

# Фонды прямых инвестиций vs. венчурные ПИФы

01.10.2006

Для большинства инвесторов, в т.ч. и институциональных, рынок коллективных инвестиций в российском его варианте отождествляется прежде всего с «популярными» и понятными фондами акций, облигаций и смешанных инвестиций; отдельную нишу на нем занимают фонды недвижимости. Одновременно с этим иные категории инвестиционных фондов в России по тем или иным причинам остаются в тени «мейнстрима» вышеперечисленных инструментов. Среди них мы можем обозначить весьма интересные и в тоже время неоднозначные формы, а именно, закрытые паевые инвестиционные фонды прямых инвестиций (далее – фонды прямых инвестиций) и закрытые паевые инвестиционные фонды особо рискованных (венчурных) инвестиций (далее – венчурные ПИФы).

Суть проблематики заключается в том, что если не у участников рынка в лице управляющих компаний, то, во всяком случае, у потенциальных инвесторов и ряда представителей государственной и муниципальной властей нет четкого понимания целей и стратегии каждой из обозначенных категорий паевых фондов. Отчасти это обусловлено весьма коротким (по сравнению с зарубежными странами) сроком работы венчурного капитала и привлечения прямых инвестиций на российском рынке; возможно, причиной явилась невнятная позиция регулятора в отношении этих фондов, закреплённая в профильном нормативном акте(Прим.1).

Тем не менее, по состоянию на конец сентября в России уже создано 28 венчурных ПИФов (Прим 2), а фондов прямых инвестиций – 7(Прим 3).

Венчурное инвестирование, рассчитанное на новые бизнес проекты и идеи, одним из способов своего воплощения имеет сегодня форму закрытого паевого инвестиционного фонда венчурных инвестиций. Заложенные законодателем (в лице регулятора) требования и условия формирования и деятельности такого фонда отвечают общим принципам реализации высокорисковых проектов с привлечением внешнего источника финансирования. Подтверждением тому является достаточно широкий (для российской юрисдикции) перечень капитальных и долговых инструментов, за счет которых инвестор через венчурный фонд может вкладывать деньги в тот или иной проект. К таковым относятся не только доли участия в уставных капиталах обществ с ограниченной ответственностью и акции акционерных обществ закрытого и открытого типов, но и их облигации и векселя. В тоже время установлены весьма жесткие ограничения на финансирование проектов венчурного фонда через заимствования: так установлен лимит вексельного или облигационного займа в размере 30 %

от суммы активов фонда (на всех заемщиков) и 10%-ый лимит на каждого из них. Тем самым, сделана попытка, с одной стороны, повысить качество активов фонда, а с другой стороны, дисциплинировать реципиентов инвестиций, не предоставляя им лишней возможности «взять в долг» у своего основного инвестора. Одновременно с этим стимулируется поэтапное увеличение доли участия инвестора в уставном капитале и заимствованиях венчурной компании: минимум 10% активов фонда – по итогам 1 года, 20 % по итогам 2-го, и 30 % - через 3 года с момента завершения формирования венчурного ПИФа.

Несмотря на в целом логичную схему размещения средств фонда, открытым остается вопрос, связанный с обеспечением поэтапного дополнительного финансирования проекта. Дело в том, что закрытый фонд, будучи сформированным, закрывается на продолжительный период времени, одновременно учреждая (входя в состав участников/акционеров) компании-получателя инвестиций. Целесообразность единовременного размещения всех средств фонда в уставных капиталах таких компаний выглядит весьма сомнительной, т.к., получатель инвестиций вряд ли сможет освоить все вложения в рамках определенного периода времени, а инвестор уже не сможет или не будет заинтересован в выкупе «допэмиссии» паев. Отметим, что «траншевая» схема финансирования в данном случае (с закрытым типом фонда) будет сопряжена с необходимостью проведения общего собрания пайщиков и государственной регистрацией изменений в правила доверительного управления венчурным ПИФом.

Тем не менее, можно ожидать, что возможные альтернативы в решении вопроса дополнительного финансирования, даст в ближайшее время практика работы т.н. «государственных» венчурных ПИФов, пайщиком которых выступила учрежденная в этом году государством Российская венчурная компания (РВК).

На фоне венчурного ПИФа, фонд прямых инвестиций несколько стеснен в возможностях по размещению своих активов, хотя в целом очень «напоминает» венчурный ПИФ. Естественно, в данном случае нет таких ограничений/требований, как обязательное предоставление управляющей компании бизнес-плана развития и невозможность финансирования проектов, связанных с развитием бизнеса аффилированных с сервисными компаниями структур, компаний финансового рынка, а также строительного, оценочного и туристического бизнеса. Фактически нормативное регулирование предопределяет как формат вхождения инвестора в бизнес (через дополнительные выпуски акций акционерных обществ), так и способы финансирования проекта: инвестиционный (через те же дополнительные эмиссии) и долговой (через облигационные займы). При этом, как и в случае с

венчурными ПИФа, долговое финансирование допустимо лишь в отношении тех заемщиков, которыми владеет фонд. Однако, в отличие от венчурного ПИФа, регулятор не допускает инвестора к участию в компаниях в формах, отличных от акционерного капитала. Приобретаться в состав активов ПИФа могут только акции российских акционерных обществ (кроме АИФов). Более того, долговое финансирование возможно лишь только через «непубличные» облигационные займы, т.е., если эмиссия облигаций сопровождалась их проспектом (проспектом эмиссии), то данные ценные бумаги не будут являться надлежащим активом.

Итак, что же принципиально отличает венчурный ПИФ от фонда прямых инвестиций: как мы видим, инвестор последнего фонда не может выступить (через ПИФ) учредителем компании–получателя инвестиций, он вынужден совместно с эмитентом (АО) постоянно проводить (выкупать) дополнительные выпуски, чтобы: во-первых, обеспечить текущее и возможное венчурное финансирование компании, и, во-вторых, довести участие в уставном капитале до контрольного пакета. Конечно можно рассматривать и ситуацию, в которой фонд входит в состав акционеров, приобретает контрольный пакет ее акций, и финансирует только облигационные займы, однако в данном случае будет формироваться несбалансированная структура пассивов компании, в которую направляются прямые инвестиции.

Также ключевыми отличиями двух рассматриваемых фондов являются следующие моменты:

- основной нишей для фонда прямых инвестиций являются «непубличные» компании;
- венчурные фонды могут финансировать соответствующие проекты не только через капитальные вложения и выкуп эмиссионных ценных бумаг, но и через вексельные программы; у фонда прямых инвестиций такой возможности нет;
- законодатель обозначает предпосылки к формированию «публичного» статуса у венчурной компании, которую финансирует фонд (нет возможности выкупать облигации, зарегистрированные без проспекта).

Последний аспект, будучи явно не обозначенным в действующем законодательстве и позиции регулятора, тем не менее имеет определяющее значение для инвестора. Ведь венчурный инвестор входит в такой высокорискованный проект с единственной целью – по истечении определенного периода времени выйти из проекта с максимальной доходностью и с минимальными транзакционными издержками. И, если для обеспечения первого условия – соответствующие усилия предпринимаются менеджментом управляющей компании и венчурной структуры, то для эффективного выхода из проекта организации погашения паев будет не достаточно. К

моменту завершения проекта (фонда) инвестор должен быть уверен в том, что компания – носитель новой технологии / иного уникального в определенной степени продукта имеет не только рыночную оценку, но и может стать интересным объектом для краткосрочных инвестиций стороннего инвестора.

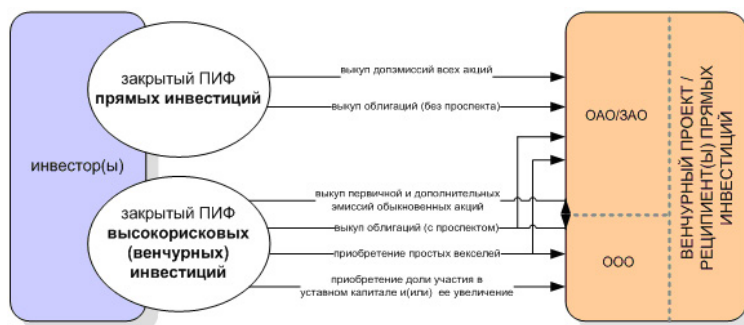


Рис.: Взаимное сочетание венчурных ПИФов и фондов прямых инвестиций при дополнительном финансировании соответствующих проектов. При выборе инвестором формы участия в венчурном проекте или направления прямых инвестиций в действующую компанию (холдинг) не следует ориентироваться на титульное название каждого из фондов: будь то закрытый венчурный фонд или фонд прямых инвестиций. Основой для принятия соответствующего решения должно служить как представление о перспективах и сроках работы с данным инструментом, так и четко определенная система финансирования проекта (компании) через фонд.

Во-первых, для иностранного инвестора, планирующего осуществление прямых инвестиций в российскую экономику, не всегда будет приемлемым иметь номинированные только в российской валюте активы. В данном случае фонд прямых инвестиций напрямую устанавливает запрет размещения активов фонда в иностранную валюту; венчурный же ПИФ может диверсифицировать валютные риски за счет перевода части активов (в т.ч., денежных средств) в иностранную валюту.

Во-вторых, при организации венчурного проекта и работе соответствующего ПИФа не допускается долговое финансирование через эмиссионные ценные бумаги (облигации) без прохождения процедуры регистрации проспекта ценных бумаг. Соблюдение данного условия (несмотря на его позитивное содержание) может послужить в определенных ситуациях препятствием к успешной реализации какого-либо из этапов венчурного проекта. Так, если компания-получатель инвестиций является акционерным обществом и не может оперативно увеличить уставный капитал (минуя обязательную процедуру эмиссии ценных бумаг) и, в тоже время, «выбрало» весь лимит вексельного заимствования, то обеспечение средствами за счет размещения

облигаций может стать не менее трудоемкой задачей, нежели регистрация дополнительной эмиссии акций. В связи с этим более «мягкие» нормативы фонда прямых инвестиций, рассчитанного на закрытую компанию, могут стать существенным подспорьем в реализации венчурного проекта через акционерную компанию.

В-третьих, инвестиционная декларация закрытого паевого инвестиционного фонда прямых инвестиций, как известно, не позволяет участвовать в учреждении компании, в первичном размещении ее акций. В венчурном ПИФе такого ограничения нет. Логика установления подобного запрета уже была частично проанализирована выше. И, тем не менее, фактор «искусственности» данного требования не может быть проигнорирован, т.к., фактически ограничиваются возможности для инвестора (фонда) по вхождению в тот или иной бизнес, даже если акционерная компания только создается. Возможно, законодателем не учитывалась ситуация, когда инвестиции могут быть направлены во вновь создаваемую компанию на базе существующего бизнеса или бренда. Более того, это может подтолкнуть менеджеров (управляющих) к «техническому» учреждению компании и последующей перепродаже пакета акций паевому фонду.

В-четвертых, несмотря на обоснованность ограничения форм тех хозяйственных обществ, которыми может владеть фонд прямых инвестиций, (к таковым отнесены только акционерные общества), на данном этапе представляется целесообразным включить и общества с ограниченной ответственностью в число потенциальных дочерних компаний ПИФов прямых инвестиций. Тем более, что законодатель «не поощряет» включение в состав активов такого фонда ликвидных (котирующихся на бирже акций), но устанавливает лимит владения такими акциями в 10% от стоимости активов фонда.

Несмотря на существующую неоднозначность целевого характера обоих категорий фондов, нынешние перспективы фондов прямых инвестиций и венчурных ПИФов можно связывать не только с профильными для них проектами, но и с возможностями крупных холдинговых компаний и владельцев разрозненных активов по оптимизации и «закрытию» владельческой структуры (структуры собственности), а также с новыми способами финансирования дочерних структур.

Немалая часть существующих сейчас в России холдингов и корпораций приобретали активы и размещали их в подконтрольных структурах. Одновременно с этим эффективность диверсификации активов по различным направлениям деловой активности не всегда была высокой: проблема выведения непрофильных активов остается актуальной для многих успешно развивающихся холдингов. В связи с этим обособление соответствующих средств и

дочерних структур от материнской компании вне баланса последней позволит: (1) оптимально организовать управление и финансирование каждого из направлений и (2) «закрыть» в фонде структуру собственников (бенефициариев) отдельной бизнес-единицы или стратегического пакета ценных бумаг. Целесообразным представляется включение системы паевых инвестиционных фондов различных категорий (наравне с венчурным фондом и фондом прямых инвестиций) в структуру собственности и передача функций по управлению акционерным капиталом профессиональной структуре в лице дочерней управляющей компании.

Что касается обеспечения дополнительных способов финансирования дочерних структур, то для холдингов финансового профиля в будущем можно ожидать организацию кредитования контролируемых компаний через залог паев соответствующих паевых инвестиционных фондов (при соблюдении ряда условий относительно качества залогового обеспечения).

## Примечания

1- Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов, утвержденное Приказом ФСФР России от 30 марта 2005 г. № 05-8/пз-н (в ред. Приказа ФСФР России от 15 декабря 2005 г. № 05-83/пз-н) // по данным СПС «Консультант+» в данном виде документ опубликован не был. Первоначальный текст документа опубликован в «Бюллетене нормативных актов федеральных органов исполнительной власти», № 17, 25.04.2005 и «Российской газете», № 95, 06.05.2005.

2 - По данным информационного сервера «Investfunds» (<http://www.investfunds.ru/>). Из 28 венчурных ПИФов сформировано только 20 фондов. Связано это прежде всего с тем, что 5 «государственных» венчурных ПИФов под управлением 3-х рыночных УК были зарегистрированы меньше месяца назад.

3 - Сравнительно небольшое число фондов прямых инвестиций объясняется, в свою очередь, «новизной» данной категории инвестфондов для российского рынка коллективных инвестиций (соответствующий нормативный акт вступил в силу только 1,5 года назад).

Кроме облигаций. Венчурный ПИФ вправе приобретать облигации и не-дочерних компаний.