

# Консолидация, управление и защита корпоративных активов через конструкцию закрытых ПИФов



За последнее время наблюдается значительный приток капитала на рынок коллективных инвестиций, который в достаточной мере насыщен фондами акций и облигаций. Конкуренция между ними растет, и поэтому управляющие компании, заинтересованные в новых клиентах, сейчас активно формируют новые фонды и новые нестандартные объекты для формирования инвестиционных портфелей.

Перед участниками рынка, особенно крупными владельцами бизнеса, в современных условиях зачастую наиболее актуальными становятся вопросы упорядочивания, централизации управления, сохранения и защиты корпоративных и имущественных активов. Рынок коллективных инвестиций предложил в своем роде уникальный инструмент, ПИФ закрытого типа, позволяющий обеспечить комплексное решение вышеуказанных задач.

Среди категорий фондов, ориентированных на инвестиционную работу с корпоративными и имущественными активами, выделяются:

- 1) фонды акций;
- 2) фонды недвижимости;
- 3) фонды прямых инвестиций;
- 4) фонды особо рискованных (венчурных) инвестиций;
- 5) ипотечные фонды.

В настоящей статье рассматриваются относительно новые формы коллективного инвестирования, а именно, закрытые ПИФы прямых и венчурных инвестиций, как изначально нормативно ориентированные на работу с корпоративными активами, предполагающие реализацию специфических стратегий на рынке ценных бумаг и финансирование бизнес-проектов (как успешно развивающихся, так и венчурных, то есть на ранней стадии), управление корпоративными активами, их структурирование и защиту.

Благодаря особенностям состава и структуры активов закрытых ПИФов прямых и венчурных инвестиций данные долгосрочные инвестиционные механизмы позволяют одновременно обеспечить:

1) объединение группы предприятий в единую структуру и консолидацию пакетов неторгуемых или неликвидных ценных бумаг и, как следствие, преодоление недооценки активов и адекватное увеличение цены бизнеса в целом;

2) осуществление эффективного управления комплексом корпоративных активов, структурированным в рамках паевого фонда, за счет создания единого центра принятия и исполнения решений на уровне управляющей компании;

3) многоуровневую защиту совокупности корпоративных активов от «недружественного поглощения» либо иных недобросовестных действий;

4) привлечение капитального и долгового финансирования в бизнес-проекты дочерних компаний, в том числе венчурные;

5) привлечение финансирования в стратегические проекты не только за счет рыночных средств, но и за счет государственного инвестирования на условиях частно- государственного партнерства.

### **Консолидация, управление и защита корпоративных активов через инструменты рынка коллективных инвестиций.**

Современная модель российского рынка характеризуется высокой распыленностью корпоративных прав в отношении юридических лиц и сложными системными связями между участниками бизнес-единиц. Как правило, сложноструктурированная группа коммерческих организаций, в конечном итоге, находится в собственности одного или нескольких лиц.

Корпоративные взаимосвязи в подобных холдинговых образованиях зачастую носят хаотичный характер, что служит предпосылкой к возникновению таких проблем, как:

1) несбалансированность корпоративного управления и распределения прибылей,

2) неустойчивость перед возможными угрозами недружественного поглощения,

3) возникновение конфликта интересов,

4) отсутствие должного управленческого учета, как следствие, невозможность объективной оценки активов холдинга, недооценка бизнеса в целом,

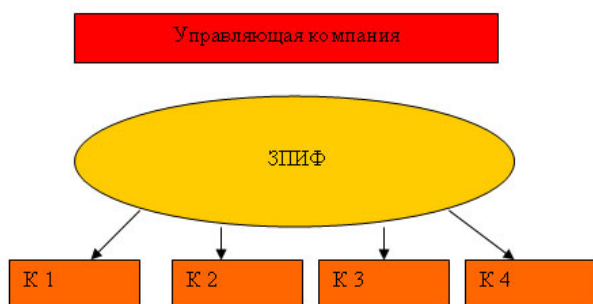
5) высокие организационные издержки на привлечение дополнительного финансирования проектов.

Конструирование холдингового образования на базе закрытых фондов прямых и венчурных инвестиций является одним из уникальных путей комплексного преодоления указанных выше негативных факторов.

1. Консолидация корпоративных активов. В настоящее время владельцы среднего бизнеса, существующего на базе группы лиц, связанных между собой корпоративным участием, зачастую перекрестным и даже хаотичным, нередко сталкиваются с проблемами:

а) недооценки собственных активов, поскольку размытая владельческая структура не позволяет произвести адекватную оценку доли участия бенефициария в общей совокупности группы лиц; б) конфликта интересов между партнерами того или иного проекта отдельных бизнес - единиц, возникающего в связи с неравномерностью доли партнерского участия в каждом из них и в группе лиц в целом; в) отсутствия единой управленческой структуры, что способствует слабости управления, создает препятствия к проведению единой политики в интересах основного владельца бизнеса и, как следствие, опять же создает почву для возникновения корпоративного конфликта интересов.

**Рисунок 1. Пример группы лиц на базе корпоративного участия.**



**Примечание: С- собственник, К-компания**

Рынок коллективных инвестиций предлагает соответствующие механизмы консолидации наиболее значимых на сегодняшний момент с точки зрения владельцев категорий активов. Так, например, фонды недвижимости ориентированы на управление совокупностью недвижимых активов, а ПИФы акций, прямых и венчурных инвестиций – прав корпоративного участия в бизнесе.

Нормативные требования к составу и структуре активов ПИФов прямых и венчурных инвестиций (см. Приложение №1) предполагают наполнение указанных категорий закрытых фондов преимущественно правами корпоративного участия в юридических лицах.

Исходя из этих требований, ПИФ прямых инвестиций оперирует приоритетно такими активами, как:

а) акции российских акционерных обществ, составляющие более 50% их уставного капитала, б) облигации российских акционерных обществ, государственная регистрация которых не сопровождалась регистрацией их проспекта эмиссии или в отношении которых не зарегистрирован проспект, при этом обязательным условием является, чтобы более 50 процентов размещенных акций АО-эмитента составляли активы фонда.

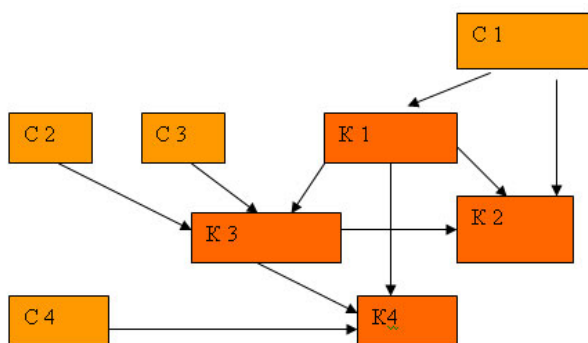
К допустимым активам ПИФов венчурных инвестиций относятся:

а) доли участия в уставных капиталах обществ с ограниченной ответственностью, предоставляющие более 50 процентов голосов, б) акции закрытых и открытых акционерных обществ, в) облигации (если государственная регистрация их выпуска сопровождалась регистрацией их проспекта эмиссии или в отношении которых зарегистрирован проспект- здесь законодатель обозначает предпосылки к формированию публичного статуса венчурного фонда), г) векселя (если не менее 51 процента обыкновенных акций акционерного общества составляют имущество фонда или доли в уставных капиталах обществ с ограниченной ответственностью составляют имущество фонда).

Построение централизованного корпоративного образования холдингового типа с использованием механизмов закрытых фондов прямых и венчурных инвестиций позволяет сконцентрировать на головной структуре, каковой выступает сам фонд, преимущественно контрольное участие в дочерних компаниях, а также обеспечить публичность такой структуры, что отвечает потенциальным целям привлечения дополнительного финансирования, реализуемым путем открытого размещения и обращения паев.

Пайщики фонда, активы которого размещены в контрольные пакеты акций юридических лиц, входящих в группу, являются инвесторами холдинга в целом, а не отдельных его структур, и, при этом, опосредованно участвуют и в их акционерных (уставных) капиталах. При этом, контрольное участие основных бенефициаров бизнеса в управляющей компании позволяет осуществлять непосредственное централизованное управление и контроль за комплексом корпоративных активов.

**Рисунок 2. Пример холдингового образования на базе ЗПИФ**



Таким образом, механизм консолидации корпоративных активов внутри имущественного комплекса паевого фонда и централизации управленческих функций в едином центре позволяет в итоге:

- достичь упорядочивания и выравнивания прав на корпоративные активы,
- обеспечить прозрачность и информационную доступность холдингового образования,
- произвести адекватную оценку существующего бизнеса и, как следствие, существенно повысить его рыночную цену;
- минимизировать риски возникновения конфликта интересов за счет объединения инвесторов ПИФа единой экономической целью;
- обеспечить проведение управляющим центром единой политики, отражающей интересы основных владельцев такой холдинговой структуры.

## 2. Управление корпоративными активами.

Система паевого участия внутри конструкции ПИФа во многом близка структуре корпоративных взаимосвязей акционерного общества. Это обусловлено следующими факторами:

Во-первых, инвестиционный пай является ценной бумагой, удостоверяющей равное количество имущественных и неимущественных прав владельца каждого пая, что, по сути, приравнивает его к типичной корпоративной бумаге-акции. Во-вторых, и акции, и паи закрытого ПИФа удостоверяют обязательственное право на получение дохода.

Такое право основано на общем для обеих конструкций принципе отсутствия обязательного дохода. В отношении обыкновенных акции право на получение дивидендов возникает в случае принятия соответствующего решения общим

собранием акционеров. Возможность же осуществления выплат периодического дохода от доверительного управления имуществом ПИФа может быть предусмотрена Правилами управления фондом. В случае закрепления в Правилах данного положения, если происходит прирост стоимости чистых активов ПИФа, промежуточные выплаты дохода должны осуществляться вне зависимости от воли пайщиков.

Однако, учитывая те возможности капитализации, которые могут быть достигнуты за счет реинвестирования прибыли в рамках особого режима налогообложения паевых фондов, и, соответственно, получения дополнительных доходов от использования свободных средств на фондовом рынке, целесообразным представляется определенным образом сбалансировать размер промежуточных выплат и дохода, направляемого на инвестиционные цели.

Несмотря на проведенные аналогии, статус пайщика несколько отличается от статуса акционера «головной» компании холдинга. Являясь по сути долевыми собственниками компаний, корпоративные права участия в которых составляют активы фонда, пайщики свои права реализуют не самостоятельно, а через управляющую компанию.

Конструкция закрытых ПИФов прямых и венчурных инвестиций предполагает централизацию управления холдингом и, соответственно, корпоративными активами, в руках специализированной организации - доверительного управляющего. Соответственно, пайщики, которые могут одновременно являться одновременно акционерами/участниками управляющей компании, реализуя свое право на участие в управлении этой организации через общее собрание акционеров /участников, осуществляют постоянный контроль и могут оказывать непосредственное влияние на обеспечение надлежащего управления фондом, в том числе путем назначения менеджмента управляющей компании.

За счет централизации принятия решений на уровне управляющей компании ПИФа, действующей в интересах и проводящей политику пайщиков, устраняется слабость корпоративного управления, как традиционная проблема, возникающая при распыленности прав участия в акционерных/уставных капиталах участников группы.

Важно учесть, что за пайщиками закрытого фонда закрепляется также право инвестиционного контроля за деятельностью управляющей компании по доверительному управлению активами ПИФа через общее собрание пайщиков - орган, по сути, близкий к общему собранию акционеров /

участников юридического лица. Решения данного органа, являющегося дополнительным гарантом прав инвесторов, принимаются по всем вопросам большинством в ? от общего числа голосов, предоставляемых паями ПИФа.

К его компетенции относится принятие решений по следующим вопросам:

1) утверждение изменений и дополнений в правила фонда в части:

- инвестиционной декларации;
- увеличения вознаграждения управляющего и иных инфраструктурных организаций;
- расширения видов и увеличения размера расходов на управление фондом
- введения или увеличения скидок при погашении пая;
- возможности управляющей компании принимать решение о выпуске дополнительных паев;
- установления, исключения и изменения размера права на получение периодического дохода;
- продление срока существования фонда;

2) досрочное прекращение фонда;

3) смена управляющей компании.

Таким образом, конструкция закрытого фонда позволяет не только консолидировать разрозненные активы, обеспечить централизованное управление холдингом, но и создать параллельную систему контроля инвесторами за соблюдением общей линии инвестиционной политики владельцев бизнеса в отношении данных активов и, что также немаловажно, при необходимости осуществить оперативное вмешательство в управленческий либо инвестиционный процесс.

### 3. Защита корпоративных активов.

Одной из наиболее серьезных проблем для владельцев крупных активов, (если говорить о Москве, то это чаще всего земля и иная недвижимость, в регионах же – это, в первую очередь, бизнес) является создание надежной защиты от «недружественного поглощения». Причем, в настоящее время «захваты» в основном осуществляются с помощью юридически значимых действий и процедур.

Как правило, система «захвата» основа на использовании следующих методов:

- 1) перехват оперативного управления;
- 2) захват актива (земля, недвижимость, патенты, контакты и т.д.);

3) преднамеренное доведение до банкротства.

Перехват оперативного управления и захват актива, как правило, происходит в результате: а) скупки распыленного пакета акций/долей, либо подделки документов, направленных на оформление перехода прав собственности на акции/доли,

б) проведения общего собрания акционеров / участников с повесткой дня о внесении изменений в учредительные документы (сведения о новых участниках), смене руководства и одобрении крупной сделки,

в) государственной регистрации указанных изменений;

г) заключения от имени нового руководителя сделок, направленных на отчуждение наиболее ценных активов общества;

д) регистрации перехода прав на имущество,

е) последующей продажи данного актива.

Довольно часто при реализации данной стратегии используются поддельные документы, в том числе судебные акты, неправосудные решения и определения судов.

В отличие от ситуации с корпоративным захватом конкретного юридического лица, конструкция закрытого фонда предлагает многоуровневую систему защиты, связанную, в первую очередь, с увеличением количества субъектов, полномочных принимать необходимые для защиты активов решения.

Захват пайщика не может обеспечить получение необходимого актива, так как при погашении пая пайщик может получить только денежное вознаграждение. Кроме того, предъявить пай управляющей компании к погашению возможно только при прекращении фонда, по истечении срока доверительного управления им.

Владение паями фонда не создает возможности для проникновения в состав исполнительных и наблюдательных органов управляющей компании, в чью исключительную функцию относится управление имуществом ПИФа.

При захвате пайщика/пайщиков, обладающим пакетом паев, предоставляющих не менее ? голосов и позволяющих принять на общем собрании пайщиков решение о смене управляющей компании, защита активов обеспечивается самой управляющей компанией, имеющей возможность

оперативно вывести актива из ПИФа. Помимо прочего, данный способ захвата осложняется наличием у рейдеров дополнительных издержек по содержанию собственной управляющей компании.

При захвате Управляющей компании обеспечение защиты осуществляется на уровне общего собрания пайщиков, которое может принять решение о смене управляющей компании. Кроме того, для совершения захваченной управляющей компанией сделки по отчуждению актива необходимо получить документально подтвержденное ее акцептование, а также произвести рыночную оценку актива независимым оценщиком, указанным в правилах фонда.

Одним из способов установления корпоративного контроля, является размывание мажоритарных пакетов акций за счет проведения дополнительной эмиссии ценных бумаг. В отношении же ПИФов данный способ вообще неприменим, поскольку для внесения изменений в правила управления фондом, касающихся возможности управляющей компанией принимать решение о выпуске дополнительных паев уже необходим контрольный пакет паев, предоставляющий ? голосов от общего количества.

Прямой захват актива (без установления оперативного руководства компанией –владельцем) осуществляется, как правило, путем совершения операций по его отчуждению и регистрации перехода прав на актив в соответствующих реестровых системах на основании подложных либо незаконных документов. В связи с этим, особо значимым является то, что для регистрации перехода прав на имущество в составе ПИФа помимо стандартного пакета необходимых для этого документов, даже для соблюдения формальных требований, необходимо обеспечить подтверждение письменного акцепта спецдепозитария данной сделки, а также представление отчета независимого оценщика, поименованного в правилах управления ПИФом, об установлении рыночной стоимости отчуждаемого имущества.

Говоря о таком способе захвата, как применение процедуры банкротства владельца актива, аресте актива и наложения взыскания на него, принципиально важным является тот факт, что реализация данных стратегий в отношении пайщиков не может привести к желаемому результату в виде получения актива в натуре. Взыскание может быть обращено только на инвестиционный пай, как ценную бумагу, но не имущество в составе ПИФа.

Главный ресурс рейдера - это, в первую очередь, информация об активе, о его владельцах. Сведения о владельце недвижимых активов содержатся в органах государственной регистрации прав на недвижимость, сведения об участниках общества с

ограниченной ответственностью – в уставных документах, а также в ЕГРЮЛе, сведения об акционерах – в реестре акционеров. Таким образом, даже если сведения находятся в ограниченном доступе, уровень информационной открытости достаточно высок. В отношении же владельцев активов, внесенных, составляющих имущество ПИФа, получение информации, в том числе незаконными методами, гораздо сложнее. В системе регистрации прав, будь то права на недвижимость, либо корпоративные права, содержатся сведения о том, что права на актив принадлежат пайщикам ПИФа. Имущество фонда не принадлежит конкретным владельцам, а распределяется между ними на основе общей долевой собственности, при этом, реестр реальных владельцев, ведение которого осуществляется регистратором либо специализированным депозитарием, публично не раскрывается. В отличие от обычной ситуации создается двухуровневая система защиты информации.

**Таблица 1. Сравнение устойчивости конструкций юридического лица и ПИФа перед «рейдерскими атаками»**

Методы/конструкция	Юридическое лицо	Закрытый ПИФ
Корпоративный захват	Захват владельца актива осуществляется на одном уровне	Многоуровневая защита от корпоративного захвата
		1) Захват пайщика – на выходе получение не актива, а денежного вознаграждения; – невозможность предъявить пай к погашению в любой момент.
		2) Захват пайщиков (контрольный пакет) с целью смены УК – защита активов обеспечивается через УК (вывод актива из ПИФа); – наличие у рейдеров дополнительных издержек по содержанию собственной УК.
		3) захват УК – защита активов через общее собрание пайщиков (смена УК) – необходимость одобрения сделок спецдепозитарием
Захват актива	Использование стандартного набора документов, в том числе подложных и незаконных	Усложненная процедура незаконной реализации актива: – необходимость оценки отчуждаемого актива независимым оценщиком, указанном в правилах ДУ фонда – необходимость документально оформленного акцепта сделки по отчуждению актива спецдепозитарием фонда
Процедуры банкротства, наложения взыскания на актив	Наличие кредиторской задолженности владельца актива позволяют начать в отношении него применение процедур банкротства, наложить взыскание и реализовать актив	Взыскание обращается на инвестиционный пай, а не на искомый актив.
Получение информации	Информация о владельцах активов публично либо легко доступна для получения	Информация о конечных владельцах актива имеет двухуровневую защиту

Таким образом, конструкция закрытого ПИФа позволяет выстроить владельческую структуру, обеспечивающую многоуровневую линию защиты корпоративных активов. При этом, наиболее целесообразным и эффективным представляется участие в схеме «собственных» и управляющей компании, и специализированного депозитария, осуществляющего одновременно функции спецрегистратора фонда.

Среди примеров формирования фондов прямых инвестиций можно отметить проект конца 2006 года Управляющей компании «АГАНА» по управлению ЗПИФПИ «Российские страховые компании». Предполагается, что большую часть активов фонда будут составлять крупные пакеты

акций российских страховых компаний, имеющие, по мнению представителей управляющей компании, хорошие перспективы роста.

Инвестиционная стратегия ЗПИФПИ "НОВА - КЭПИТАЛ" под управлением Управляющей Компании "НОВА" предполагает осуществление прямого инвестирования в уставные капиталы российских компаний, которые владеют объектами недвижимости, либо осуществляют операции с недвижимым имуществом, денежные средства Фонда направляются в наиболее привлекательные сегменты рынка жилой и коммерческой недвижимости.

Примером проекта, не ориентированного на рыночное участие в нем, является УК «МенеджментЦентр», осуществляющая управление ЗПИФПИ «Стратегические инвестиции» и консолидировавшая в рамках данного фонда активы группы ЛУКОЙЛ.

Одним из способов структурирования корпоративных активов через инструмент рынка коллективных инвестиций стала также передача Елены Батуриной принадлежащих ей 99% акций ЗАО «Интеко» в оплату инвестиционных паев закрытого ПИФа акций «Континенталь» под управлением одноименной Управляющей компании «Интеко».

Структурирование бизнеса в рамках закрытых ПИФов прямых и венчурных инвестиций под управлением собственной управляющей компании является эффективным механизмом преодоления существующих проблем разрозненности и недооценки активов, слабости управленческой структуры, неустойчивости холдинга перед «недружественными поглощениями», а также позволяет обеспечить целый ряд преимуществ для владельцев бизнеса по сравнению с корпоративной структурой построения холдинга, в том числе осуществить консолидацию и централизацию управления активами, оптимальным образом структурировать владельческую структуру, сформировать эффективную многоуровневую защиту собственного бизнеса, а также, что немаловажно, создать условия для привлечения дополнительного финансирования проектов.

## Приложение №1.

**Таблица 2. Сравнительная характеристика состава и структуры активов венчурных ПИФов и ПИФов прямых инвестиций.**

Актив	Фонд прямых инвестиций	Фонд венчурных инвестиций
Денежные средства:	Не более 25% от стоимости активов	фонда во вкладах в одном банке
Российские рубли	Включены	
Иностранная валюта	Не включены	Включены
Государственные ценные бумаги:	Не более 10% от стоимости активов фонда (в совокупности с котируемыми акциями)	Не более 30% от стоимости активов (на один выпуск)
федеральные	Только включенные в котировальные списки фондовых бирж	Включены
субфедеральные	Включены	Включены
Акции российских акционерных обществ:	-более 50% некотируемых акций АО в фонде;	Не более 30% от стоимости активов фонда в котируемых акциях
открытых	-кроме первичных эмиссий;	Включены
закрытых	-не более 10% от стоимости активов фонда в котируемых акциях (в совокупности с госбумагами)	Включены:
		- только обыкновенные
		-не менее 25% акций АО
Доли в уставных капиталах российских ООО	Не включены	Включены (участие более 50%)
Облигации:	- эмитент – дочерняя компания (участие более 50%)	- регистрация с проспектом;
	- регистрация без проспекта	- не более 30% от стоимости активов фонда;
российских АО	Включены	- не более 10% от стоимости активов фонда в облигациях одного эмитента
российских ООО	Не включены	
Простые векселя:	Не включены	- не более 30%;
		- не более 10% в векселях одного векселедателя
российских АО	Не включены	Участие в уставном капитале векселедателя – не менее 50% (за счет обыкновенных акций)
российских ООО		Участие в уставном капитале векселедателя
Примечание		В состав активов фонда не могут входить доли российских ООО и акции российских АО, если указанные общества являются аффилированными лицами инфраструктуры фонда, или осуществляют:
		- финансовую деятельность
		- туристическую деятельность
		- строительную