

От корпоративного договора к соглашению пайщиков: опыт переноса корпоративных договоренностей из ООО в структуру ЗПИФ



Березина Юлия

Старший юрист практики корпоративного права и сделок M&A юридической фирмы «Томашевская и партнеры»

В последние годы на фоне усложнения работы с зарубежными структурами и последовательного курса государства на деофшоризацию владельцы крупного бизнеса массово возвращают холдинги в Россию. В поисках оптимальной формы для холдинговой компании, наряду с классическими обществами с ограниченной ответственностью и акционерными обществами, бенефициары все чаще обращаются к нетипичным для прошлого десятилетия решениям, таким как международные компании, специализированные финансовые организации или закрытые паевые инвестиционные фонды (ЗПИФ).

Первоначально задумывавшийся как нишевый инструмент для квалифицированных инвесторов, ЗПИФ на практике оказался настолько удобным способом владения активами, что для многих бизнес-групп стал ключевым звеном всей корпоративной инфраструктуры.

В статье рассмотрим следующие вопросы:

- ключевые преимущества ЗПИФ как холдинга;
- сложности владения бизнесом через ЗПИФ: где закрепить договоренности партнеров;
- система управления активами;

- ограничения на распоряжение паями;
- практические ограничения.

КЛЮЧЕВЫЕ ПРЕИМУЩЕСТВА ЗПИФ КАК ХОЛДИНГА

ЗПИФ привлекает бизнес прежде всего своим особым налоговым режимом, становится эффективным инструментом налогового планирования. Фонд не платит налог на прибыль до момента выплат пайщикам, что дает возможность реинвестировать доходы без дополнительных налоговых затрат.

Дополнительный мотив — высокий уровень конфиденциальности владения. Сведения о пайщиках фонда публично не раскрываются и не могут быть предоставлены третьим лицам (кроме официальных запросов государственных органов). Реестр ведет независимый специализированный регистратор, что создает дополнительный барьер для нежелательного внешнего вмешательства.

Не менее важно, что управление переданными в фонд активами осуществляет лицензированная управляющая компания, деятельность которой строго регламентирована, контролируется специализированным депозитарием и Банком России.

И, наконец, ЗПИФ служит средством защиты активов от прямого воздействия кредиторов. Имущество, переданное в фонд, обособляется от пайщика. Единственным возможным объектом взыскания становится сам инвестиционный пай, что усложняет кредиторам и рейдерам доступ к ключевым активам.

СЛОЖНОСТИ ВЛАДЕНИЯ БИЗНЕСОМ ЧЕРЕЗ ЗПИФ: ГДЕ ЗАКРЕПИТЬ ДОГОВОРЕННОСТИ ПАРТНЕРОВ

Однако ЗПИФ изначально создавался для того, чтобы держать и относительно «пассивно» управлять портфелем активов с высоким уровнем надзора регулятора (в лице ЦБ), а не для оперативного руководства группой компаний. Это заметно по его конструктивным ограничениям. В отличие от корпоративного права, законодательство о паевых инвестиционных фондах¹ прямо не предусматривает разнообразного набора инструментов для настройки прав и обязанностей владельцев бизнеса по отношению друг к другу и к компаниям группы.

Поскольку ЗПИФ не является юридическим лицом, в нем нельзя использовать классические инструменты корпоративного права, такие как корпоративный договор или устав. Ключевым документом фонда являются Правила доверительного управления (ПДУ). Именно ПДУ определяют инвестиционную стратегию, структуру активов, порядок принятия решений управляющей компанией и взаимодействие с пайщиками. Степень гибкости ПДУ существенно ниже, чем, например, устава корпорации.

Именно из этого противоречия — между удобством и популярностью ЗПИФ как «холдинга» и его негибкостью как инвестиционного фонда — родилась новая форма аналога «корпоративного договора» для ЗПИФ — соглашение пайщиков.

Следует оговорить, что в ситуациях, когда одну и ту же договоренность можно закрепить и через соглашение пайщиков, и через правила доверительного управления ЗПИФ (ПДУ), более прагматичным обычно оказывается второй вариант. Если какое-то действие противоречит ПДУ, управля-

ющая компания технически не может его выполнить, а значит, само нарушение не наступит. Например, не получится продать акции или доли компании, входящие в состав имущества ЗПИФ, если такая сделка не соответствует ПДУ (подробнее см. далее в разделе «Система управления активами»).

Иная логика работает с соглашением пайщиков: если действие ему противоречит, но технически осуществимо, негативное событие может произойти, и далеко не всегда его можно «развернуть». Например, истребовать паи, перешедшие третьему лицу в нарушение ограничений соглашения пайщиков, будет крайне сложно. В этом случае за нарушение соглашения сработает предусмотренная им ответственность (как правило, штраф или возмещение убытков), которая может быть несоразмерна реальным экономическим последствиям.

Однако далеко не все договоренности партнеров возможно переложить в формат ПДУ. В этом случае соглашение пайщиков является единственным вариантом закрепления бизнес-договоренностей (подробнее см. далее в разделе «Ограничения на распоряжение паями»).

СИСТЕМА УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ

Управление активами в «классическом» ЗПИФ

В «классическом» ЗПИФ активами управляет управляющая компания, имеющая соответствующую лицензию. Она реализует все права и обязанности акционера или участника по отношению к компаниям, чьи акции или доли входят в состав активов фонда: голосует на общих собраниях, определяет стратегию развития, распоряжается акциями и долями, получает и распределяет прибыль.

При этом управляющая компания действует самостоятельно и не обязана согласовывать свои реше-

¹ Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» (Закон об ИФ).

ния с пайщиками. Надзор за ее действиями осуществляет Банк России, а специализированный депозитарий согласует сделки по распоряжению имуществом ЗПИФ.

Пайщики, по сути, имеют только экономические права: они получают доход по инвестиционным паям и могут инициировать смену управляющей компании, но не участвуют в принятии конкретных управленческих решений в отношении активов, внесенных в ЗПИФ. И хотя формально именно пайщики владеют имуществом фонда, фактически они утрачивают возможность влиять на операционную деятельность бизнеса через привычные корпоративные механизмы.

Возможности пайщиков по контролю за активами ЗПИФ

Передавая акции или доли хозяйственных обществ в ЗПИФ, владельцы бизнеса фактически передают управляющей компании право принимать решения по вопросам, входящим в компетенцию общего собрания акционеров или участников этих обществ. Если не предусмотреть дополнительные механизмы, фактический контроль над ключевыми корпоративными вопросами перейдет от прежних собственников к управляющей компании. Несмотря на ее обязанность действовать в интересах пайщиков, для многих бенефициаров важно сохранить возможность влияния на стратегические решения.

Оптимальным инструментом для такого контроля становится создание в структуре ЗПИФ дополнительного органа управления — инвестиционного комитета (ИК). ИК может иметь иное название, например наблюдательный совет, контрольный комитет и иные. В состав ИК могут входить все пайщики или некоторые из них, а также назначенные ими лица (кроме управляющей компании и ее сотрудников). ПДУ фиксируют перечень вопросов, по которым управляющая компания не может принять решение без предварительного согласования с ИК.

То есть в ПДУ возможно установить, что управляющая компания вправе принимать решения по всем вопросам, входящим в компетенцию общего собрания акционеров или участников внесенных в ЗПИФ компаний, только с согласия ИК. Фактически процедура принятия решения становится двухзвенной: сначала обсуждение и одобрение на уровне ИК, затем реализация одобренной позиции управляющей компанией при голосовании на заседании общего собрания соответствующего общества. Тем самым состав принимающих решение лиц остается прежним.

Закон об ИФ не детализирует порядок работы ИК, оставляя его на усмотрение ПДУ. Это позволяет воспроизвести в ПДУ правила созыва и проведения заседаний ИК, схожие с процедурами для заседаний общего собрания акционеров или участников, либо упростить их. Аналогично возможно установить такие же пороги принятия решений ИК, какие действовали ранее на уровне общего собрания акционеров или участников переданной в ЗПИФ компании.

Дополнительный уровень контроля могут обеспечить минимальные доли участия пайщиков непосредственно в капитале компаний, акции или доли которых внесены в ЗПИФ (например, пакет в 1%). В таком случае договоренности (например, право вето владельцев такого пакета по ключевым вопросам) могут быть дополнительно зафиксированы в корпоративном договоре или уставе соответствующего общества. При этом необходимо учитывать, что подобная конструкция снижает уровень конфиденциальности: сведения об участниках ООО по общему правилу раскрываются в ЕГРЮЛ, а идентифицировать акционеров АО проще, чем пайщиков ЗПИФ.

Порядок работы и формат принятия решений советом директоров и единоличным исполнительным органом внесенных в ЗПИФ компаний остается прежним. Специальных дополнительных механизмов на этом уровне не требуется.

Дополнительные возможности контроля через соглашение пайщиков

С точки зрения управления активами грамотно сформированной компетенции ИК в ПДУ может быть достаточно. Вместе с тем в соглашении между собой пайщики могут обязаться голосовать по вопросам компетенции ИК или общего собрания пайщиков определенным образом. Например, можно предусмотреть, что при достижении определенных финансовых показателей бизнеса за год пайщики обеспечивают принятие решений о распределении прибыли в операционных обществах и последующем распределении дохода по паям в заранее оговоренном объеме.

Соглашение пайщиков может также содержать договорные механизмы разрешения тупиковых ситуаций, когда члены ИК или сами пайщики не могут прийти к решению по ключевому вопросу. В силу принципа свободы договора стороны соглашения пайщиков вправе предусмотреть практически любые применяемые на практике модели: передать принятие решения по тупиковому вопросу управляющей компании; привлечь медиатора; закрепить возникновение тупиковой ситуации в качестве триггера для реализации штрафного опциона на паи или выстроить через систему взаимных опционов на паи механизмы русской рулетки, техасской перестрелки и иные аналогичные конструкции.

Кроме того, соглашение пайщиков может устанавливать меры ответственности пайщиков за нарушение предусмотренных им договоренностей или ПДУ, например, в виде неустойки или обязанности нарушившего пайщика продать свои паи с дисконтом в пользу других пайщиков или заранее согласованного ими лица (например, одной из компаний группы). Более подробно про настройку правил отчуждения паев поговорим далее.

Стороной соглашения пайщиков может быть и управляющая компания ЗПИФ. Как самостоя-

тельный участник гражданского оборота, она может брать на себя обязательства по такому договору. Например, информировать пайщиков о значимых событиях в отношении активов фонда, о планируемых и совершенных сделках, изменении структуры портфеля или наступлении триггерных событий, представляющих интерес для пайщиков. Кроме того, управляющая компания может выступать посредником при разрешении тупиковых ситуаций между пайщиками в рамках действующего законодательства и ПДУ.

ОГРАНИЧЕНИЯ НА РАСПОРЯЖЕНИЕ ПАЯМИ

Сложнее перенести на уровень ЗПИФ договоренности о сохранении состава партнеров и недопущении в состав пайщиков третьих лиц. В корпоративных договоренностях для этого используют такие механизмы, как запрет выхода участника из ООО, требование согласия всех партнеров на продажу акций или долей третьим лицам, преимущественное право, право или обязанность присоединиться к сделке по выходу одного из партнеров (tag along или drag along).

Ни один из этих механизмов в настоящий момент прямо не предусмотрен для ЗПИФ законом. По умолчанию паи ЗПИФ свободно обращаются, их учет ведет специализированный регистратор. Управляющая компания и пайщики не знают, кому принадлежат паи в тот или иной момент, а актуальный реестр пайщиков предоставляется управляющей компании только по запросу, например, для проведения общего собрания пайщиков или ИК.

Согласие на отчуждение паев третьим лицам

Контролировать состав пайщиков можно за счет закрепления в ПДУ:

- требования получить согласие управляющей компании на передачу паев третьим лицам; и
- обязанности управляющей компании выдать согласие только с одобрения ИК, куда входят все пайщики.

Эта комбинация выступает аналогом запрета выхода из общества с ограниченной ответственностью, а также согласия других акционеров или участников на переход акций или долей третьим лицам.

Соглашение пайщиков может устанавливать детали процедуры, закрепить обязанность отдельных пайщиков голосовать на ИК по вопросу предоставления согласия определенным образом и предусмотреть санкции за нарушение таких обязанностей.

Выход с сохранением состава остальных пайщиков

Если необходимо обеспечить возможность выхода любого пайщика из ЗПИФ таким образом, чтобы состав остальных пайщиков не изменился (по аналогии с выходом участника из ООО), можно использовать следующую модель:

- 1 в ПДУ закрепляется необходимость получить согласие управляющей компании на передачу паев третьим лицам;
- 2 выдача такого согласия осуществляется только с одобрения ИК, куда входят все пайщики;
- 3 отсутствие согласия служит триггером для реализации опциона пут на пай:

2 Определение рыночной стоимости паев независимым оценщиком будет затруднено, поскольку управляющая компания не вправе предоставлять третьим лицам информацию о ЗПИФ в силу ограничений Закона об ИФ. Цена может определяться пропорционально стоимости активов ЗПИФ, соответствующей размеру пая выходящего пайщика, исходя из регулярной оценки активов ЗПИФ, проводимой управляющей компанией. Такая оценка базируется на стоимости чистых активов входящих в имущество ЗПИФ компаний и по экономическому смыслу сопоставима с определением действительной стоимости доли в ООО.

выходящий пайщик получает право продать свои пай либо каждому из остающихся пайщиков пропорционально, либо заранее определенной компании в составе активов ЗПИФ (SPV);

4

соглашение пайщиков содержит детальное описание работы механизма и определения цены выкупа паев².

Согласие на отчуждение паев другим пайщикам

Поскольку ПДУ может предусматривать необходимость получения согласия управляющей компании только при передаче паев третьим лицам, ограничения на передачу паев между пайщиками можно установить только в соглашении пайщиков.

Например, такое соглашение может:

- устанавливать обязательное уведомление остальных пайщиков о намерении передать пай;
- требовать их согласия на передачу паев;
- предусматривать штрафы за нарушение установленного порядка.

Преимущественное право на пай

С 1 марта 2026 г. станет возможно закреплять преимущественное право приобретения для всех или отдельных классов паев.

До момента вступления этих изменений в силу преимущественное право может быть реализовано через следующую конструкцию:

1 в ПДУ устанавливается необходимость получить согласие управляющей компании на передачу паев третьим лицам;

2 выдача такого согласия допускается только с одобрения ИК, куда входят все пайщики;

3 сам запрос согласия служит триггером для исполнения опционов колл остающихся пайщиков или SPV на паи выходящего пайщика, позволяя им выкупить паи выходящего пайщика по цене предложения третьего лица. Для полноценной работы механизма потребуются заранее заключить взаимные опционы на паи между пайщиками или между пайщиками и SPV.

Право пайщика присоединиться к сделке по продаже паев (tag along) и право принудить к продаже паев (drag along)

Аналогично модели для преимущественного права могут быть выстроены договоренности о праве присоединиться к сделке по продаже паев (tag along) и о праве выходящего пайщика принудить остальных продать свои паи третьему лицу (drag along). Пайщики заключают взаимные опционы на выкуп паев друг у друга, а соглашение пайщиков детально описывает события, являющиеся условием их исполнения.

Такими условиями для права присоединиться к сделке по продаже (tag along) могут быть запрос согласия у управляющей компании на продажу паев третьему лицу и отказ соответствующего пайщика реализовать свое преимущественное право.

Для права принудить к продаже (drag along) условием может выступить запрос одного или нескольких пайщиков управляющей компании согласовать продажу третьему лицу паев, количество которых превышает установленный соглашением пайщиков порог — например, 90% от общего числа паев в обращении.

ПРАКТИЧЕСКИЕ СЛОЖНОСТИ

При подготовке соглашения пайщиков целесообразно заранее обсудить реализуемость всех ключевых механизмов с управляющей компанией. Свобода договора в ЗПИФ объективно ограничена регуляторными рамками³, выход за пределы которых может повлечь то, что предусмотренные механизмы не сработают.

Например, если сторонами опционов на паи выступают физические лица, реализация таких опционов будет возможна при условии наличия у покупателя статуса квалифицированного инвестора и только при участии брокера. Поэтому до подписания опционов имеет смысл согласовать их формулировки с выбранным брокером, а также обсудить возможность его участия в качестве эскроу-агента по паям и гаранта автоматической реализации опционов.

Через соглашение пайщиков не получится ограничить переход паев по наследству. Даже неквалифицированный инвестор вправе унаследовать паи⁴, хотя до получения статуса квалифицированного инвестора он не сможет ими распоряжаться и получать дополнительные паи. Вопрос о том, переходят ли права и обязанности по опционам на паи к наследникам умершего пайщика, остается дискуссионным, поскольку отсутствует единая практика и детальные официальные разъяснения. Отметим, что проблема-

3 Подробнее см. <https://ao-journal.ru/est-li-svoboda-dogovora-u-zpif>.

4 Подпункт «з» п. 1.1 приказа ФСФР России от 05.04.2011 № 11-8/пз-н.

тика в этой части аналогична вопросам, возникающим при наследовании акций акционерных обществ.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Завершая разговор о выстраивании холдингов с использованием ЗПИФ, можно сказать, что ЗПИФ уже фактически стал полноценной альтернативой классическим корпоративным формам, хотя законодательство пока не успевает за практикой.

Для бенефициаров крупного бизнеса это означает, что работа с ЗПИФ требует не только учета налоговых и регуляторных преимуществ, но и внимательного выстраивания правовой архитектуры в виде продуманного ПДУ и детально проработанного соглашения пайщиков. Каждая договоренность между пайщиками должна быть предварительно проверена на соответствие регуляторным ограничениям и техническую реализуемость совместно с профессиональными участниками рынка. Такой подход обеспечит устойчивость структурированных через ЗПИФ холдингов и надежную защиту находящихся в них активов.

Приложение. Сравнение возможных моделей по управлению активами и сохранению состава партнеров в ООО, непубличном АО и ЗПИФ

	ООО	Непубличное АО	ЗПИФ
Контроль ключевых решений	Общее собрание участников, совет директоров	Общее собрание участников, совет директоров	Инвестиционный комитет, советы директоров внесенных в ЗПИФ компаний
Разрешение типовых ситуаций	Корпоративный договор, устав, опционы	Корпоративный договор, устав, опционы	Соглашение пайщиков, опционы на паи
Согласие на передачу	Гибкая настройка: устав + корпоративный договор	Гибкая настройка: устав + корпоративный договор	Третьим лицам: ■ ПДУ: согласие управляющей компании + решение ИК; ■ между пайщиками: соглашение пайщиков
Преимущественное право покупки	Можно «отключить» уставом	Можно «включить» уставом	Соглашение пайщиков, опционы на паи; с 1 марта 2026 г. — классы паев
Наследование	Можно ограничить уставом	Нет эффективного решения	Нет эффективного решения
Drag along/ tag along	Корпоративный договор, опционы	Корпоративный договор, опционы	Соглашение пайщиков, опционы на паи
Запрет выхода	Запрет выхода уставом, требование выкупа долей в определенных случаях	Требование выкупа акций в определенных случаях	■ ПДУ — запрет досрочного погашения паев ■ Соглашение пайщиков — согласие на отчуждение ■ Опционы на паи