, без ограничений.	Нет ограничений	—
	Administered fund	Нет, при условии, что администратор имеет лицензию CIMA и предоставляет самому фонду место ведения деятельности (principal office).	Рядовые инвесторы, без ограничений.	Нет ограничений	—
	Registered fund	Лицензия не нужна, но требуется регистрация в CIMA. Администратор фонда также должен быть лицензирован.	Профессиональные инвесторы или состоятельные граждане, так как минимальная сумма инвестиций составляет \$100 тыс.	Нет ограничений	97% фондов зарегистрированы в этой форме.
	Exempted / private fund	Лицензия и регистрация не требуются.	Не более 15 инвесторов, которые вправе большинством голосов назначить или лишить должности оператора фонда.	Нет ограничений	—
 Виргинские Острова (BVI)	Professional fund	Требуется регистрация в Financial Services Commission (FSC) и соблюдение Securities and Investment Business Act (SIBA).	Только профессиональные инвесторы, минимальная сумма инвестиций составляет \$100 тыс.	Нет ограничений	—
	Private fund	Аналогично – регистрация фонда в FSC, соблюдение SIBA.	Не более 50 инвесторов или размещение только на частной основе.	Нет ограничений	—
	Public fund	Регистрация фонда в FSC, соблюдение SIBA. Обязательно должен быть аудитор, администратор и кастодиан.	Не имеют критериев для инвесторов, но подвержены более высокому контролю со стороны государства.	Нет ограничений	—
	Recognised foreign fund	Аналогично – регистрация фонда в FSC, соблюдение SIBA.	В соответствии с правилами юрисдикции фонда.	Нет ограничений	Иностранные фонды, которые ведут маркетинг на BVI и которые были признаны FSC.
	Incubator fund	Не требуется назначение администратора, кастодиана или аудитора.	Не более 20 инвесторов с минимальным чеком для входа в размере \$20 тыс.	Не более \$20 млн. под управлением	Удобная форма для начинающих управляющих, через 2 года – реорганизация или прекращение деятельности.
	Approved fund	Не требуется назначение кастодиана, управляющей компании или аудитора, но необходим администратор.	Не более 20 инвесторов, нет минимальных критериев для входа.	Не более \$100 млн. под управлением	Удобная форма для «семейных» фондов. Срок существования не ограничен, в отличие от incubator funds.

Информация на этом слайде актуальна на 1 января 2018 года.

Юрисдикция	Тип фонда	Лицензия / регистрация	Инвесторы	AUM	Комментарий
 Джерси (Jersey)	Private fund	Регистрация в Jersey Financial Services Commission (JFSC), если фонд создан в соответствии с Control of Borrowing (Jersey) Order 1958.	Квалифицированные инвесторы или инвесторы, которые инвестируют не менее £250 тыс. – всего не более 50.	Нет ограничений	—
	Unregulated eligible investor fund	Не требуется регистрации фонда в JFSC	Квалифицированные инвесторы (сумма минимальной инвестиции \$1 млн. или др. условия), без ограничений по количеству.	Нет ограничений	—
	Regulated Jersey eligible investor fund (JEIFs)	Требуется регистрация фонда в JFSC	Квалифицированные инвесторы (мин. \$1 млн. или др. условия), без ограничений по количеству.	Нет ограничений	—
	Expert fund	Требуется регистрация в JFSC, УК должна быть одобрена JFSC, администратор и два директора – резиденты Джерси.	Квалифицированные инвесторы и состоятельные граждане (мин. \$100 тыс.), без ограничений по количеству.	Нет ограничений	—
	Listed fund	Регистрация в JFSC, администратор и два директора – резиденты Джерси, листинг на бирже.	Рядовые инвесторы, без ограничений	Нет ограничений	—
 Гернси (Guernsey)	Registered CIS	Регистрация фонда в Guernsey Financial Services Commission (GFSC), требуется администратор и, если фонд открытого типа, кастодиан.	Рядовые инвесторы, без ограничений	Нет ограничений	Регистрация фонда занимает 3 рабочих дня
	Private investment fund	Требуется регистрация фонда в GFSC, требуется администратор и УК.	Рядовые инвесторы – не более 50 (не более 30 новых инвесторов в год)	Нет ограничений	Регистрация фонда занимает 1 рабочий день
	Manager led product	Уведомительная регистрация в GFSC. Фонд не подчиняется правилам GFSC. УК подпадает под регулирование AIFMD. Требуется администратор и кастодиан.	Рядовые инвесторы, без ограничений	Более 100 млн. евро под управлением	Регистрация фонда занимает 1 рабочий день
	Authorised – Class B	Требуется регистрация фонда в GFSC. Требуется администратор и кастодиан.	Рядовые инвесторы, без ограничений	Нет ограничений	—
	Authorised – Class Q	Требуется регистрация фонда в GFSC. Требуется администратор и кастодиан.	Только квалифицированные инвесторы	Нет ограничений	—

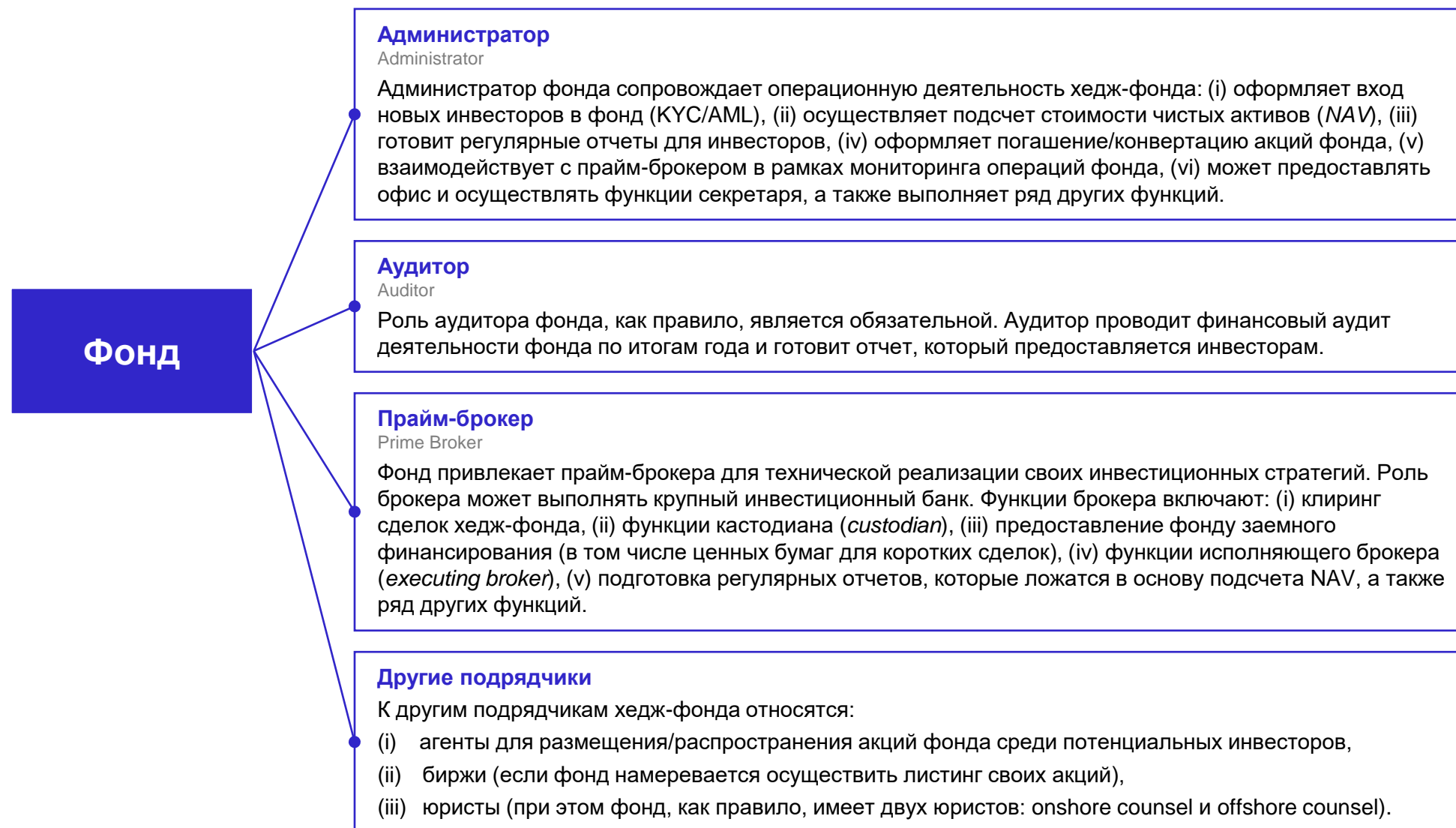
Информация на этом слайде актуальна на 1 января 2018 года.

## Master-feeder - структура, которая получила распространение, чтобы снизить негативные налоговые последствия для разных категорий инвесторов



- Для инвесторов, которые являются налоговыми резидентами США («американские инвесторы» или U.S. taxable investors), прямое владение акциями/долями в «пассивной иностранной инвестиционной компании» (*passive foreign investment company, PFIC*) может влечь существенные негативные налоговые последствия. Большинство хедж-фондов подпадают под определение PFIC. Чтобы избежать негативных налоговых последствий, создается отдельная структура (*feeder*) в форме ограниченного партнерства в США, которая принимает вклады от американских инвесторов и передает их (*feeds into*) в главный (*master*) фонд в офшоре. Отсюда название структуры – master-feeder fund.
- Для инвесторов, которые (i) освобождены от налогов в США (U.S. tax-exempt investors) или которые (ii) не являются американскими налоговыми резидентами (non-U.S. investors) остается более выгодным инвестировать в master-фонд через офшорный feeder-фонд.
  - Для U.S. tax-exempt investors выгоднее инвестировать через офшорную корпорацию, нежели через офшорное партнерство. Это обусловлено тем, что инвестиции через американское партнерство могут привести к обременительным налогам с доходов от неосновной деятельности (*unrelated business taxable income*).
  - К U.S. tax-exempt investors относятся такие важные категории инвесторов, как пенсионные фонды, фонды университетов (*endowments*) и благотворительные организации.
- Чтобы достичь такой налоговой оптимизации, фонды должны выбрать соответствующий налоговый подход путем подачи уведомления (*tax elections*) в Налоговое управление США.

# Фонд привлекает подрядчиков (service providers) для делегирования большинства функций, которые не связаны с инвестиционной деятельностью



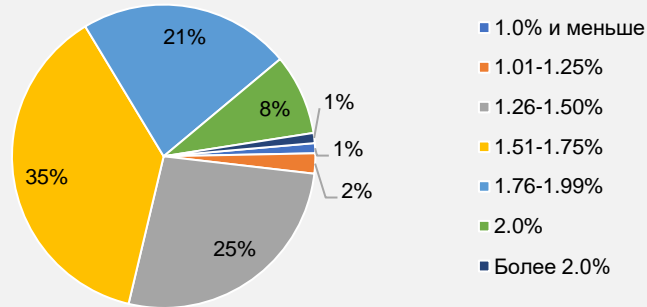
# Ключевые условия инвестиционной документации хедж-фонда 1/3

Условие	Подробнее
---------	-----------

**Management Fee**  
Вознаграждение за управление

Вознаграждение за управление (ВЗУ) активами призвано покрывать операционные расходы фонда (аренда, заработная плата сотрудников, расходы на торговые операции и т.д.). ВЗУ рассчитывается как процент от активов под управлением (*assets under management, AUM*). Исторически ВЗУ составляло 2% от AUM.

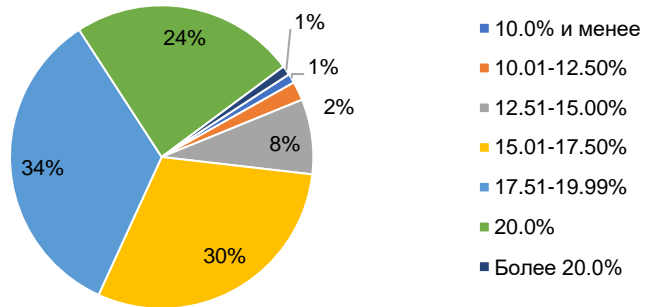
Какой средний размер ВЗУ у хедж-фондов, в которые вы инвестировали?



**Performance Fee**  
Вознаграждение за результат

Вознаграждение за результат (ВЗР) является главным источником прибыли спонсоров хедж-фонда. ВЗР выплачивается, как правило, раз в год и исторически составляет 20% от стоимости прироста активов. В последнее время в индустрии наблюдается отклонение от традиционной модели 2/20 в сторону понижения размера вознаграждения управляющих.

Какой средний размер ВЗР у хедж-фондов, в которые вы инвестировали?



Средний размер вознаграждения в динамике

	2014	2015	2016
Management Fee, %	1.69	1.65	1.63
Performance Fee, %	18.21	18.03	17.85

Источник: 2016 Alternative Investment Survey, Deutsche Bank.

## Ключевые условия инвестиционной документации хедж-фонда 2/3

Условие	Подробнее
<b>High-Water Mark</b> Оговорка о выплате ВЗР при превышении максимальной стоимости активов	Положения о выплате вознаграждений, как правило, включают в себя оговорку о выплате ВЗР только при превышении максимальной исторической стоимости активов. Например, допустим, инвестор вошел в фонд по стоимости \$100 за акцию. По окончании первого года стоимость чистых активов (СЧА) из расчета на одну акцию составила \$80 – ВЗР не уплачивается. По окончании второго года СЧА выросла до \$120. ВЗР будет рассчитываться от прироста в размере \$20 (по сравнению с исторической стоимостью при входе в размере \$100), а не \$40.
<b>Equalization</b> Выравнивание	Положения о выравнивании предназначены для решения сложностей, которые могут возникнуть в связи с тем, что инвесторы входят в фонд (покупают его акции) по разной оценке СЧА, а ВЗР рассчитывается на основании единой для всех инвесторов СЧА на конец отчетного периода фонда. Для решения этой задачи используются различные подходы (Series of Shares and Consolidation Method, Simple Equalisation, Equalisation Factor / Depreciation Deposit Approach, Equalisation Adjustment Approach), подробнее с которыми можно ознакомиться <a href="#">здесь</a> .
<b>Subscription Fee</b> Комиссия за подписку на акции	Хедж-фонды обычно резервируют за собой право взимать с инвесторов комиссию за подписку на акции фонда в размере до 5%. На практике это делается редко. Однако такое право тем не менее предусматривается по традиции, поскольку такая комиссия имеет две практические цели. Во-первых, комиссия может быть важным инструментом для стимулирования лиц, которые привлекаются для продажи акций фонда. Например, частные финансовые консультанты могут требовать предоплату перед тем, как предложить акции фонда своим частным клиентам. Эта предоплата как раз учитывается из комиссии на подписку. Во-вторых, наложение комиссии – это способ избежать нежелательных инвесторов в капитале фонда, когда прямой отказ может быть неуместным.
<b>Redemption Fee</b> Комиссия за погашение акций (изъятие инвестиций)	Комиссия за погашение акций уплачивается при выходе инвестора из капитала фонда. Одна из причин налагать на инвесторов такую комиссию (в дополнение к ВЗУ и ВЗР) заключается в том, что фонд должен покрыть свои расходы по предоставлению ликвидности. Иначе такие расходы лягут на плечи других инвесторов. Такой аргумент работает лучше всего, когда портфель фонда является неликвидным. Такая комиссия также может служить стимулом для привлечения долгосрочных инвесторов, когда, например, комиссия снижается по мере пребывания инвестора акционером хедж-фонда.



## Ключевые условия инвестиционной документации хедж-фонда 3/3

Условие	Подробнее
<b>Lock-Up</b> Период ограничения на продажу акций	«Локап» – период времени, в течение которого инвесторы не могут выйти из капитала фонда. Это условие предназначено для того, чтобы исключить из числа акционеров фонда инвесторов с коротким горизонтом планирования ( <i>short-term investors</i> ). Институциональные инвесторы готовы согласиться на локап в обмен на снижение размера комиссий.
<b>Gate</b> Промежутки для входа/выхода	Положение, которое позволяет директорам фонда приостановить на определенный период возможность погашения акций хедж-фонда, когда совокупный размер запросов на погашение превышает определенную пропорцию от активов фонда. Этот защитный механизм призван избежать “набег на фонд” (по аналогии с “bank run”) в периоды высокой волатильности.
<b>Withholding on Redemption</b> Удержание при погашении	Положение, которое позволяет хедж-фонду удержать от 5 до 10% средств, причитающихся инвестору при выходе из фонда, в порядке обеспечения на случай внесения корректировок в СЧА по результатам аудита в конце отчетного периода.
<b>Suspension</b> Приостановление	Положение, которое дает право менеджеру фонда при определенных обстоятельствах приостановить расчет СЧА фонда и/или приостановить возможность погашения акций фонда.
<b>Side Pockets</b> «Запасные карманы»	Несмотря на то, что хедж-фонды традиционно инвестируют в относительно высоколиквидные активы (акции, облигации), становятся все более распространенными случаи, когда фонды инвестируют в неликвидные активы (недвижимость, PE/VC активы). Если активы с разным уровнем ликвидности оформлены на один класс акций, это приводит к повышению рисков ликвидности при выходе инвесторов из капитала фонда. Для снижения такого риска в документации предусматривается право менеджера хедж-фонда выпустить специальный класс акций для неликвидных активов. Акции этого класса будут иметь особые условия по погашению или вообще не предусматривать возможность погашения по требованию инвестора.

# Кратко о других юридических аспектах деятельности хедж-фондов

## Налогообложение хедж-фондов

Сам фонд (fund vehicle) не облагается налогами, так как либо (а) является прозрачной с налоговой точки зрения структурой (партнерство или LLC в США), либо (б) учрежден в юрисдикции, которая облагает деятельность фондов нулевыми налогами (BVI, Кайманы). При структурировании фонда принципиально важно учитывать налоговые последствия для ключевых инвесторов фонда – идеально, чтобы инвесторы не несли дополнительные налоговые издержки по сравнению с тем, если бы они инвестировали напрямую. Также важно учитывать класс активов, в которые фонд планирует инвестировать, чтобы учесть применение налоговых правил юрисдикций, где находятся эти активы (налог у источника при инвестировании в недвижимость, отчетность и др.).

## Маркетинг (фандрайзинг) фонда

Привлечение средств инвесторов в хедж-фонд осуществляется через предложение акций фонда. Акции фонда квалифицируются в качестве ценных бумаг непубличной компании. В большинстве юрисдикций предложение и размещение таких акций ограничено на законодательном уровне. Поэтому при осуществлении маркетинга фонда необходимо учитывать законодательство каждой юрисдикции, в которой осуществляется предложение акций фонда. Как правило, акции хедж-фонда не могут предлагаться непрофессиональным индивидуальным инвесторам (retail investors). Акции хедж-фонда размещаются чаще всего в рамках закрытой подписки (private placement) среди аккредитованных инвесторов. Подробнее о предложении акций хедж-фондов в США см. Слайд 19.

## Регулирование деятельности управляющей компании

При выборе юрисдикции для учреждения УК фонда нужно обращать внимание на требования местного законодательства. Во-первых, местное законодательство может содержать обязательные требования к деятельности инвестиционных консультантов. Например, УК, созданные в США, имеют определенные ограничения на инвестиции в крипто-активы. Во-вторых, необходимо учитывать правила о фактическом экономическом присутствии в выбранной юрисдикции. С введением в последние годы правил об *economic substance requirements* в офшорных юрисдикциях этот фактор имеет существенное значение. В-третьих, стоит учитывать налоговые последствия выбора юрисдикции для конечных бенефициаров – принципалов фонда.

## Применение местного законодательства

К непосредственной деятельности фонда по операциям с ценными бумагами и другими финансовыми инструментами применяется законодательство юрисдикций, на рынках (биржах) которых такие инструменты обращаются. В частности, это касается неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком. Это законодательство применяется вне зависимости от места его инкорпорации фонда и УК (экстерриториальное действие закона). Аналогичный принцип действует в области законодательства о противодействии коррупции (FCPA в США и UK Bribery Act в Великобритании).

# Предложение акций офшорного хедж-фонда инвесторам в США требует соблюдения американского законодательства

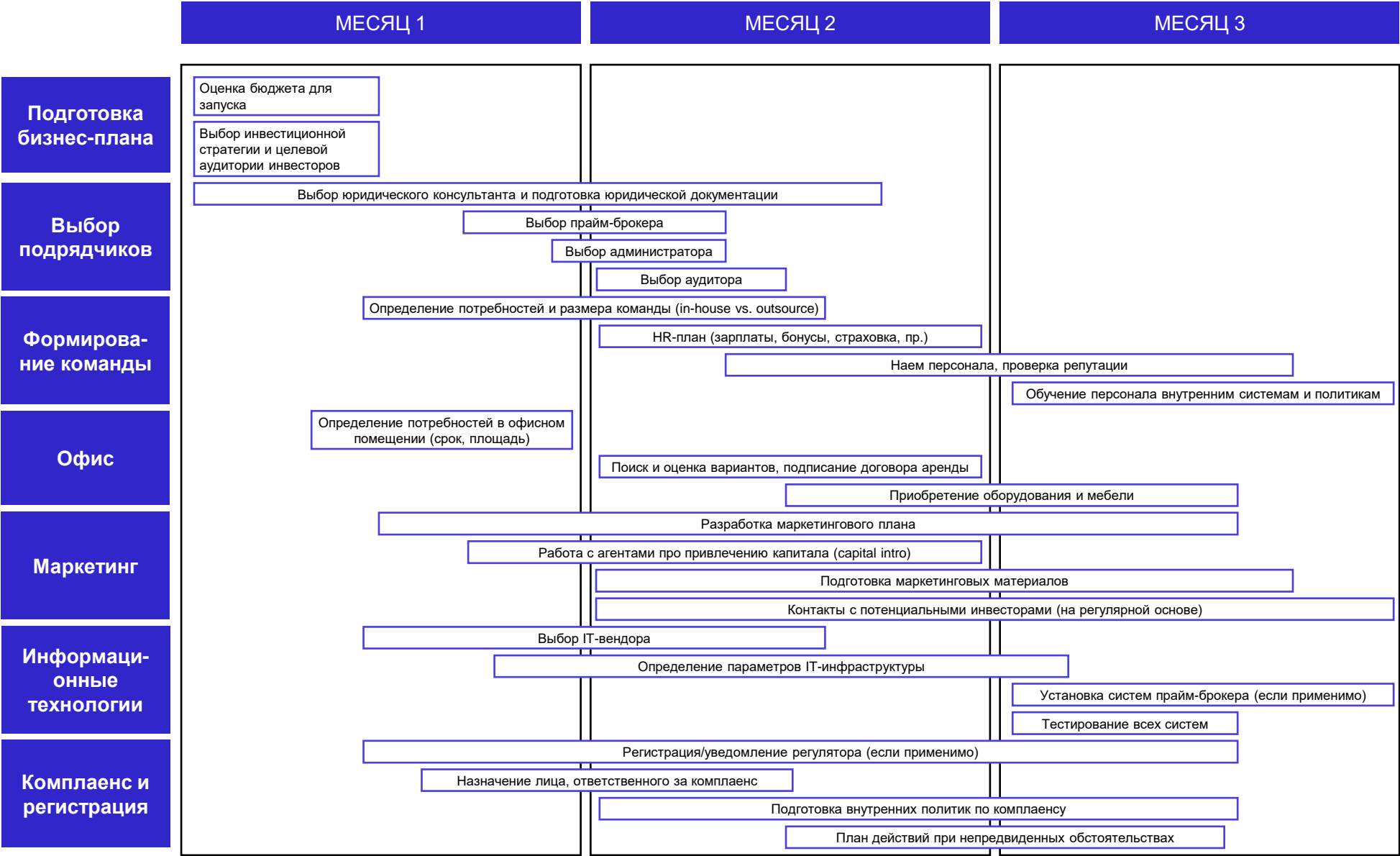
## Закон о ценных бумагах (Securities Act 1933) – размещение в рамках Regulation D

Любое предложение ценных бумаг в США (в том числе иностранных ценных бумаг, к которым относятся акции офшорных хедж-фондов) должно быть зарегистрировано в Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC) или должно подпадать под одно из исключений. Под исключения подпадают частные размещения ценных бумаг. Это исключение предусмотрено в ст. 4(a)(2) Securities Act 1933 и освобождает от регистрации «сделки эмитента, не влекущие публичное размещение» (*transactions by an issuer not involving any public offering*).

Поскольку эта формулировка является относительно неопределенной, участники рынка редко полагались на частное размещение по правилам ст. 4(a)(2) как исключение из правил о регистрации. Это стало поводом введения в 1982 году Regulation D – регламента, предусматривающего процедуру проведения частных размещений. Regulation D предусматривает три процедуры выпуска ценных бумаг в рамках частного размещения. Наиболее популярным среди хедж-фондов является Rule 506(b).

	Rule 504	Rule 506(b)	Rule 506(c)
Макс. сумма	\$5 миллионов	Нет ограничений	Нет ограничений
Инвесторы	Нет ограничений на количество, также не должны быть аккредитованными или профессиональными	Неограниченное количество аккредитованных инвесторов + не более 35 неаккредитованных (но профессиональных) инвесторов	Только аккредитованные инвесторы, без ограничений по количеству. Эмитент обязан предпринять «разумные меры», чтобы удостовериться в статусе инвесторов
Документация	В зависимости от обстоятельств, может требоваться существенное раскрытие информации	Раскрытие информации и наличие меморандума о размещении является опциональным; однако требования федерального законодательства о раскрытии всех «материальных» фактов покупателям остаются в силе, поэтому меморандум, как правило, все равно составляется	
Реклама (General Solicitation)	Запрещено, есть некоторые исключения	Запрещено, без исключений	Допускается
Уведомление SEC	Подается Form D в течение 15 дней с момента первой продажи ценных бумаг, государственная пошлина за подачу Form D не взимается		
Обращение ценных бумаг	Являются «ограниченными в обращении» ( <i>restricted</i> ), есть некоторые исключения	Являются «ограниченными в обращении» ( <i>restricted</i> ), отчуждение третьим лицам не допускается, как правило, в течение одного года	

# Приблизительный таймлайн запуска нового хедж-фонда с нуля



# Buzko Krasnov

Юридические услуги по праву России и США. Среди наших клиентов компании и частные лица, которые решают неординарные задачи.

## Контакты для связи

Роман Бузько  
+7 (911) 007-67-62  
[roman.buzko@buzko.legal](mailto:roman.buzko@buzko.legal)

Евгений Краснов  
+1 (718) 557-95-82  
[evgeny.krasnov@buzko.legal](mailto:evgeny.krasnov@buzko.legal)