

КОНСТРУКТИВНЫЕ РАЗЛИЧИЯ ФОНДОВ ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ И ВЕНЧУРНЫХ ФОНДОВ В РОССИИ

© 2011 Р.Р. Яфясов

Самарский государственный экономический университет

E-mail: raul.yafyasov@mail.ru

Малая изученность инструментов рынка коллективных инвестиций в России привела к недопониманию непрофессиональными инвесторами различий между определенными способами инвестирования. В статье рассматриваются цели и стратегии схожих инструментов рынка коллективных инвестиций: фондов прямых инвестиций и венчурных фондов, а также их основные конструктивные различия.

Ключевые слова: коллективные инвестиции, венчурный фонд, прямые инвестиции.

Рынок коллективных инвестиций для значительной части инвесторов (в том числе и институциональных) в российском его варианте ассоциируется, прежде всего, с наиболее популярными и понятными фондами акций, облигаций и смешанных инвестиций; отдельную нишу на нем занимают фонды недвижимости.

Вместе с тем можно отметить, что другие виды инвестиционных фондов в России по тем или иным причинам не столь популярны и известны, сколь вышеперечисленные инструменты. Среди них можно обозначить весьма интересные и в то же время неоднозначные формы. К таким, на наш взгляд, относятся закрытые паевые инвестиционные фонды прямых инвестиций (далее - фонды прямых инвестиций) и закрытые паевые инвестиционные фонды особо рискованных (венчурных) инвестиций (далее - венчурные ПИФы). В данный момент сложность заключается в том, что если у профессиональных игроков финансового рынка в лице управляющих компаний есть четкое понимание целей и стратегии каждой из данных категорий паевых фондов, то у потенциальных инвесторов и ряда представителей государственной и муниципальной властей такого осознания нет. Отчасти это объясняется более коротким (по сравнению с зарубежными странами) сроком работы венчурного капитала и привлечения прямых инвестиций на российском рынке; возможно, причиной стала неоднозначная позиция регулятора (Федеральной службой по финансовым рынкам РФ) в отношении этих фондов, закрепленная в профильном нормативном акте.

Несмотря на сказанное, на данный момент в России уже создано более 30 венчурных ПИФов, а фондов прямых инвестиций - 11. Венчурное

инвестирование, рассчитанное на новые бизнес-проекты и идеи, одним из способов своего воплощения имеет сегодня форму закрытого паевого инвестиционного фонда венчурных инвестиций¹.

Определенные законодателем (в лице регулятора рынка - ФСФР РФ) требования и условия формирования и деятельности такого фонда отвечают общим принципам реализации высокорисковых проектов с привлечением внешнего источника финансирования. Подтверждением тому является достаточно широкий (с позиции правового обозначения в российском законодательстве) 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 то же время установлены весьма жесткие ограничения на финансирование проектов венчурного фонда через заимствования. Например, лимит вексельного или облигационного займа установлен в размере 30 % от суммы активов фонда (на всех заемщиков) и 10%-ный лимит на каждого из них. Таким образом, 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-го года, 20 % по итогам

2-го и 30 % через 3 года с момента завершения формирования венчурного ПИФа.

Несмотря на такую 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-получатели инвестиций. Данный аспект деятельности фондов определяется законодательно. Закрытые паевые фонды (в отличие от открытых и интервальных) не имеют возможности сокращать объем финансирования (выход пайщиков из фонда) и, что более негативно, не имеют возможности в дополнительном привлечении средств в фонд после его формирования (привлечение новых инвесторов). Целесообразность единовременного размещения всех средств фонда в уставных капиталах таких компаний выглядит весьма сомнительной, поскольку 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 поэтапная схема финансирования в данном случае (с закрытым типом фонда) будет сопряжена с необходимостью проведения общего собрания пайщиков и государственной регистрацией изменений в правилах доверительного управления венчурным ПИФом.

Тем не менее можно ожидать, что возможные альтернативы в решении вопроса дополнительного финансирования даст в ближайшее время практика работы финансируемых государством венчурных ПИФов, пайщиком которых выступило учрежденное в 2006 г. государством ОАО “Российская венчурная компания” (РВК).

В отличие от венчурного ПИФа, фонд прямых инвестиций имеет меньше возможностей по размещению своих активов, хотя в целом значительно схож с венчурным ПИФом. 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, оценочно-го и туристического бизнеса. Фактически нормативное регулирование предопределяет как спо-

собы включения инвестора в бизнес-процесс (через дополнительные выпуски акций акционерных обществ), так и варианты 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), данные ценные бумаги не будут являться надлежащим активом.

Таким образом, следует четко определить, что же конструктивно отличает венчурные ПИФы от фондов прямых инвестиций. Как было обозначено ранее, 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.

Другими ключевыми отличиями двух рассматриваемых фондов являются следующие моменты:

- основными объектами инвестирования для фонда прямых инвестиций являются “непубличные” компании;

- венчурные фонды могут финансировать 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 венчур-

ной компании, которую финансирует фонд (нет возможности выкупить облигации, зарегистрированные без проспекта).

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

Инвестору при выборе 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 (см. рисунок). Основой для принятия соответствующего решения должно служить как представление о пер-

спективах 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 том числе 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 то же время “выбрала” 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” норма-

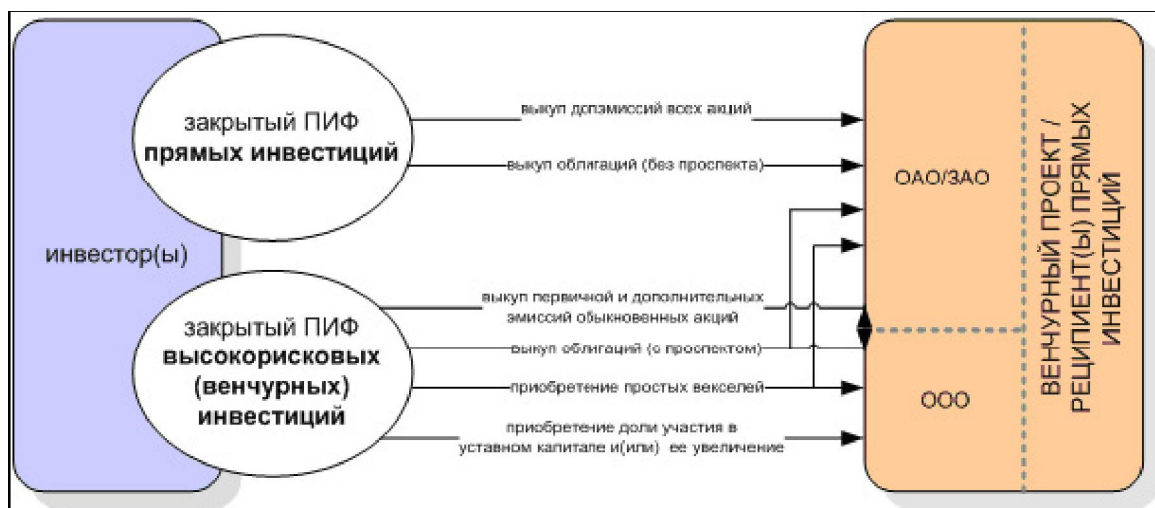


Рис. Взаимное сочетание венчурных ПИФов и фондов прямых инвестиций при дополнительном финансировании соответствующих проектов*

* Источник. Управляющая компания “ИМАС”. URL: <http://www.imac.ru>.

тивы 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, так как 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” включения 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 обеих 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 вне баланса материнской компании позволит:

- 1) оптимально организовать управление и финансирование каждого из направлений;
- 2) “закрыть” в фонде структуру собственников (бенефициариев) отдельной бизнес-единицы или стратегического пакета ценных бумаг.

Кроме того, разумным представляется включение системы паевых инвестиционных фондов различных категорий (вместе с венчурным фондом и фондом прямых инвестиций) в структуру собственности и передача функций по управлению акционерным капиталом профессиональной структуре в лице дочерней управляющей компании.

Если говорить об обеспечении 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).

¹ Управляющая компания “ИМАС”. URL: <http://www.imac.ru>.