

2007



**ДОКЛАД
ЭКСПЕРТНОЙ ГРУППЫ
ПО АЛЬТЕРНАТИВНЫМ
ИНВЕСТИЦИЯМ**

**Развитие прямых
инвестиций в Европе**



European Commission
Internat Market and Services DG



Российская Ассоциация
Прямого и Венчурного Инвестирования
(РАВИ)

Российская Ассоциация прямых и венчурных инвестиций (РАВИ) выражает благодарность Европейской Ассоциации прямого и венчурного инвестирования (EVCA) за предоставленный Доклад Экспертной Группы по альтернативным инвестициям, организованной Европейской Комиссией с целью поиска путей преодоления регуляторных препятствий, мешающих успешному развитию рынка прямых инвестиций в Европе.

Открытые Слушания Доклада прошли 19 июля 2006 года в Брюсселе.

РАВИ надеется, что рекомендации, изложенные в Докладе, будут использованы российскими фондами прямых и венчурных инвестиций, а также правительственными структурами, заинтересованными в развитии государственно-частного партнерства, направленного на поддержку инновационного сектора отечественной экономики, и выхода российских технологий на глобальные рынки.

Содержание

Содержание	3
Предисловие.....	5
Краткое содержание	7
Организация фондов	11
Распределение фондов прямых инвестиций за границей	12
Рекомендации	13
Создание среды для прямого инвестирования	13
Структура фондов	14
Распределение фондов прямых инвестиций за границей	15
1. Что такое прямые инвестиции:.....	16
1.1. Зачем нужен доклад о прямых инвестициях?	16
1.2. Инвестиционная среда	17
1.3. Характерные черты европейской индустрии прямых инвестиций.....	18
1.4. Значение прямых инвестиций	26
1.5. Развитие рынка Евросоюза.....	34
2. Среда, влияющая на индустрию прямых инвестиций	39
2.1. Стандарты индустрии	39

2.2. Политические перспективы.....	41
2.3. Государственное регулирование.....	43
2.4. Регулирование со стороны Евросоюза	44
3. Проблемы межгосударственных операций.....	48
3.1. Введение.....	48
3.2. Структура фондов	49
3.3. Маркетинг и продажа фондов через границы Евросоюза	56
Заключение	65

Предисловие

В июле 2005 года Европейская Комиссия организовала открытую дискуссию по поводу возможных путей укрепления европейской системы организации и поддержки инвестиционных фондов. В первую очередь, дискуссия касалась индивидуальных (малых) инвестиционных фондов, действующих в рамках существующего законодательства (UCITS1), однако Комиссия также обратила внимание на бурный рост рынка альтернативных инвестиций, куда входят фонды прямых инвестиций.

Результаты проведенного анализа и рекомендации, изложенные в Докладе, с учетом ответной реакции на них других заинтересованных сторон при оценке и выборе способов улучшения работы системы инвестиционных фондов опубликованы в ноябре 2006 года. Тогда как конкретные действия, необходимые для достижения улучшений в инвестиционной сфере, определены в «Белой книге» (официальный документ правительства Великобритании по вопросам текущей политики).

В настоящем Докладе отражена одна из первых возможностей, предоставленная группе практикующих сотрудников фондов прямых инвестиций, участвовать в политических дебатах по поводу развития этого быстроразвивающегося бизнеса. Доклад Экспертной Группы дает возможность представителям индустрии прямых инвестиций сформировать свое видение основных проблем и очертить области, где желательны улучшения. В то же время, он дает Комиссии шанс ознакомиться с существующими на сегодня мнениями о данной индустрии.

Европейская Комиссия пригласила Группу, чтобы она отчиталась в том, как работает индустрия, каковы ее определяющие характеристики, и имеются ли здесь какие-то регуляторные или иные препятствия, мешающие успешному развитию этого бизнеса в Европе.

¹ Директива от 20 декабря 1985 года по поводу координации законов, правил и административных положений, касающихся коллективных инвестиций в передаваемые ценные бумаги (UCITS)

Комиссия также надеется, что проведенный анализ и выработанные на его основе рекомендации приведут к возникновению еще более широкого обсуждения вопросов успешного развития этой индустрии в Европе.

Доклад суммирует итоги дискуссий в рамках Экспертной Группы по прямым инвестициям, которая регулярно собиралась (февраль—июнь 2006 года) и вносила новые дополнения в предварительный вариант Доклада.

Участие сотрудников Комиссии в работе Группы ограничивалось обеспечением благоприятных условий для дискуссии — секретарской поддержки в организации и проведении встреч, а также в составлении доклада. Следовательно, содержание доклада Группы не следует рассматривать как отражающее позиции Комиссии или ее служб.

Оценки и мнения Экспертной Группы были подвергнуты тщательной проверке и открытому обсуждению перед тем, как разрабатывать базис для официальной точки зрения. С этой целью службы Комиссии организовали Открытые Слушания в Брюсселе 19 июля 2006 года.

Краткое содержание

В настоящее время европейская индустрия прямых инвестиций растет и активно развивается. Этот процесс способствует укреплению цепочек финансирования европейских предприятий. Создание инфраструктуры играет существенную роль в привлечении капитала прямых инвестиций с целью его инвестирования, главным образом в частные предприятия, помогая таким образом этим компаниям расти и развиваться. Европейская индустрия прямых инвестиций может обеспечить институциональным инвесторам, ряд из которых занимаются предоставлением средств для инвестиций в виде капитала сбережений, страховых и пенсионных накоплений, привлекательные доходы на их инвестиции.

Успешная индустрия прямых инвестиций не является панацеей против слабой макроэкономической активности или недостаточной конкурентоспособности. Однако она может вносить важный вклад в обновление экономики путем «выращивания» новых предприятий и вливания средств в уже существующие компании. Посредством этого она может заложить основы устойчивого роста и создания рабочих мест и помочь добиться высокой конкурентоспособности на международной арене. Поскольку ЕС преследует цель использовать этот потенциал, необходимо достижение лучшего понимания многими государствами-членами ЕС, а также на уровне самого ЕС, способа организации и характера функционирования индустрии прямых инвестиций. Эта индустрия сможет сделать еще больший вклад, если в управленческих и налоговых кругах в масштабах всей Европы будут лучше понимать и учитывать присущие ей особенности.

В Докладе описывается индустрия прямых инвестиций и объясняется, почему они важны и чем они отличаются от других типов финансирования. Отдельно подчеркивается их исключительный вклад в повышение европейской конкурентоспособности и коммерциализацию инноваций, в укрепление руководства и управления компаниями, а также в подготовку компаний к будущему росту и выходу на IPO. Прямые инвестиции на практике доказали, что благодаря им одновременно увеличивается производительность, рентабельность и количество рабочих мест. Прямые инвестиции играют важную роль в выводе частных компаний на публичные

рынки и способствуют принятию передовых и прозрачных правил руководства.

В условиях благоприятствующей прямым инвестициям политики не следует забывать о важных особенностях и проблемах, с которыми придется встретиться разным сегментам этого бизнеса. Сделки на поздних стадиях и венчурный капитал имеют существенные различия с точки зрения экономического эффекта.

Финансирование на поздних стадиях (выкупа, реструктуризации) обладает огромным потенциалом роста, поддерживая полезные изменения в тех сегментах, где иначе дела пошли бы плохо или даже пришли бы к полному краху. Также оно может делать важный вклад в облегчение «смены поколений» в семейном бизнесе.

Также в Докладе представлен реалистичный взгляд на проблемы, с которыми сталкивается **индустрия венчурного капитала** в Европе, описывается механизм его работы и подчеркивается его исключительно важный вклад в дело стимулирования предпринимательства и создания новых рабочих мест. Венчурные инвестиции в растущие предприятия, новые технологии и индустриальные сектора в основном процветают в «кластерах²». Экспертная Группа рекомендует Евросоюзу способствовать возникновению подобных кластеров в Европе. Хотя проблемы, которые приходится решать при развитии этих двух рыночных сегментов, различаются в некоторых важных отношениях, однако, как венчурный капитал, так и выкупы сталкиваются с одними и теми же проблемами при попытках развития межгосударственной деятельности в рамках ЕС.

Индустрия прямых инвестиций успешно развивалась на основе отношений между опытными игроками, которые установились в соответствии с частными договоренностями, заключенными между менеджерами фондов и их «профессиональными» инвесторами. Эта индустрия в своей работе придерживается выработанных в тесном содружестве с инвесторами стандартов. Существующая в настоящее время смесь самоуправления и ненавязчивого наблюдательного управления остается жизнеспособной основой продолжающегося развития индустрии и ее бизнес-модели.

² Например, Силиконовая Долина, Бостон, Кембридж, Гренобль

Институциональная природа базы инвесторов является важным аргументом. Сказанным объясняется, почему данный класс активов не нуждается в назойливом регуляторном вмешательстве в ведение бизнеса и управление активами.

Тем не менее, еще есть проблемы в плане улучшения окружающей среды для прямых инвестиций. В настоящем Докладе упоминаются некоторые из наиболее важных преобразований, которые необходимы для обеспечения в Европе соответствующей налоговой и регуляторной политики и позволят ей успешно конкурировать с другими рынками прямых инвестиций, например США, и стать более привлекательной для инвестиций.

Поскольку правовое, налоговое и операционное окружение, в котором развиваются прямые инвестиции, определяется главным образом на [государственном или местном уровне](#), этот фактор должен находиться в центре внимания. Большинство государств-членов ЕС регулируют частично или полностью процедуру «создания» и осуществления прямой инвестиции (управляющий фонда, регистрация фонда). На самых продвинутых и успешных рынках Евросоюза создана более благоприятная среда для прямых инвестиций. В этом, как правило, реализуется политика в направлении стимулирования прямых инвестиций, основанная на признании их полезной роли для экономики в целом. Однако, некоторые государства-члены ЕС не всегда признают международные фонды из других государств-членов ЕС.

Поэтому Экспертная Группа призывает государственных политических деятелей использовать все доступные им средства для развития данного источника финансирования. Она призывает государства-члены ЕС обмениваться имеющимся у них опытом и создавать на местном или государственном уровне оптимальные условия для развития такой формы финансирования. В особенности это важно вследствие широко распространенного представления о том, что большинство неудач на рынке связаны с использованием венчурного капитала. Государства-члены ЕС в настоящее время располагают свободой действий в направлении разработки и осуществления эффективной программы поддержки этой важной деятельности, в частности, с использованием политики государственных субсидий.

Также следует уделить внимание проблемам и задачам европейского уровня: политики Евросоюза должны учитывать специфические

характеристики индустрии прямых инвестиций при любых попытках внесения изменений в законы. Принятие отдельных законов о компаниях и некоторые инициативы в сфере финансов или бухучета имели плачевные последствия для индустрии прямых инвестиций. Все это может привести к правовой неопределенности в требованиях по отчетности и соответствию разным правилам, а также к разным толкованиям законов в разных государствах, что совсем не подходит для бизнес-моделей с участием прямых инвестиций. Выразительными иллюстрациями этому являются определения «малых и средних предприятий» (SMEs), Международные стандарты финансовой отчетности (IFRS) и Положения Директивы Евросоюза о рынках финансовых инструментов. Группа просит о том, чтобы данные Положения были пересмотрены и приведены в соответствие с реалиями прямых инвестиций, а также ходатайствует о том, чтобы проводилось систематическое наблюдение и оценка того, как воздействуют [законы о компаниях и финансовых службах на индустрию прямых инвестиций](#).

Однако важнейшей задачей для ЕС является обеспечение практичного и благоразумного подхода к начислению налогов и надзору за исходящей из других государств-членов деятельностью в сфере прямых инвестиций. В Европе государственные властные структуры разных стран не связаны между собой и значительно фрагментированы. Они с трудом идут навстречу всевозрастающему проникновению через государственные границы индустрии прямых инвестиций.

Всем понятно, что межгосударственные инвестиции имели бы большее значение, если бы денежные средства не сталкивались при своем движении с постоянными административными барьерами и ограничениями при совершении межгосударственных сделок или при мобилизации капитала.

Участники рынка в большей степени «обращены на себя», чем это следовало бы на общем рынке. Мобилизация капитала и инвестиции распределены неравномерно по пространству ЕС. Государства-члены смогли взаимно отрегулировать свои подходы к налогам и контролю в других финансовых секторах. Нам необходимо на основании этих прецедентов найти разумные и прагматичные подходы к содействию развития международной индустрии прямых инвестиций.

В настоящем Докладе изучаются основные препятствия развитию индустрии прямых инвестиций в масштабах всей Европы. Приводятся

доводы в пользу того, что дальнейшая интеграция рынка ЕС сможет позволить прямым инвестициям в полной мере играть свою роль поддержки и возрождения предпринимательства. Рассматривается возможность пропорциональных изменений на основе концепции всеобщего признания существующих государственных законов и согласованного подхода к решению общеевропейских проблем. Эта публикация не является всеобъемлющим докладом обо всех аспектах рынков прямых инвестиций, однако в ней с особым вниманием рассматриваются две наиболее важные области, в которых должны быть предприняты шаги по направлению к развитию и интеграции рынка: организация фондов и маркетинг фондов. Прогресс в этих направлениях приведет к увеличению эффективности рынка Евросоюза с выгодой для инвесторов и обеспечит беспрепятственный поток инвестиций в компании во всех государствах-членах.

Организация фондов

На эффективность индустрии прямых инвестиций Евросоюза отрицательное влияние оказывает чрезмерно усложненная и неподходящая организация фондов, не способствующая межгосударственным инвестициям. Дополнительные расходы и дополнительные риски, с которыми приходится сталкиваться инвесторам, делают европейскую индустрию прямых инвестиций менее эффективной, чем она могла бы быть, например, по сравнению с США. Особенно эта ситуация неблагоприятна для венчурных фондов и фондов поздних стадий, а также для игроков, действующих на малых и менее развитых рынках. Межгосударственные прямые инвестиции должны стать столь же обычным путем финансирования проектов на территории Евросоюза, как и другие финансовые сделки (например, свободная покупка акций).

- Основным принципом прозрачного и сочетаемого с понятием единого рынка налогообложения фондов прямых инвестиций должно быть обложение инвестора **налогами на доход от прироста капитала** только налоговыми органами его «родного» государства.
- В отношении налогов на доход от прироста капитала фондов прямых инвестиций, которые сочтены финансово прозрачными в своем родном государстве, государства-члены должны просматривать всю

организационную систему прямой инвестиции вплоть до **первичного инвестора**, чтобы убедиться в том, что налоги взимаются только в родном государстве инвестора. Учреждениям ЕС и государствам-членам необходимо предпринять соответствующие шаги для приведения в систему взаимного признания фондами прямых инвестиций финансово прозрачной структуры получения доходов от прироста капитала (наподобие инвестиций публичного акционерного капитала).

- Группа рекомендует, чтобы в отношении налогообложения государства-члены рассматривали инвестиции, механизм осуществления которых эквивалентен прямому инвестированию, аналогично инвестициям в акции. В частности, государства-члены, в которых в фонды, собранные из многих стран, нанимаются на работу зависимые консультанты для управления местными инвестициями, не должны использовать это местное присутствие, чтобы претендовать на установление своей юрисдикции над доходом от прироста к капиталу данного фонда. **Говоря точнее, это предполагает не рассматривать в налоговых целях присутствие в фонде местных советников как постоянное учреждение.**

Распределение фондов прямых инвестиций за границей

Экспертная Группа обращается к учреждениям ЕС и государствам-членам с призывом способствовать продвижению и размещению прямых инвестиций в другие государства-члены ЕС, которые должны практиковать последовательный и ненавязчивый подход к исполнению законов Евросоюза, влияющих на индустрию прямых инвестиций, и не вводить препятствий профессиональным инвесторам, занимающимся фондами прямых инвестиций.

Группа рекомендует как учреждениям ЕС, так и государствам-членам ЕС добиваться единого понимания параметров «частного размещения» (private placement), включая добавление положений к существующим общественным законам, касающимся понятия «квалифицированный инвестор» (связанного с опытом инвестора и частотой совершения им сделок).

Рекомендации

Создание среды для прямого инвестирования

- Экспертная Группа настоятельно рекомендует политическим деятелям государств использовать все доступные им средства для развития прямых инвестиций. Мы убедительно советуем государствам-членам ЕС обменяться имеющимся у них опытом и создать оптимальные условия на местном/государственном уровне, способствующие развитию этой важной формы финансирования. Группа полагает, что институциональные инвесторы не должны сталкиваться с произволом чиновников и устаревшими ограничениями. Группа считает, что постоянно нарастает потребность в том, чтобы «концепция здравомыслящего человека» начала бы применяться в отношении институциональных инвесторов по всему Евросоюзу. Начать можно с тех инвестиционных сообществ, для которых эта концепция уже существует, но все еще применяется некорректно, посредством внедрения директив IORP³ всеми государственными пенсионными службами.
- Экспертная Группа рекомендует политическим деятелям учитывать интересы индустрии прямых инвестиций при работе с существующими и разработке новых законов. Чтобы избежать непредвиденных отрицательных воздействий каких-либо инициатив Евросоюза на данную индустрию, при оценке возможных последствий следует включать характеристики индустрии прямых инвестиций. Политические цели должны быть разработаны с пониманием основных движущих сил индустрии, чтобы любые мероприятия имели запланированные последствия.
- При составлении своих рекомендаций Группа допускает, что работники индустрии сами должны проявить больше активности, открыто объяснять особенности этого бизнеса широкой публике, четко

³ *Institutions for Occupations Retirement Provision (or "Pension Fund Directive")*

очерчивая при этом цели, структуру и характеристики индустрии прямых инвестиций. Группа утверждает, что государства-члены ЕС должны уделить максимальное внимание вопросам, затрагивающим индустрию прямых инвестиций, и приведению в действие государственных законов и законов Евросоюза, чтобы не создавать препятствий развитию единого рынка для фондов прямых инвестиций. Нужно помнить о том, что особенно страдают от неудачно составленных законов фонды, оперирующие небольшими объемами капитала.

Структура фондов

- Основным принципом прозрачного и сочетаемого с понятием единого рынка налогообложения фондов прямых инвестиций должно быть обложение инвестора налогами на доход от прироста капитала только налоговыми органами его родного государства. В отношении налогов на доход от прироста капитала фондов прямых инвестиций, которые сочтены финансово прозрачными в своем родном государстве, государства-члены должны просматривать всю организационную систему прямой инвестиции вплоть до конечного инвестора, чтобы убедиться в том, что налоги взимаются только в родном государстве инвестора. Учреждениям ЕС и государствам-членам необходимо предпринять соответствующие шаги в направлении создания системы взаимного признания фонда-ми прямых инвестиций финансово прозрачной структуры друг друга.

Группа рекомендует, чтобы в целях налогообложения государства-члены обращались с инвестициями, в составе которых используются (в общем фонде активов) прямые инвестиции, тем же способом, каким они обращаются с инвестициями [публичного акционерного капитала](#). В частности, государства-члены ЕС, где в фонды прямых инвестиций нанимаются на работу менеджеры для управления местными инвестициями, не должны использовать этот факт, чтобы претендовать на установление своей юрисдикции над доходом от прироста капитала данного фонда.

Распределение фондов прямых инвестиций за границей

Экспертная Группа призывает Европейскую Комиссию и государства-члены ЕС продумать ряд шагов по улучшению ситуации, в которой находятся менеджеры фондов прямых инвестиций Евросоюза, желающие выйти на рынки других государств-членов ЕС. Необходимо определить, что такое «частное размещение», кто может его применять и кто может подпадать под право участвовать в таком размещении. Основными характеристиками частного размещения является то, что договорные взаимоотношения между частными учреждениями ничем не регламентируются, при условии, что договорившиеся стороны полностью понимают природу сделки, включая все сопутствующие ей риски, а также то, что любые переговоры ведутся не публично, а в частном порядке.

Группа рекомендует учреждениям ЕС и государствам-членам ЕС добиваться единого понимания параметров «частного размещения», например, посредством внесения положений к существующим общественным законам, включая понятие «квалифицированный инвестор» (связанного с опытом инвестора и частотой совершения им сделок).

1. Что такое прямые инвестиции:

1.1. Зачем нужен доклад о прямых инвестициях?

Создание интегрированного единого европейского рынка для финансовых операций и услуг является одной из стратегических задач Европейского Союза. В настоящее время Европейская Комиссия занимается поиском путей улучшения условий, в которых работают фирмы, занимающиеся межгосударственными финансовыми операциями и услугами, и путей содействия развитию бизнеса и Европе. В «Белой книге» Европейской Комиссии в разделе Политики Финансовых Услуг 2005-2010 утверждается среди прочего: «...чтобы поддерживать новые и инновационные фирмы и усиливать экономический рост, необходимо улучшение работы рынка рискованного капитала ... определение приоритетов для любых дальнейших инициатив в сфере венчурного капитала будет чрезвычайно важно и будет находиться в центре внимания Комиссии в следующие 5 лет». Экспертная Группа рассматривает ряд инициатив, предложенных для достижения этих целей.

В настоящем Докладе утверждается, что государства-члены ЕС должны лучше понимать и выше ценить назначение, роль и возможности индустрии прямых инвестиций в деле стимулирования экономического роста и развития инновационного, конкурентоспособного и успешного бизнеса. Таким образом, одна из основных целей этого доклада — рассмотрение данного вопроса с точки зрения управляющего прямыми инвестициями (венчурного капиталиста). Индустрия прямых инвестиций могла бы приносить больше пользы, если бы окружающие условия были более благоприятными. В рамках Доклада для Европейской Комиссии и других политических деятелей разработан ряд Рекомендаций, которые следует как можно быстрее применять с целью развития внутреннего рынка европейских прямых инвестиций в кратчайшие сроки. В нем также намечаются более долгосрочные меры, которые, по мнению Группы, должны быть предприняты государствами-членами.

Доклад преследует три цели:

- Объяснить суть прямых инвестиций.
- Объяснить, как работают и какой вклад вносят прямые инвестиции в экономику ЕС.
- Указать политическим деятелям на препятствия, мешающие развитию европейской межгосударственной индустрии прямых инвестиций.

Данный Доклад не охватывает всех аспектов деятельности рынка прямых инвестиций. В первую очередь в нем рассматриваются те вопросы, которые волнуют управляющих фондов прямых инвестиций. Доклад основан на «свидетельствах очевидцев» и дает практические рекомендации по улучшению ситуации в ЕС. Материал Доклада соответствует намеченным в Лиссабоне⁴ приоритетным целям стимулирования экономического развития и создания рабочих мест в ЕС.

1.2. Инвестиционная среда

В первое время после своего появления в Европе в 80-х годах прямые инвестиции рассматривались, скорее, как нишевый игрок широкого европейского глобального финансового сектора. Однако их быстрое развитие в течение последних 10 лет, на протяжении которых были как взлеты, так и падения (например, «мыльный пузырь с дот-комами»), заставили пересмотреть отношение к этой индустрии. Рост объемов капитала под управлением фондов прямого инвестирования между 2002-2005 годами, вывел этот класс активов на уровень, более высокий, чем перед событиями с «дот-комами», и сделал его объектом внимания более широкого ранга инвесторов. Он также привлек внимание национальных и европейских политиков и представителей властных структур.

⁴ *Соглашение лидеров Европейского Союза на Весеннем саммите в Лиссабоне в 2000 году с целью создания в Европе наиболее конкурентоспособной, основанной на знаниях экономики к 2010 году*

Прямые инвестиции как класс активов являются, вероятно, наименее прозрачным сегментом сегодняшних финансовых рынков. Несомненно, это один из наиболее специализированных сегментов. Прямые инвестиции могут быть связаны с большим риском на уровне отдельной компании, однако на уровне портфеля они сравнимы с другими классами активов и обладают огромным потенциалом получения прибыли.

В Докладе освещается целый ряд важных вопросов, которые сегодня встают перед индустрией, основные проблемы ведения бизнеса в Евросоюзе, а также успешные практические примеры, которые можно использовать и на других рынках.

Прямые инвестиции являются совершенно особой частью всей индустрии управления активами. Финансирование в виде прямых инвестиций рассматривается институциональными инвесторами на более развитых рынках как составная часть их общей деятельности по размещению акционерного капитала, в то время как институциональным инвесторам на менее развитых рынках во многих случаях запрещается (согласно действующим местным законодательствам) инвестировать в этот класс активов.

Для инвесторов привлекательность прямых инвестиций заключается в потенциально высокой (с учетом риска) доходности инвестиции, в сравнении с доходностью активов, котирующихся на бирже. Высокая доходность прямых инвестиций объясняется ростом стоимости инвестиции при непосредственном и долгосрочном влиянии на развитие портфельных компаний, в отличие от инвестиций в публичный акционерный капитал. Более активное предпринимательское участие в создании стоимости в промежуточном периоде лежит в основе привлекательности прямых инвестиций.

1.3. Характерные черты европейской индустрии прямых инвестиций

В индустрии прямых инвестиций базовыми являются два процесса: сбор капитала от опытных инвесторов и создание фонда и собственно инвестиционный процесс.

Под прямым инвестированием понимается предоставление капитала и управленческого опыта компаниям с целью приумножения стоимости компании и, в результате осуществления выхода, — создания доходности на капитал по прошествии более или менее продолжительного «периода владения». В Европе термины «венчурный капитал» и «прямые инвестиции» или «рисковый капитал» часто используются как синонимы. В данной публикации термин «прямые инвестиции» используется как объединяющий для обозначения всех составляющих стадий финансирования:

- **Венчурного капитала** — для начальных стадий.
- **Капитала расширения** — для более поздних стадий.
- **Капитала поздних стадий**

Каждый сегмент рынка соответствует конкретному профилю компании или ситуации, использует различные финансовые структуры и характеризуется разной продолжительностью периодов владения. В данном случае «капитал расширения» подпадает под категорию «венчурного капитала». В Докладе приводятся различия между рынком венчурного капитала и рынком поздних стадий, но рынок капитала расширения отдельно не выделяется.

Различия в терминологии между Европой и США

	Индустрия прямых инвестиций		
Европа	Венчурный капитал	Капитал на стадии расширения	Капитал поздних стадий – выкуп управляющими и реструктуризация
США	Венчурный капитал		Прямые инвестиции

- **Венчурный капитал**

Венчурный капитал инвестируется в молодые быстроразвивающиеся компании и является важнейшей частью всего цикла прямого инвестирования. Он предоставляет средства для стартапов в самом начале их существования или на первых этапах их технического или коммерческого развития. В большинстве своем это касается технологических компаний, занятых в отраслях телекоммуникаций, информационных носителей, наук о жизни, электроники и новых материалов. Инвестиции чаще всего осуществляются в виде покупки небольшой доли акционерного капитала несколькими фондами венчурного капитала, инвестирующими параллельно в следующих друг за другом раундах финансирования. Инвесторы активно вовлечены в определение стратегии своей портфельной компании, наем ключевого персонала, организацию поиска источников дальнейшего финансирования и обсуждение партнерских взаимоотношений с крупными корпорациями.

- **Капитал на стадии расширения**

На более поздней стадии расширения (или роста) финансирование происходит путем покупки доли в акционерном капитале в уже существующих, как правило, прибыльно работающих компаниях путем подписки на новый капитал (акционерный или квазиакционерный). В этом случае для успешного роста получивших инвестиции компаний необходимо объединение их финансовых структур, например, чтобы развить новые продукты или услуги, основать новое подразделение, осуществить поглощение или увеличить рабочие мощности.

- **Капитал поздних стадий**

Инвестиции на поздних стадиях являются в основной своей массе инвестициями, сделанными в компании вместе с действующими управляющими (выкуп управляющими, или MBO) или же с новой управляющей командой (выкуп внешними управляющими, или MBI). Для этого обычно используются сложные финансовые приемы, включающие в себя банковское финансирование. Возможности для выкупов появляются при продаже семейных предприятий, продаже корпорацией своих второстепенных подразделений, приватизации

котирующейся на бирже компании и продажах, производимых финансовыми акционерами. Фонды выкупов не специализируются по отдельным отраслям, хотя большинство их менеджеров специализируются по различным секторам.

Типичные особенности индустрии прямых инвестиций

1. Инвестиции осуществляются **специально организованной профессиональной командой** преимущественно в не котирующиеся на бирже компании.
2. Одной из главных задач является **активное участие в увеличении стоимости портфельной компании**.
3. Привлечение капитала **из определенных объединенных резервов (фондов)**.
4. Установление **договорных отношений с квалифицированными инвесторами-профессионалами**.
5. Построение **схемы получения прибыли** с включением в нее **интересов инвесторов**.
6. **Сильная система самоконтроля** с определенными требованиями по отчетности и проведению оценок.
7. **Сохранение автономного управления** каждой отдельной компанией.
8. **Стратегия инвестирования является средне- и долгосрочной**, как и период владения активами.
9. **Конечной целью является получение финансовой прибыли** в результате перепродажи или выпуска акций компании на публичных торгах.

Специальная профессиональная инвестиционная команда⁵. Команда менеджеров, занимающаяся управлением инвестициями (управляющие фондом прямых инвестиций), наращивает стоимость вложений, работая с компаниями (или приняв на себя управление ими), в которые производятся портфельные инвестиции на протяжении относительно долгого периода владения (3-5 лет и более). Управляющий фондом обычно оказывает существенное влияние как на свои портфельные компании и их управляющие команды, так и на стратегию развития компании в целом. Обычно фондом управляет группа профессионалов, хорошо знакомых со сферой деятельности портфельной компании, пристально наблюдающих за ее развитием и вносящих свой вклад в рост ее стоимости. Их задачами являются максимальное увеличение стоимости портфельной компании и создание доходов для своих инвесторов путем прямой продажи компании или выпуска ее акций на публичные торги на фондовой бирже (IPO).

Активное участие в увеличении стоимости и корпоративное управление. Активное участие в увеличении стоимости компании на любом этапе инвестиционного процесса, повышение прибыльности и/или развитие предприятия является существенным компонентом получения доходов. Портфельные компании постоянно подвергаются тщательному анализу и контролю, необходимым для улучшения работы с самого начала сделки и до конечного выхода из нее.

Получение капитала из фондов. Большинство прямых инвестиций поступают из специальных инвестиционных учреждений, имеющих форму независимых частных закрытых инвестиционных фондов с фиксированным сроком жизни, как правило, ограниченным десятью годами, но который может быть продлен по договору со своими инвесторами. Сумма капитала обычно устанавливается вначале существования фонда. После того как заканчивается период сбора средств, фонд закрывается для новых инвесторов и начинает инвестиционный процесс в ряд намеченных компаний (в рамках заранее оговоренной стратегии), чтобы создать диверсифицированный портфель для своих инвесторов.

⁵ В число менеджеров прямых инвестиций здесь включены консультанты по прямым инвестициям, поскольку многие управляющие команды фондов прямых инвестиций организованы по типу консультативных групп.

Хорошо информированные, профессиональные инвесторы.

Инвесторами в европейских фондах прямых инвестиций в большинстве своем являются «институциональные инвесторы» — пенсионные фонды, страховые компании и банки. В совокупности они составили за период 2000-2005 годов 85% от общего числа инвесторов в фонды прямых инвестиций. Также к вложению в фонды прямых инвестиций все больше проявляют интерес и частные лица, обладающие большим капиталом. Все эти инвесторы, как институциональные, так и индивидуальные, рассматриваются как «профессиональные», которые в состоянии самостоятельно принимать инвестиционные решения и связанные с ними риски. Фонды фондов также становятся все более доступными, в том числе и для небольших организаций. Ограниченное число индивидуальных инвестиций также может осуществляться посредством перечисленных организаций, особенно в Соединенном Королевстве, где имеется целый ряд подобных организаций. Отмечается также возрастающая активность в сфере корпоративного венчура, а также «неофициального» венчурного финансирования со стороны «бизнес-ангелов» — состоятельных лиц, обладающим опытом в бизнесе.

Договорные отношения с инвесторами. Договорные условия работы этих фондов вырабатываются в результате прямых переговоров между инвесторами и управляющей командой фонда, которая ориентируется на интересы инвесторов. В число этих условий входят величины вклада капитала со стороны управляющей команды (обычно 1% капитала) и «удерживаемого вознаграждения», являющегося долей участия команды в прибыли (обычно 20%), которую они получают после того, как инвесторы получают прибыль на свой вложенный капитал. Вознаграждение управляющим составляет 1,5—2,5% от величины управляемых активов в год, в зависимости от размеров и стратегии фонда. Обычно высокий процент вознаграждения присущ фондам венчурного капитала, инвестирующим интенсивно и небольшими объемами, а низкий процент — огромным фондам выкупов.

Схемы распределения прибылей, учитывающие как интересы управляющих, так и интересы инвесторов. Управляющий фондом прямых инвестиций получает свою долю прибыли в виде «удерживаемого вознаграждения» только после того, как его инвесторы получили обратно свой первоначальный капитал и причитающуюся долю прибыли. Как правило, это происходит не раньше, чем на 5-6 год жизни фонда. Разработаны специальные «опционы на возврат» и «условия

депонирования», позволяющие уравнивать интересы всех участников и обеспечивающие получение всеми акционерами фонда своих договорных доходов от прироста капитала во время ликвидации фонда.

Существует также уравнивание интересов фонда и управляющих портфельными компаниями. Системы поощрений и стимулирования персонала в профинансированных путем прямых инвестиций компаниях часто являются лучше сбалансированными, чем в публичных компаниях, при этом интересы владельцев и управляющих тесно переплетаются за столом заседаний Совета Директоров. Основное внимание направляется не на краткосрочные цели выполнения квартальных планов, подчиняющихся давлению рынка, а на долгосрочную перспективу и рост. Более отдаленным горизонты действия для каждой инвестиции позволяют управляющим принимать решения, основанные в большей степени на соображениях долгосрочной рентабельной работы, а не на краткосрочной цене акций, — мнение акционеров влияет на стоимость компании в меньшей степени.

Сильная система саморегуляции с определенными требованиями по отчетности и проведению оценок. Управляющие прямыми инвестициями регулярно (самое меньшее, раз в 6 месяцев) составляют Отчет о работе и успехах инвестиций. Обычно существует конфиденциальное соглашение с инвесторами о гарантированном сохранении в тайне «частной» информации, относящейся к портфельным компаниям, раскрытие которой может нанести вред проинвестированным компаниям. В отличие от инвестиций в публично торгуемые ценные бумаги, где существуют вполне определенные цены, оценка прямых инвестиций производится периодически (обычно раз в квартал). В Европе почти все фонды опираются на согласованные «международные» директивы проведения оценок, основанные на бухгалтерской концепции «обоснованной стоимости» Международных стандартов финансовой отчетности (IFRS).

Сохранение автономного управления каждой отдельной компанией. Каждая инвестиция находится под управлением автономной независимой управляющей команды, работа которой вознаграждается долевым участием в акционерном или квазиакционерном капитале, приносящим им, так же как и управляющим фондами и их инвесторам, долю участия в прибылях, непосредственно связанных со стоимостью, созданной к моменту выхода из инвестиции.

Стратегия инвестирования является средне- и долгосрочной, так же как и период владения активами. Практически, управляющий прямой инвестицией всегда рассчитывает на средне- или долгосрочный период владения акциями, который для инвестиций поздних стадий обычно составляет 3-5 лет, что базируется на стратегии управляющей команды и бизнес-плане развития и создания стоимости в компании. В случае инвестиций ранних стадий и инвестиций в технологии — период владения акциями часто бывает более продолжительным (5-7 лет и больше).

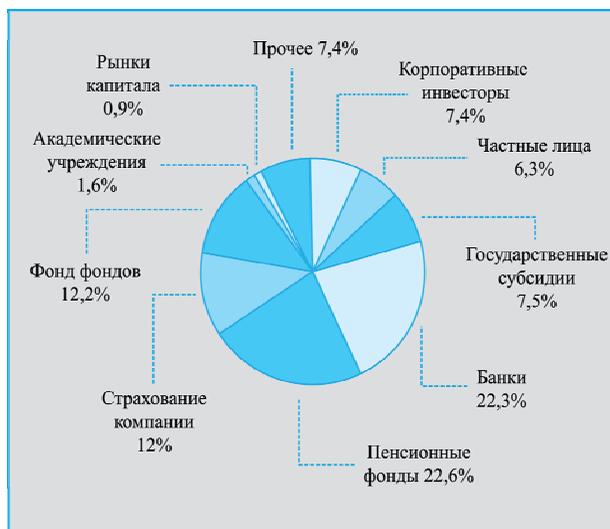
Конечной целью является получение финансовой прибыли в результате выпуска и продажи акций компании на публичных торгах. Отличительной чертой прямых инвестиций является то, что финансовое вознаграждение инвесторов, управляющей инвестицией команды и управляющих портфельной компании почти полностью осуществляется из созданной стоимости, реализованной при выходе (путем IPO или прямой продажи) из инвестиции отдельной компании в составе портфеля фонда. Важной частью стратегии управляющей инвестицией команды/управляющего прямыми инвестициями является, таким образом, ранний поиск альтернативных путей выхода из инвестиции.

В целом, прямые инвестиции не так легко продать. В той же степени, обязательства по отношению к фонду прямых инвестиций являются обычно таковыми вплоть до самого конца жизни фонда. Таким образом, прямые инвестиции часто рассматриваются как неликвидные. Однако акции отдельного инвестора в фонде прямых инвестиций могут быть изъяты путем организованной в частном порядке «вторичной» сделки; этот «вторичный рынок» достаточно активен и позволяет инвестору выйти из инвестиции, если он сочтет для себя невозможным держать эти средства до состояния зрелости.

1.4. Значение прямых инвестиций

Структуры, активно занимающиеся долгосрочными сбережениями в целях пенсионного обеспечения, являются наиболее активными прямыми инвесторами. К таковым относятся пенсионные фонды, банки, страховые компании, а также благотворительные фонды. Из-за нехватки своих собственных ресурсов и специального опыта эти инвесторы обычно предоставляют возможность заниматься инвестиционной деятельностью — отбором, осуществлением и управлением инвестициями — профессиональным фирмам прямых инвестиций. Эти фирмы специализируются на различных стадиях прямых инвестиций. Они обладают соответствующим опытом и ноу-хау, применимыми к разным формам процесса создания стоимости.

Инвесторы в прямые инвестиции в Европе (1999-2005)



Источник: EVCA/Thomson Venture Economics and PricewaterhouseCoopers

Принимаемое институциональным инвестором решение о вложении своих средств в прямые инвестиции основано на желании оптимизировать доходы от инвестиций, **сохраняя приемлемый уровень риска**, при условии

удовлетворения требованиям по активам и пассивам по устойчивым долгосрочным доходам, как и для многих организаций, управляющих долгосрочными сбережениями или пенсионными активами. Институциональные источники капитала, вследствие того, что они предназначены исключительно для сохранения сбережений и доходов на будущее, являются консервативными по своей природе. Благодаря развитию профессионализма менеджеров и приданию законного статуса индустрии прямых инвестиций, эти консервативные инвесторы начали все более активно размещать большие суммы своих капиталов в прямые инвестиции.

Успех индустрии прямых инвестиций зависит от ее способности продемонстрировать, что инвестиционная активность в итоге создает положительные соответствующие уровню риска доходы на инвестиции. Кто не может дать таких гарантий и выполнить их, не сможет удержаться на рынке.

Хотя связанные с акционерным капиталом финансовые процедуры значительно варьируются в пределах границ Евросоюза, в интересах развития экономики следует поддерживать высокоразвитую культуру акционерного капитала. Роль прямых инвестиций, в контексте связанных с акционерным капиталом финансовых процедур, заключается в создании пути передачи капитала в те компании, которые не могут воспользоваться услугами рынков **публичного акционерного капитала**. Благодаря своей способности привлекать частный капитал от инвесторов, диверсифицировать индивидуальные инвестиционные риски в инвестиционном портфеле фонда и направлять собранные средства на потенциально перспективные проекты, индустрия прямых инвестиций выполняет очень важную роль на рынке капитала. Успех прямых инвестиций в поддержке компаний на всех стадиях их развития может явиться важным вкладом в общий успех экономики любой страны.

Особые экономические функции венчурного капитала. Венчурным инвестициям присущ существенный риск, поскольку венчурные проекты — это проекты в новые технологии и/или непроверенные на практике стратегии бизнеса. Венчурные инвестиции стимулируют развитие инноваций, финансируя молодые компании с инновационными идеями, а также создают рабочие места для квалифицированной рабочей силы. Венчурные инвестиции способствуют созданию новых рабочих мест и новых материальных ценностей. Индустрия венчурного капитала создает

каналы передачи частного капитала в сектор экономики, где отсутствует доступ к рынкам публичного капитала

Особые экономические функции инвестиций в компании на стадии расширения. На стадии расширения инвестиции не столь рискованны, как венчурные — капитал вкладывается в уже существующие, обычно уже рентабельные, компании. Такие инвестиции могут служить источником средств для постройки новых помещений, фабрик, покупки оборудования, для развития продуктов или услуг, а также служат для поддержки процесса интернационализации, помогают повышению уровня и управленческих навыков руководства.

Особые экономические функции инвестиций в компании на поздних стадиях и стадиях реструктуризации. Инвестиции на поздних стадиях связаны с меньшими рисками, поскольку осуществляются в зрелые сформировавшиеся компании, главным образом, для оптимизации бизнеса (рост продаж, развитие доходов, стратегическое перепозиционирование) или перестройки деятельности. Такие инвестиции вносят вклад в разрешение проблем, связанных с передачей корпоративной собственности по наследству и с передачей прав собственности. Они также поддерживают рациональные изменения в компаниях, которые иначе останутся неконкурентоспособными или недостаточно прибыльными.

Вклад прямых инвестиций в создание рабочих мест. В 2004 году в европейских компаниях, поддерживаемых прямыми инвестициями, работали почти 6 миллионов человек, что составило около 3% от всего экономически активного населения Европы [200 млн.]. Каждая стадия инвестиций играет свою особую роль и делает свой вклад в уровень занятости населения, обеспеченный соответствующим ему классом активов. Учетный по всем стадиям прямых инвестиций рост уровня занятости населения превосходит таковой в среднем по Европе за тот же период времени. Это было продемонстрировано результатами проведенного EVCA в 2005 году исследования, нацеленного на анализ вклада данной индустрии в создание рабочих мест в Европе. Отсюда следует вывод, что индустрия прямых инвестиций может заметно повлиять на экономику в целом путем создания новых рабочих мест в компаниях, профинансированных фондами прямых инвестиций.

Примеры создания рабочих мест

Рост уровня занятости в компаниях, профинансированных на поздних стадиях, вырос в ЕС в среднем на 2,4% за период 2001-2004 годов⁶. Сделки по реструктуризации (выкупу) семейного бизнеса привели к наивысшему росту занятости со средней величиной 7% в год вслед за инвестицией. Уровень занятости в компаниях Евросоюза, профинансированных венчурным капиталом, ежегодно рос на 30% за тот же период и привел к созданию 630 000 новых рабочих мест.

Другие исследования, проведенные в различных государствах-членах ЕС и США, подтвердили эти данные, и не только для венчурных инвестиций, но и для инвестиций на стадиях реструктуризации. В Соединенном Королевстве⁷, втором крупнейшем в мире рынке для работы фондов прямых инвестиций, за 5-летний период до 2003/4 года компании, поддерживаемые прямыми инвестициями, увеличивали размер своего штата в среднем на 20% в год, по сравнению со средним уровнем по стране — 0,6% в год. За тот же период среднегодовые темпы роста продаж в получивших прямые инвестиции компаниях вырос в среднем⁸ на 23% в год.

⁶ Источник: EVCA. Для сравнения: среднегодовые темпы роста уровня занятости в ЕС 25 составляли 0,7% в период 2000-2004 гг.

⁷ Источник: BVCA.

⁸ Исследование 2004 г. по заданию ВМС А, произведенное IEconsulting

Согласно исследованиям⁹ PwC и Итальянской Ассоциации Венчурного Капитала (AIFI), в получивших прямые инвестиции компаниях в Италии численность работающих между 2002 и 2004 годами росла быстрее, чем в других итальянских промышленных компаниях такого же размера — в среднем на 8,4% в год, по сравнению со средней величиной по стране 1,1%.

Доходы за изученный период росли, в среднем, на 17,7% в год (от 8,1 млрд. в первый год инвестиции до 10,2 млрд. — в год выхода).

Исследования EVCA инвестиций поздних стадий также выявили более высокие годовые темпы роста: как уровня доходов, так и уровня занятости среди профинансированных путем выкупа компаний по сравнению с компаниями, получившими иное финансирование (1998—2003). Передача собственности в компаниях от одного поколения к другому ставит проблемы перед экономическим ростом в ЕС — однако исследование EVCA позволяет предположить, что переход к финансированию путем прямых инвестиций частных семейных компаний увеличит уровни товарооборота и занятости. Сообщество прямых инвестиций может обеспечить реальное решение¹⁰ проблем для некоторых из этих предприятий путем активных инвестиций в них и поддержки их роста.

Прямые инвестиции повышают конкурентоспособность компаний Евросоюза. Инвестиционные структуры предоставляют компаниям не только финансирование, но также и свой опыт: обеспечивают поддержку и открывают доступ к международным сообществам. Самые крупные из них могут предоставить рыночный анализ международной конкурентной среды — что очень важно для компаний, намеревающихся выйти на международные рынки на ранних стадиях своего развития. Также прямые инвестиции могут помочь сложившимся компаниям наметить альтернативные пути развития своих прибыльности и роста.

⁹ Источник: "The Economic Impact of Private Equity and Venture Capital in Italy", PwC / Aifi, March 2006

¹⁰ Публикация EVCA: The contribution of private equity to the succession of family businesses in Europe

В соответствии с результатами исследования¹¹, проведенного Deutsche Bundesbank, венчурный капитал делает вклад в экономический рост путем выведения новых продуктов и процессов на рынок, а также путем распространения знаний за пределы стен частных и государственных научно-исследовательских институтов. Венчурный капитал налаживает процесс «кристаллизации» знаний в новые продукты и процессы.

Таким образом, эти результаты призывают к созданию инструментов инновационной политики, которые стимулировали бы активное рыночное участие фондов прямых инвестиций.

Цикл прямого инвестирования. Построение европейской системы, способствующей эффективному развитию каждого звена в финансовом жизненном цикле бизнеса, является очень важным¹² для поддержания и улучшения конкурентоспособности европейских компаний и европейского рынка прямых инвестиций в целом. С точки зрения развития экономики, получение прибыли важно, но его не следует рассматривать как финальную цель. Ключевая задача состоит в том, что прибыли от успешной инвестиции передаются институциональным инвесторам, управляющим сбережениями семей, и позже смогут быть выплачены гражданам. Прибыли от средств прямых инвестиций могут составить важный вклад в финансирование пенсионных сбережений стареющего населения Европы.

¹¹ *Источник: Studies of the Economic Research Centre No 18/2004, H. Herrmann, T. Liebig, K.-H. Tudter*

¹² *Группа также обращает ваше внимание на недавнее информационное сообщение Европейской Комиссии “Financing SME growth — the European way”*

Более того, индустрия прямых инвестиций также вкладывает средства в компании, которые могут продемонстрировать (или имеют такую возможность) создание устойчивых денежных потоков. Хотя такие компании не всегда можно отнести к компаниям с «высоким потенциалом», предоставляемое им финансирование также является важным вкладом в экономическое процветание Европы.



Источник: EVCA

Развитие концепций управления в портфельных компаниях. Прямые инвестиции формируют корпоративное управление в компаниях. Участие управляющего фондом прямого инвестирования на ранних стадиях развития компании или в сложившейся частной компании, устанавливает определенный уровень порядка, которого будет придерживаться компания в будущие годы — останется ли она в частной собственности или выйдет на фондовый рынок. Результаты проведенного в 2006 году исследования¹³ поддерживают гипотезу о том, что чем сильнее окажется влияние прямых инвестиций на портфельную компанию, тем лучше будет «качество» корпоративного управления в этой компании.

Подготовка компаний к выходу на публичные рынки. Существует целый набор способов вывода прямых инвестиций. Многие компании продаются стратегическим покупателям, которые интегрируют их в свои крупные предприятия и затем совместными усилиями преобразовывают новый возросший потенциал в капитал для международного расширения. Особого внимания заслуживает IPO, посредством которого другие инвесторы, включая индивидуальных, получают возможность инвестировать в компании с многообещающими перспективами развития и роста. Роль управляющих прямыми инвестициями в развитии корпоративного управления в получивших инвестиции компаниях помогает последним хорошо подготовиться к более высокому уровню процессов систематизации, контроля и управления рисками, который требуется от компаний для того, чтобы их допустили к публичной продаже на регулируемых рынках. Кроме того, исследование лондонских рынков ценных бумаг, предпринятое в 2006 году крупнейшей европейской независимой экономической консультационной компанией Охега (в сотрудничестве с London Stock Exchange и Британской Ассоциацией Венчурного Инвестирования) показало, что по прошествии одного года после выпуска акций на рынок (проанализированы 1998 и 2001—2004 годы; годы «мыльных пузырей» исключены) профинансированные путем прямых инвестиций IPO компании оказались более успешными, чем профинансированные из иных источников. В первом случае доходы составили 15,2% (невзвешенные) и 13,8% (взвешенные), а во втором случае — 6,1% и 1,9% соответственно.

¹³ *Universität Gent/Hamburg/Nottingham нпу поддержке EVCA и Deutsches VC Institute*

1.5. Развитие рынка Евросоюза

Значительный рост глобального фандрейзинга

Мировая индустрия прямых инвестиций все еще оказывается в значительной степени сконцентрированной в среде двух экономических систем — США и Великобритании. Американский рынок по сию пору является наиболее зрелым и развитым, на его долю приходится приблизительно 75% средств, собранных за период 1983—2005 годов (990 млрд евро).

Однако Европа (включая Великобританию) отвечает за большую часть остальных сделок прямых инвестиций. Европейские фонды за тот же период привлекли 350 млрд евро. За последние пять лет в Европе было собрано 55% от глобальной суммы (550 млрд евро), с заметным всплеском в 2005 году (72 млрд евро), вслед за трудным для фандрейзинга периодом 2002—2004 годов.

В Европе за последние годы доля привлеченных для инвестирования на поздних стадиях средств продолжала увеличиваться, достигнув в 2005 году более 80% от общей суммы всех собранных средств. Для сравнения: доля средств, привлеченных для инвестиций ранних стадий, хотя и возросла, но составляла только 6% от всей собранной суммы.

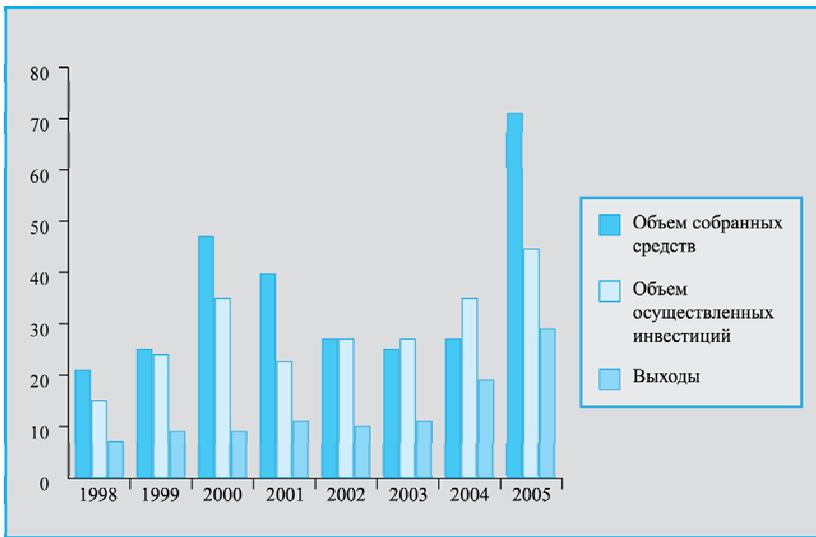
Это подчеркивает относительно трудное положение управляющих венчурным капиталом (венчурных капиталистов) в последние годы, что было вызвано «мыльными пузырями» 2000 года в сочетании с заметным экономическим спадом в экономике ЕС в это же время. Хотя лучшие европейские фонды венчурного капитала работали не хуже, чем их коллеги в Америке (где рынки являются более зрелыми), для более заметных улучшений потребуется больше времени, так как венчурные вложения в Европе окупаются за более длительный период.

Со времен «мыльных пузырей» управляющие венчурным капиталом в Европе, в особенности на малых рынках, сталкиваются с трудностями при сборе средств в результате имевшего место экономического спада. Эта ситуация, вероятно, сохранится, пока экономика не выйдет на надлежащий уровень. Однако произошедшие недавно солидные выходы таких профинансированных венчурным капиталом европейских компаний, как

CSR, Skype, Q-cells дают нам повод для оптимизма. Эти примеры показывают, что венчурный капитал может быть исключительно важной движущей силой для инноваций и роста, и поэтому он достоин дальнейшей поддержки.

Приведенный ниже график иллюстрирует, что в выкупах 2005 года фандрейзинг и инвестиции в целом находятся в равновесии, с опережающим спрос предложением, однако предложение в венчурном сегменте превосходит спрос.

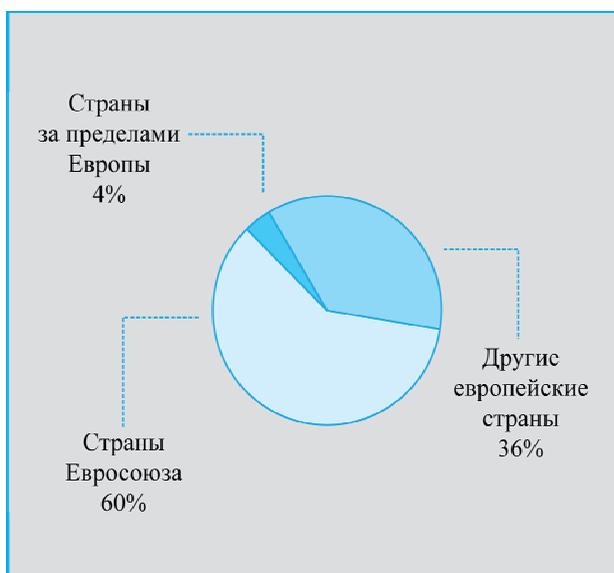
Европейский рынок прямых инвестиций(1998-2005)



Согласно исторической традиции фонды, собранные в Европе, состояли в основном из средств локальных инвесторов, в результате чего организационные проблемы, в том числе налоговые урегулирования, сводились к минимуму. Однако за последние 10 лет приток средств из государств Евросоюза и других стран, особенно США, резко возрос. Сегодня примерно половина средств, собранных Европейскими фондами прямых инвестиций и венчурного капитала, поступает не из Евросоюза.

Инвестиционный анализ показал, что эта тенденция ясно отражает существующую сегодня географическую близость управляющих фондами к портфельным компаниям. В 2005 году 62% от общей суммы прямых инвестиций (или 86% от их числа) было осуществлено внутри той страны, где располагалась управляющая компания; и только 35% инвестиций по сумме (или 12% — по числу) являлись межгосударственными в рамках Европы.

Географическое¹⁴ распределение инвестиций в Европе, по сумме инвестиций в 2005 году



¹⁴ В эти цифры не входят данные по новым государствам-членам ЕС

Географическое распределение инвестиций в Европе, по числу инвестиций в 2005 году



Что касается концентрации управления, то индустрия прямых инвестиций в целом остается относительно фрагментированной, по сравнению с другими секторами финансовых услуг. В Европе лучшие 10 фирм отвечают за 22% от общей суммы капитала, привлеченного в 2001—2005 годах, а лучшие 20 — за 35%. Лучшие 39 фирм привлекли 50% от всего собранного капитала.

Доходы, получаемые от прямых инвестиций

Доходность прямых инвестиций выше, чем у других классов активов. Доходность прямых инвестиций на поздних стадиях выше, чем венчурных вложений.

Каковы современные тенденции и перспективы на будущее для индустрии прямых инвестиций?

Тенденция к моделированию управления активами и пассивами привела к тому, что внимание было обращено на привлекательность прямых инвестиций и их соответствие долгосрочной природе пенсионных фондов и страховых обязательств. По этой причине в последнее десятилетие многие организации, особенно пенсионные, стали размещать свои средства в прямые инвестиции. По результатам исследования¹⁵, проведенного в Америке, до 7% средств, переданных инвесторами, вкладываются в прямые инвестиции, а в Европе соответствующая цифра составляет 4,5%. Хотя эти данные не покрывают весь спектр институциональных инвесторов, поскольку в них не входили инвестиционные фонды и страховые компании, цифры, тем не менее, достаточно убедительны. Даже если в целом размещение институциональных инвесторов в прямые инвестиции было бы ниже, чем это отражено в цифрах этого исследования, данные показывают, что уровень распределения активов в прямые инвестиции повышается.

Предполагается, что в Европе индустрия прямых инвестиций будет продолжать развиваться и выступать в качестве основного элемента корпоративной реструктуризации и растущей конкурентоспособности компаний Евросоюза. Возрастающая глобализация финансовых рынков приведет к вовлечению индустрии прямых инвестиций Евросоюза в международную конкуренцию, и создание благоприятного окружения является очень важным для того, чтобы европейские игроки могли конкурировать в среде столь диверсифицированной и интернационализованной индустрии. Экспертная Группа надеется на позитивный вклад данной индустрии в рост экономики, создание рабочих мест и увеличение уровня конкурентоспособности портфельных компаний на мировой арене.

¹⁵ Источник: "The 2005-2006 Russell Survey on Alternative Investment" by Russell Research of the Russell Investment Group, 2005

2. Среда, влияющая на индустрию прямых инвестиций

2.1. Стандарты индустрии

Индустрия прямых инвестиций успешно развивалась на основе обсужденных в частном порядке соглашений между управляющими фондами прямых инвестиций и «профессиональными» инвесторами. Индустрия придерживается своих профессиональных стандартов, выработанных самой индустрией в ходе рабочих взаимодействий с инвесторами и клиентами. В дополнение к директивам, согласованным между управляющими и инвесторами, индустрия выработала для себя свой Кодекс поведения, затрагивающий все аспекты ее деятельности, от оценок до отчетности о соответствии принципам корпоративного управления. Верность этим стандартам составляет существенный элемент в установлении взаимного доверия между профессионалами рынка и инвесторами.

В качестве примера Группа выделяет важность индустриальных стандартов, касающихся прозрачности и раскрытия информации.

Прозрачность и раскрытие информации

Индустрия прямых инвестиций работает, соблюдая высокую степень прозрачности между инвесторами и управляющими фондов. Соглашения о конфиденциальности между управляющими и инвесторами являются типичной чертой этого бизнеса. В них гарантируется, что с потоком информации обращаются осторожно, не допуская массовой утечки коммерчески значимого материала. Например, понижение или повышение оценки компании фондом прямых инвестиций может быть ложно истолковано и повредит конкурентоспособности компании, а также помешает управляющим фондом прямых инвестиций нормально вести переговоры об оценках выхода.

Изменения в оценках часто делаются в связи с изменениями рыночных единиц измерения, например, таких как биржевые мультипликаторы, и не связаны с рабочими перспективами компании. Неправильно понятая раскрытая рабочая информация может привести к ложным выводам среди тех, кто мало знаком с данным классом активов. В частности, здесь важно отметить эффект «кривой джей»¹⁶, иллюстрирующей жизненный цикл фонда прямых инвестиций, на которой внутренняя норма доходности на ранних сроках существования фонда не может служить показателем эффективности дальнейшей работы фонда. Раскрытие работы портфельной компании (т.е. финансовых отчетов или критических замечаний по поводу развития компании) может крайне неблагоприятно повлиять на конкурентоспособность компании, поскольку очень деликатная информация делается доступной конкурентам.

Положение с прямыми инвестициями в Европе характеризуется использованием профессиональных стандартов при измерениях уровня рабочей деятельности, в отчетности, оценках и принципах руководства. Управляющие сознают всю меру своей ответственности как акционеров и — вследствие своих фидуциарных обязанностей — ответственности перед своими инвесторами. Европейская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (EVCA) опубликовала основные правила раскрытия информации для управляющих и инвесторов в составе своих правил по отчетности (2006 год) и руководства по оценкам (2005 год).

¹⁶ «Кривая джей» — кривая, напоминающая латинскую букву J, которая получается, если чертить диаграмму доходов венчурного фонда относительно времени. Распространенная практика выплаты вознаграждения управляющим и средств на первоначальные расходы из первых поступлений капиталов в фонд не уравновешивается соответствующим ростом балансовой стоимости компании. В результате, в начале работы венчурный фонд покажет отрицательный доход. Когда произойдут первые реализации инвестиций, доходы фонда резко пойдут вверх. Через 3-5 лет промежуточная внутренняя норма доходности позволит определить окончательную внутреннюю норму доходности. Для фондов выкупа этот период обычно бывает короче, чем для фондов ранней стадии или расширения.

2.2. Политические перспективы

Чтобы развить хорошо работающие, эффективные и конкурентоспособные рынки прямых инвестиций в Европе, необходимо наличие множества взаимодействующих элементов. Лучшие в мире рынки для прямых инвестиций имеют схожие экономические характеристики — стабильную законодательную и налоговую среду, хорошо субсидированные финансовые системы и желание поддерживать предпринимательство.

В последнем докладе¹⁷ Economist Intelligence Unit (EIU) подчеркивается, что существует множество важных рычагов, которые государства могут использовать для развития своих национальных рынков прямых инвестиций. ЕГО полагает, что все это заслуживает рассмотрения и несомненно должно быть предметом обсуждений и государственных реформ, а также на уровне политических деятелей ЕС. На основе этих критериев ЕГО и Aрах Partners составили оценочный обзор, в котором из состава ЕС только Соединенное Королевство, Дания, Швеция и Бельгия входят в лучшую мировую десятку. Эти рычаги не являются ни взаимно исключаящими, ни совместно исчерпывающими, но могут быть сгруппированы под следующими заголовками:

- **Окружающая среда частных предприятий** (включая уровень бюрократии, открытость и ясность конкурирующего ландшафта).
- **Финансовая среда** (включая ее качество и глубину, а также регуляторный подход к финансовым рынкам).
- **Рыночные возможности** (включая потребности в инвестициях и доступность квалифицированной рабочей силы).
- **Правовое и политическое окружение** (включая отношение со стороны государства, правила организации фондов и условия налогообложения).
- **Предпринимательская среда** (включая финансовую поддержку и законы, касающиеся деятельности компаний).

¹⁷ Источник: Aрах/Economist Intelligence Unit, 2006- "Unlocking Global Value: Future Trends in Private Equity

На более развитых и успешных рынках Евросоюза существует более благоприятствующая прямым инвестициям среда. Это обычно отражает хорошо обдуманную политику стимулирования прямых инвестиций, основанную на признании роли и пользы индустрии прямых инвестиций в экономике. Группа отмечает, что обычно прямые инвестиции существуют там, где окружение наиболее им благоприятствует.

Государства-члены ЕС, которые воспользовались возможностью убрать препятствия с пути развития национальных рынков прямых инвестиций — для инвесторов, для фондов и для управляющих фондами прямых инвестиций — заняли выигрышную позицию в развивающейся глобальной индустрии прямых инвестиций.

В особенности Группа приветствует тот факт, что политики ЕС приняли во внимание проблемы, стоящие перед сектором венчурного капитала. Введены в действие пересмотренные правила, лучше отражающие реалии бизнеса в ЕС, направленные в сторону поддержки малых инновационных компаний, предусматривающие при определенных условиях государственные субсидии. Это должно помочь сектору развивать свой потенциал и вносить свой вклад в конкурентоспособность экономики ЕС. Однако все еще существуют противоречия в определении понятия «малые и средние предприятия» (SMEs) в Рекомендациях Комиссии от 2003 года, приводящие к лишению ориентированных на рост малых и средних предприятий всех преимуществ пользования прямыми инвестициями и штатными субсидиями.

Рекомендации

Экспертная Группа настоятельно рекомендует государственным политическим деятелям использовать все имеющиеся в их распоряжении средства, чтобы развивать прямое инвестирование, и убедительно советует государствам-членам ЕС обмениваться опытом и создавать оптимальные условия для облегчения развития этой важной формы финансирования на местном/государственном уровне.

2.3. Государственное регулирование

Правовое, налоговое и инфраструктурное окружение, в котором может развиваться индустрия прямых инвестиций, определяется, как правило, на государственном/местном уровне. В то время как на уровне ЕС не имеется никакой специальной властной системы, устанавливающей методы управления в секторе прямых инвестиций, большинство государств-членов ЕС регулируют частично или полностью всю цепочку прямых инвестиций.

Вот основные регулируемые области:

- Управление объединенными инвестиционными организациями и фондами.
- Размещение инвестиций.
- Сфера налогообложения.
- Термины и условия, связанные с фондами и продуктами.

Однако Группа хотела бы подчеркнуть, что эту индустрию не следует рассматривать как предоставляющую услуги для общей базы индивидуальных инвесторов. Участники этой индустрии, разработавшие особые продукты для индивидуальных потребителей, повинуются всему спектру различных регуляторных мер, предусмотренных для защиты интересов индивидуальных инвесторов. Настоящий Доклад касается такого аспекта индустрии, как правила определения профессиональных инвесторов (институциональных или индивидуальных), которые на основе результатов «тщательного изучения» могут принимать независимые инвестиционные решения и риски, связанные с этими решениями.

Эти правила различаются в разных государствах, что может пагубно влиять на эффективность развития индустрии прямых инвестиций. По этому поводу в следующем абзаце приведен пример, касающийся подхода к выбору институциональных инвесторов, которым будет позволено инвестировать в фонды прямых инвестиций, — здесь ограничения со стороны государства варьируются от количественных и качественных лимитов до полного запрета.

Даже в тех случаях, когда европейское законодательство предусмотрело возможности для более терпимого отношения к внесению средств

пенсионных фондов в прямые инвестиции, в каждом государстве эти законы выполняются по-разному. «Правило здравомыслящего человека», включенное в состав директив Institutions for Occupational Retirement Provision (IORP¹⁸), должно помочь предоставлению пенсионным фондам возможности по собственному усмотрению включать в спектр размещений своих активов инвестиции в фонды прямых инвестиций — не забывая, конечно, о возможном риске для своих клиентов.

Рекомендации

Экспертная Группа полагает, что институциональные инвесторы не должны сталкиваться с произволом чиновников и устаревшими количественными ограничениями. Группа считает, что постоянно нарастает потребность в том, чтобы «концепция здравомыслящего человека» начала бы применяться в отношении институциональных инвесторов по всему Евросоюзу. Начать можно с тех групп инвесторов, для которых эта концепция уже существует, но все еще не выполняется последовательно государственными службами IORP.

2.4. Регулирование со стороны Евросоюза

Имеется ряд директив Евросоюза, которые влияют на сектор прямых инвестиций, хотя ни одна из них в практическом аспекте не предусматривается для этой индустрии: Директивы по требованиям к капиталу, Директивы IORP, а также готовящиеся правила платежеспособности (Solvency 2) для страховых компаний, поскольку эта законодательная инициатива оказывает влияние на характер распределения ресурсов и осуществления прямых инвестиций.

¹⁸ *Institutions for Occupations Retirement Provision (or "Pension Fund Directive")*

Непредвиденные последствия современного законодательства, оказывающие воздействие на индустрию прямых инвестиций

SMEs — малые и средние предприятия

Определение SMEs, сделанное Комиссией, было изменено так, что предприятие только тогда получает статус SME, когда оно не связано ни с какой другой организацией, в совокупности с которой будет превышен определенный размер предприятия. Эффектом от этого изменения явилось то, что достижение установленных Комиссией целей экономического роста, создания рабочих мест и экономической и социальной сплоченности путем поддержки SMEs, скорее застопорилось, чем продвинулось. Новое определение¹⁹ «связанных предприятий» работает так, что все портфельные компании, получившие инвестиции от одного и того же фонда прямых инвестиций, рассматриваются как связанные между собой, если одна единственная портфельная компания квалифицируется как SME. В результате, теперь вряд ли какой-нибудь бизнес, получивший финансирование от фонда прямых инвестиций, будет квалифицироваться как SME, поскольку общий портфель вместе взятых компаний будет значительно превосходить нужную пороговую величину. Это означает, что малые компании, не являющиеся ни в каком реальном смысле членами какой-то группы, рассматриваются как члены просто потому, что они получили капитал от одного и того же фонда прямых инвестиций. Фонды прямых инвестиций неохотно инвестируют в малые инновационные компании из-за присущей им малой прибыльности (и поэтому малоприятной инвестиционной перспективы), если здесь не задействована схема поддержки SMEs. Это еще больше осложняет проблему нехватки финансирования и лишает компанию возможности получения преимуществ от «добавленной стоимости». Портфельные компании, которые могли бы быть признаны малыми, оказываются в неблагоприятных условиях по сравнению с похожими компаниями, получившими финансирование из другого источника, например, занявшими деньги в банке.

¹⁹ См. Статью 9 в Annex of the Commission Recommendation of 6 May 2003

Таким образом, их участие в конкуренции с другими компаниями сильно затрудняется из-за нехватки необходимой для успеха поддержки. Описываемый эффект становится все более очевиден, поскольку государства-члены ЕС все шире используют это определение. В ряде случаев Комиссия соглашается смягчить его, однако проблема все еще остается в целом не решенной.

IFRS — Международные стандарты финансовой отчетности

Согласно IFRS, требуется объединение портфельных компаний, даже если каждая из них рассматривается фондом как совершенно отдельная (в подавляющем большинстве случаев). Здесь чаще всего дебатировался вопрос о том, должен ли фонд выпускать комплексные отчеты, в которых объединяются прибыли и убытки и бухгалтерские балансы всех портфельных компаний. Представители индустрии прямых инвестиций утверждают, что такие отчеты не предоставят необходимой инвесторам информации, и даже могут ввести их в заблуждение. К тому же, их составление обходится очень дорого. До настоящего времени законодатели очень неохотно делали исключение для прямых инвестиций, считая необходимым наличие строгих правил для предотвращения вне балансовых финансовых операций. Обсуждения по этому вопросу все еще продолжаются. В настоящее время в ЕС постановления IFRS являются обязательными для объединенных отчетов участвующих в листинге компаний, так что это непосредственно касается только участвующих в листинге фондов. Все считают, однако, что постановления IFRS, так или иначе, прекратят применять во всех подряд случаях, вероятно — благодаря обязательствам, данным большинством создателей государственных стандартов, действовать в согласии с IFRS.

MiFID — Директива о рынках финансовых инструментов

MiFID не применяется по отношению к фирмам прямого инвестирования и к другим организациям, занимающимся управлением коллективными инвестициями. Обычно ее применяют по отношению к таким важным подразделениям индустрии прямых инвестиций, которые — часто для регулирования налогообложения — организованы как консультационные фирмы и организаторы сделок. Потому данная директива будет, в первую очередь, значима для тех европейских стран, где консультационная деятельность ранее не регулировалась, выводя их на общеевропейский

уровень. Однако детальные правила MiFID (которые еще не окончательно доработаны) в целом не учитывают специфические запросы индустрии прямых инвестиций и могут быть неуместными, например, в своих требованиях публиковать лучшие примеры ведения дел, связанных с тем местом, где происходят сделки, что по своей сути не подходит для индивидуально организуемых сделок прямых инвестиций.

Рекомендации

Экспертная Группа рекомендует политическим деятелям учитывать интересы индустрии прямых инвестиций при переработке существующих законов и разработке новых. В оценку возможных последствий следует включать характеристики индустрии прямых инвестиций, чтобы избежать непредвиденных негативных воздействий каких-либо инициатив Евросоюза на данную индустрию. Там, где воздействие запланировано, политические цели должны быть разработаны с пониманием основных движущих сил индустрии прямых инвестиций, чтобы любые мероприятия имели запланированные последствия.

При составлении своих рекомендаций Группа допускает, что индустрия сама должна доходчиво объяснять широкой публике особенности своего бизнеса, четко очертив при этом цели, структуру и характеристики индустрии прямых инвестиций.

Группа утверждает, что государства-члены ЕС должны уделять максимальное внимание вопросам ввода в действие государственных законов и законов Евросоюза таким образом, чтобы они не создавали препятствий развитию единого рынка для фондов прямых инвестиций.

Группа напоминает о том, что особенно страдают от неудачно составленных законов фонды, оперирующие небольшими объемами капитала.

3. Проблемы межгосударственных операций

3.1. Введение

Правовое, финансовое и регуляторное окружение в Европе в целом должно способствовать работе каждого звена в цепочке финансовых операций компаний. Индустрия прямых инвестиций играет важную роль в помощи предпринимателям. Большая разница в подходах к регулированию в разных государствах и появляющаяся в результате этого правовая неоднородность приводят к появлению в фондах больших операционных расходов и затрат по административным и юридическим статьям. Малые и средние фонды «наказываются» в большей степени, чем крупные, что отпугивает их от участия в межгосударственных операциях.

Европейский Союз поставил перед собой цель построения конкурентоспособной, основанной на знаниях экономики, способной выращивать в своей среде и поддерживать компании мирового класса. Истинный единый рынок, основанный на принципах свободного движения капитала, товаров и услуг, является совершенно необходимым для реализации подобного представления.

Этот политический рецепт также годится и для индустрии прямых инвестиций, очень далекой сегодня от этого идеала. Мы рассматриваем на уровне Европы вопросы организации фондов и их продажи за границу как области, где можно сделать важные шаги для облегчения дальнейшего развития европейской индустрии прямых инвестиций. Это могло бы позволить индустрии укрепить свою роль в развитии компаний в ЕС и получении инвесторами значительных денежных доходов от этого класса активов. Стало бы возможным инвестировать больше между государствами-членами ЕС и поручать местным управляющим действовать от имени фонда в тех государствах-членах ЕС, куда фонд производит инвестиции.

3.2. Структура фондов

Структура фондов прямых инвестиций определяется исключительно интересами его инвесторов. На первом месте стоит потребность в том, чтобы инвесторы были защищены против обязательств и налогов на доходы от прироста капитала на основе сохранения принципа налогообложения на родине инвестора. Фонд также должен иметь возможность предлагать свои услуги в процессе маркетинга инвесторам в других странах. Подавляющее большинство фондов прямых инвестиций в разных юрисдикциях построены как партнерства с ограниченной ответственностью. Структуры в целом соответствуют аналогичным организациям в США. Чтобы быть в состоянии привлекать интерес со стороны партнеров с ограниченной ответственностью, фонд прямых инвестиций должен иметь структуры, не уступающие американским по всем показателям.

На территории Евросоюза к прямым инвестициям применяются различные юридические и финансовые подходы. Эти различия выступают в виде широкого спектра различающихся требований (налоги на доходы от прироста капитала, вознаграждение управляющим, отсутствие вычетов на убытки и т.д.). Чтобы исправить это положение, государственным властям придется, в первую очередь, создавать правильную налоговую и правовую среду для индустрии прямых инвестиций. Государственные власти должны заниматься основными источниками налоговых или правовых недостатков, которые тормозят развитие местной индустрии прямых инвестиций.

В этом параграфе рассматриваются наиболее сложные проблемы, указывающие на необходимость установления для всей Европы единых правил проведения трансграничных операций. Эти сложные моменты возникли из-за неудач ряда государств-членов ЕС в проведении соответствующей налоговой политики в отношении фондов прямых инвестиций, как это было организовано в других государствах-членах ЕС, что значительно затруднило мобилизацию капитала и инвестирование фондами прямых инвестиций за границей. Вследствие этих сложностей, фонды прямых инвестиций в целом предпочитают оффшорное учреждение за пределами своих государств.

Мобилизация капитала

Руководящий принцип налогообложения фондов состоит в том, что все инвесторы должны находиться в одинаковом положении, независимо от того, инвестируют они в определенный актив непосредственно или через фонд. Однако государства-члены ЕС по-разному подходят к определению прозрачности той или иной структуры.

Один из особенно важных для фондов прямых инвестиций примеров касается неудачной попытки государств-членов ЕС признать необлагаемый налогами «статус заграничных инвесторов». Существенная доля средств прямых инвестиций обеспечивается за счет пенсионных накоплений (крупнейший инвестор в 2005 году — 25% от общего инвестированного европейскими фондами прямых инвестиции капитала²⁰) и других институциональных инвесторов, которые освобождаются от налога на доходы от прироста капитала, если они инвестируют в своей собственной стране. Однако статус освобождения от налогов иногда может не признаваться в других странах, что может привести к повышенной **стоимости налогов** при инвестировании в других государствах-членах ЕС. Любое обложение налогами (или только риск такого обложения) является своего рода карающей мерой и препятствием осуществлению межгосударственных инвестиций по сравнению с инвестициями в своей стране.

Если, например, какой-либо освобожденный от налогов пенсионный фонд инвестирует в фонд прямых инвестиций, который, в свою очередь, производит инвестицию в другое государство-член ЕС, может потребоваться, чтобы оба государства — где проживает фонд прямых инвестиций и где была сделана инвестиция — признавали бы освобожденный статус инвестирующего пенсионного фонда. Иначе пенсионный фонд сталкивается с риском дополнительного, по сравнению с альтернативными инвестициями (например, **публичного акционерного капитала**), налогообложения. Фонд прямых инвестиций, намеревающийся заниматься межгосударственными инвестициями и делать жизнеспособные предложения инвесторам Евросоюза, не может соперничать с

²⁰ *EVCA/Thompson Financial / PricewaterhouseCoopers.*

американскими фондами прямых инвестиций, если налог на доходы от прироста капитала начисляется на уровне фонда.

Препятствия, возникающие при прямых инвестициях за границу

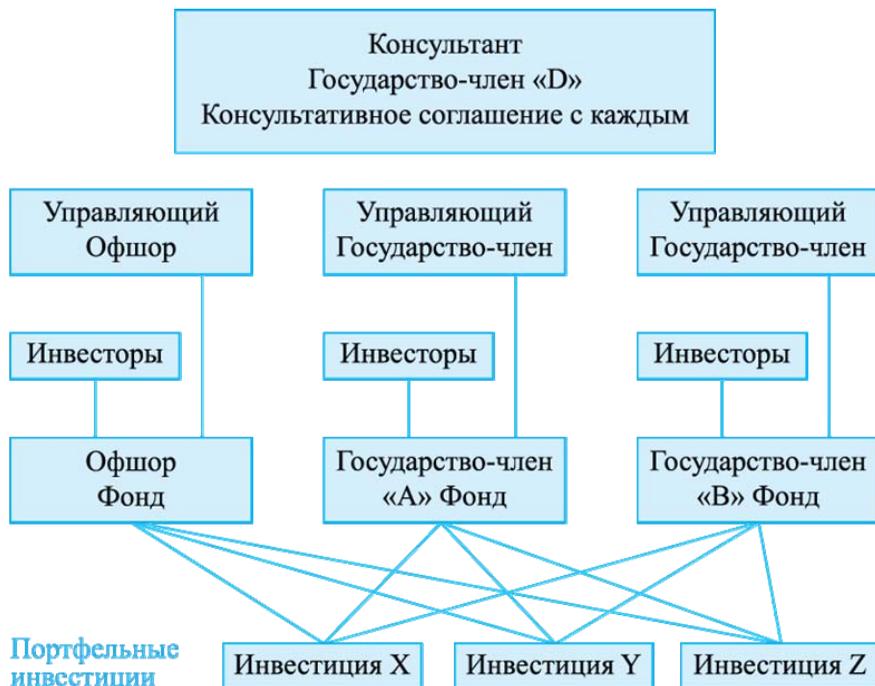
Фонды прямых инвестиций сталкиваются с дальнейшими препятствиями налогового характера из-за того, что они доверяются местным «советникам» по возникающим у них вопросам управления портфельными компаниями. Поскольку эти советники находятся в своей собственной стране, предоставляя необходимую поддержку управляющим получившей инвестицию компании, можно утверждать, что они создадут «постоянный истеблишмент» для фонда при помощи местных налоговых органов, хотя фонд обычно устроен так, чтобы избегать этого. Даже если этот риск может быть отдаленным, инвесторы с большой неохотой будут инвестировать, если нет уверенности, что такая деятельность не повлечет за собой налоговых вычетов на доход от прироста капитала в местном государстве.

Есть и другая нелогичность в том, что эти проблемы не возникают, если дело касается публичного акционерного капитала — в случае которого можно рассчитывать на чисто коммерческие взаимоотношения (arms-length) с независимыми местными брокерами, управляющими портфелями публичных инвестиций. Такая ситуация порождает для фондов прямых инвестиций дополнительный риск стать объектами налогообложения на доход от прироста капитала в государствах, где осуществляются инвестиции, что и является, в свою очередь, причиной их оффшорного учреждения. Это ограничивает деятельность фондов в местном государстве чисто консультационными услугами, вместо того чтобы заниматься принятием практических решений относительно производства, управления и распределения инвестиций, что ведет к недостатку эффективности и увеличению расходов по сравнению с той ситуацией, когда фонд прямых инвестиций управляется из своего собственного государства.

Каково значение этой проблемы?

В настоящее время в Евросоюзе нет такой фондовой структуры, которая разрешила бы все перечисленные здесь проблемы. Вместо этого требуются очень сложные структуры, включающие в себя оффшорные образования. Следующий случай послужит нам типичным примером сложностей организации фондов прямых инвестиций в Европе.

Типичная организация фондов прямых инвестиций в Евросоюзе



Эти структуры малоэффективны, высокочрезмерны, их операции трудно конструировать и трудно управлять ими, а также им присущ высокий уровень рисков. Каждая дополнительная структура обходится примерно в 100-200 тысяч евро- примерно 1% от зарезервированного капитала за срок существования фонда. Это означает, что несмотря на рекордный период фандрейзинга в 2005 году, почти 700млн евро от общей суммы в 70 млрд евро, собранной к моменту окончательных закрытий фондов в Европе²¹,

²¹ Источник: Almeida Capital

могло уйти на дополнительные и потенциально ненужные административные расходы. Эти 700 млн евро капитала инвесторов (включая пенсионные фонды, страховые компании и т.д.), которые были размещены в прямые инвестиции, но не были, таким образом, инвестированы в компании. Неопределенность и риск увеличили затраты, понесенные фондом, что неизбежно отражается на институциональных инвесторах и клиентах/членах. Эффективность работы фонда страдает в результате действий подобных дорогостоящих механизмов.

Дополнительные затраты и связанный с этим риск делают индустрию Европы менее конкурентоспособной по сравнению с другими государствами (особенно США), в то время когда политические деятели Европейских государств стараются найти пути для повышения конкурентоспособности Евросоюза, как места для занятия бизнесом и/или получения инвестиций. Больше всего в этой ситуации страдают управляющие молодыми/новыми фондами и малые фонды, которым труднее тратить дополнительное время и брать на себя дополнительные расходы по созданию и эксплуатации сложных структур, а также управляющие фондами на рынках с небольшой местной инвесторской базой, особенно в новых государствах-членах ЕС. Из-за расходов на создание дополнительных структур становится трудным или почти невозможным для малых фондов и фондов венчурного капитала мобилизовать средства в европейском или международном масштабе.

Инвестирование в местные фонды прямых инвестиций является предпочтительным по сравнению с инвестициями в фонды, находящиеся в других государствах-членах ЕС. Такой явный перекос в «домашнюю» сторону, наблюдающийся в прямом инвестировании, не отмечается в других типах инвестиций в коллективный портфель. Это болезненно для рынка, стремящегося быть открытым, объединенным и конкурентоспособным.

В этом перекосе есть и некий географический аспект. Современное окружение и организации Евросоюза благоприятствуют инвестициям и фандрейзингу там, где имеется наиболее легкий доступ к рынку, а не там, где намечаются наилучшие возможности для бизнеса, что не служит на пользу инвесторам или портфельным компаниям. Таким образом, в Европе нет общего рынка для фондов прямых инвестиций. Трудно, а в некоторых

случаях экономически невыгодно, собирать средства в одних государствах-членах ЕС и делать инвестиции в других.

Как результат, в Европе существует 25 мелких местных рынков с сильно выраженным тяготением к большому оффшорному рынку, основной задачей которого является помощь управляющим и инвесторам «в обходе местных ограничений» — за цену, выражающуюся в терминах роста затрат и снижения эффективности.

Как исправить эту ситуацию?

Эта ситуация отражает тот факт, что государства-члены ЕС только теперь начинают осознать, насколько позитивен экономический и социальный вклад индустрии прямых инвестиций и ее организаторов и участников. Скорее всего, никто и не собирался дискриминировать прямые инвестиции в пользу публичного акционерного капитала — просто финансовая политика многих государств не приспособлена еще к отражению новой ситуации, когда прямые инвестиции приняли на себя роль, исполняемую до того публичными компаниями (исследования и разработки, инвестирование, повышение производительности). Вместо этого финансовая политика, в основном, занята обычными заботами о том, чтобы налоговая база отдельных государств-членов ЕС обеспечивала получение стандартных доходов от бизнеса.

Понимая, что сложившаяся ситуация дорого обходится, для государств-членов ЕС наступило время для преодоления этих трудностей. В частности, необходимо выработать общее представление о том, что собой представляет финансово прозрачная структура фонда прямых инвестиций. Только после достижения этой цели отечественные фонды прямых инвестиций отдельного государства смогут эффективно конкурировать с оффшорными структурами. Экспертная Группа полагает, что наиболее экономически выгодный и перспективный путь к достижению подобного результата будет проходить через всеобщее признание финансово прозрачных фондовых структур, существующих в различных государствах-членах ЕС. Многие государства уже выработали структуры фондов прямых инвестиций, работающие на их отечественных рынках.

Каждое государство должно рассматривать доходы от прироста капитала, реализованные фондами прямых инвестиций, **как уже подвергнутые налогообложению на родине инвесторов** — даже в тех случаях, когда инвестициями управляли из другого государства и их вложили в другое государство. Такой подход уже был принят в качестве нормы для инвестиций в **публичный акционерный капитал** со схемой налогообложения, основанной на модели Организации экономического сотрудничества и развития (OECD).

Было бы полезно составить схему логически последовательных и общих для всех действий в этом направлении. В краткосрочной перспективе каждое государство должно рассматривать доходы от прироста капитала, реализованные фондами прямых инвестиций, **как реализованные на родине инвесторов**, так же как это делается в отношении **публичного акционерного капитала**, несмотря на управление из другого государства. В долгосрочной перспективе Группа рекомендовала бы Европейской Комиссии и государствам разработать общий подход, пользуясь содействием OECD, которая обладает специальными полномочиями в отношении помощи кооперации в сфере международного налогообложения. К содействию OECD следует прибегнуть еще и потому, что географическая сфера действия этой организации шире, чем юрисдикция ЕС.

Рекомендации

Основным принципом прозрачного и сочетаемого с понятием единого рынка налогообложения фондов прямых инвестиций должно быть обложение инвестора налогами на доход от прироста капитала только налоговыми органами его родного государства.

В отношении налогов на доход от прироста капитала фондов прямых инвестиций, которые сочтены финансово прозрачными в своем родном государстве, государства-члены ЕС должны просматривать всю организационную систему прямой инвестиции вплоть до конечного инвестора, чтобы убедиться в том, что налоги взимаются только в родном государстве инвестора. Учреждениям ЕС и государствам-членам ЕС необходимо предпринять соответствующие шаги в направлении создания

системы взаимного признания фондами прямых инвестиций финансово прозрачной структуры друг друга.

Группа рекомендует, чтобы в отношении налогообложения государства-члены ЕС обращались с инвестициями, в составе которых используются (в составе общего фонда активов) прямые инвестиции, тем же способом, каким они обращаются с инвестициями **публичного акционерного капитала**. В частности, государства-члены ЕС, в которых в фонды прямых инвестиций нанимаются на работу менеджеры для управления местными инвестициями, не должны использовать эту ситуацию, чтобы претендовать на установление своей юрисдикции над доходом от прироста капитала данного фонда.

3.3. Маркетинг и продажа фондов через границы Евросоюза

Куда стремиться?

Когда управляющие фондами прямых инвестиций занимаются сбором капитала для инвестирования, они рассчитывают на глобальную базу инвесторов. Управляющие прямыми инвестициями Евросоюза не должны сталкиваться с чрезмерно обременительными ограничениями при мобилизации капитала в пределах ЕС или при поисках потенциальных институциональных и других квалифицированных инвесторов за границами ЕС. К сожалению, по ряду причин, в настоящее время это условие не соблюдается.

Идеальным сценарием для управляющего фондом прямых инвестиций, занимающегося сбором капитала в других государствах-членах ЕС, был бы следующий: необходимость подчиняться только одному набору местных правил; иметь правовую определенность в отношении приемлемых инвесторов; вести переговоры с инвесторами на базе только одной формы меморандума о частном размещении; накапливать инвестиции в одной-единственной финансово прозрачной фондовой структуре. Экспертная Группа рекомендует Европейской Комиссии и государствам-членам ЕС разработать ряд мероприятий, которые могли бы улучшить ситуацию для

управляющих прямыми инвестициями, желающих продавать свой продукт в других государствах-членах ЕС. Группа подчеркивает, что из последующего обсуждения исключается вопрос мобилизации капитала индивидуальных инвесторов. Проведение маркетинга непосредственно для индивидуальных инвесторов (включая инвесторов с крупным личным чистым капиталом) — это относительно малый сегмент рынка, и те индивидуальные инвесторы, которые инвестируют в данный класс активов посредством перечисленных способов или через частные банковские организации, должны уже получать адекватную для инвесторов защиту. В 2005 году более 85% инвесторов, инвестирующих в европейские фонды прямых инвестиций, являлись институциональными и другими квалифицированными инвесторами, детально знавшими и прекрасно разбирающимися в финансовых рынках и продуктах.

Государственные подходы к частному размещению

Многие государства-члены ЕС установили у себя государственные правила частного размещения. Основной посылкой правил размещения является то, что предписания не должны касаться договорных отношений между частными лицами, когда договаривающиеся стороны способны понимать существо сделки, включая все связанные с ней риски. В среде таких инвесторов не существует необходимости ставить условия, призванные защищать индивидуальных инвесторов, такие как руководство правилами бизнеса, предупреждения о риске, или технические характеристики продукции.

Второй аспект правил частного размещения заключается в том, что любые переговоры происходят в частном порядке и не подлежат оглашению. До тех пор пока размещение не выходит за установленные рамки, не предполагается никакого публичного предложения данного инвестиционного предложения и, вследствие этого, нет необходимости применять правила маркетингового или вызванного публичностью раскрытия. Раз бизнес ведется в соответствии с параметрами частного размещения, договаривающиеся стороны должны быть свободны от необходимости соблюдать правила, разработанные для клиентов-неспециалистов, правила регистрации и содержания продукции и требования к маркетингу или раскрытиям.

В настоящее время правила частного размещения значительно варьируются в разных государствах — как относительно того, кто имеет право инвестировать, так и того, какие продукты необходимо продвигать. Право на производство инвестиций иногда обуславливается институциональной природой инвестора, иногда дается на основании числа (ограниченного) подписчиков, иногда на основании того, кто проявляет активную заинтересованность в бизнесе. Наконец, некоторые правила могут ограничивать возможности частного размещения только особым видом ценных бумаг (например, акциями закрытого фонда).

Правила относительно последовательности действий в процедуре частного размещения также различаются. В некоторых странах может существовать ограничение на отказ от обязательства публиковать проспект или другие обязательные документы раскрытия. Также может требоваться соответствие правилам продвижения продукции (например, методам маркетинга). Иногда требуется регистрация продукта местными властями.

Текущая ситуация

Управляющие фондами прямых инвестиций могут в ограниченных пределах воспользоваться этими правилами, чтобы получить доступ к нужным им инвесторам. Однако различия между разными правилами размещения должны всегда учитываться при попытках завязать деловые связи с потенциальными квалифицированными инвесторами в других государствах-членах ЕС. Это не так легко, если эти правила сложны и часто трудны для понимания. В приведенной ниже таблице приводятся некоторые из тех трудностей, с которыми приходится сталкиваться управляющим прямыми инвестициями при поисках инвесторов капитала (институциональных и квалифицированных) для организации фонда в рамках Евросоюза. Эти различия демонстрируют, что мы еще очень далеки от единого рынка для европейских фондов прямых инвестиций, мобилизующих капитал в ЕС.

Основные различия на путях поиска инвесторов в ЕС

Необходимость (или ее отсутствие) для уполномоченного лица заниматься маркетингом и продвижением продукции фонда или сбором средств
Необходимость (или ее отсутствие) регистрировать местную организацию в местных распорядительных органах
Требование получить одобрение (или не нужно) рекламных материалов со стороны местных распорядительных органов (необходимость для проспекта — аналогично случаю публичного предложения проспекта ценных бумаг)
Правила освобождения от самых больших ограничений (ограниченный круг, только для профессионалов)
Отсутствие определений (или различия в них) понятий «прямые инвестиции» и «квалифицированный инвестор», увеличивающие неразбериху во всей картине

Короче говоря, управляющему фондом придется пересечь юридическое минное поле, перед тем как приступить к работе с потенциальными инвесторами. Эта правовая мозаика является основной помехой для межгосударственных взаимодействий фондов прямых инвестиций и профессиональных инвесторов. В результате наблюдается полная неопределенность относительно условий, в которых может быть заключена инвестиционная сделка. Эти регуляторные барьеры и правовая неопределенность препятствуют иностранным управляющим фондами собирать средства на отечественных рынках, и отечественным инвесторам — вносить деньги в заграничные фонды. Несмотря на в целом успешный фандрейзинг, имевший место за последние годы, эти различия ограничивают сумму денег, которую может собрать каждый отдельный фонд: увеличиваются затраты денег и времени на фандрейзинг в Европе, а также расширяются потенциальные обязательства, с которыми управляющие фондами прямых инвестиций могут столкнуться при сборе

средств по всей Европе. Поэтому управляющие фондами зачастую налагают ограничения на целевые рынки во время процесса фандрейзинга или принимают на себя юридический риск, т.е. входят на рынок вопреки регуляторным ограничениям.

Эти препятствия реализуются в более высоких затратах на сбор средств, главным образом за счет увеличения расходов на услуги юристов и консультантов, что приводит к повышению стоимости капитала и более высокой величине пороговой доходности, перед тем как начнет поступать прибыль. Не только в целом процесс фандрейзинга требует времени на свою подготовку, но также и всякие ограничения могут увеличить длительность этого периода. Уровень обязательств для управляющих фондами также может повыситься, поскольку несоответствие правилам может повлечь за собой появление обязательств (возможно, даже персональных обязательств конкретного менеджера). Все эти повышенные организационные затраты отрицательно влияют на доходы инвесторов (снижают величину чистой внутренней нормы доходности).

Игроками, испытывающими наиболее неблагоприятное воздействие, являются управляющие фондами на малых рынках (с небольшой базой отечественных инвесторов), которые, по определению, должны искать капитал за границей. К тому же, малые фонды (и поэтому, в особенности рынок венчурного капитала) или молодые менеджеры с ограниченными ресурсами находятся в самом невыгодном Положении. Для крупных фондов выкупов делать это значительно легче (хотя и не лишено разочарований), к тому же они лучше оснащены для того, чтобы справиться с подобными значительными затратами. Однако и для них это означает побочный расход капитала и времени на процесс фандрейзинга, вместо того чтобы употребить их с пользой на развитие портфельных компаний.

Пути продвижения вперед

Совершенно необходимо достигнуть общего понимания того, что представляет собой частное размещение, кто может его применять и кто может подпадать под право участвовать в таком размещении. Перечислим основные принципы проведения частного размещения.

1. Подбор подходящих квалифицированных инвесторов, обладающих способностью свободно заключать договора в «безопасной гавани» частных размещений. Сюда должны входить учреждения и инвесторы, действующие на профессиональном уровне. Также сюда относятся инвесторы с крупным личным чистым капиталом, которые в подавляющем большинстве юрисдикции благодаря своим возможностям рассматриваются как «квалифицированные» инвесторы.

Другой путь подбора подходящих квалифицированных инвесторов может состоять в установлении определенных пороговых величин в качестве критериев для их отбора. Обращаем внимание на то, что в Соединенных Штатах опираются исключительно на статус «крупного личного чистого капитала» для установления статуса «аккредитованного инвестора», а в Соединенном Королевстве — разрешается определенные прямые/венчурные инвестиции предлагать осуществлять отдельным независимым лицам с крупным личным чистым капиталом, и в тоже время разрешен маркетинг большинства типов инвестиций инвесторам, признанных достаточно опытными, даже если они не обладают крупным личным чистым капиталом.

Группа обсуждала, следует ли ввести какие-то дополнительные тесты для определения статуса квалифицированного инвестора, кроме установления наличия крупного личного чистого капитала. Если такой тест будет введен, его необходимо будет адаптировать к условиям рынка прямых инвестиций. Чисто механистический тест, основанный на частоте произведения сделок, вряд ли подойдет в этом отношении из-за продолжительных периодов владения активами и неликвидности прямых инвестиций.

Группа считает, что если тест частоты проведения сделок следует адаптировать к условиям прямых инвестиций, это нужно будет претворить в жизнь примерно следующим путем: «X ... [утверждает], что он является опытным инвестором на соответствующем рынке и обоснованно может рассматриваться как [квалифицированный инвестор/клиент-профессионал]. [Такой опыт в отношении публично торгуемых ценных бумаг и финансовых инструментов можно продемонстрировать путем проведения сделок большого объема со

средней частотой, по крайней мере, 10 за квартал за предыдущие четыре квартала].

Индивидуальных инвесторов не следует рассматривать как «подходящих инвесторов». Из-за неликвидной и долгосрочной природы прямого инвестирования, капитал вводится в дело (резервируется) на долгий срок, а получить его назад можно будет (если можно) через неопределенное число лет — и чтобы идти на это, инвестору, несомненно, нужно ясно понимать условия договора, как и управляющим прямыми инвестициями, которые должны управлять своим кредитным риском и работать только с теми инвесторами, которые с высокой вероятностью будут способны выполнять свои обязательства по предоставлению средств. Однако большинство индивидуальных инвесторов либо не способны выполнять такие обязательства, либо с ними будут связаны такие кредитные риски, с которыми не захочет иметь дело управляющий фондом прямых инвестиций.

2. **Правила предотвращения «утечки» из системы частного размещения.** Запрещение коммерческой рекламы, с которым могут столкнуться участники рынка за пределами круга подходящих инвесторов, вполне согласуется с логическим обоснованием и функционированием правил частного размещения.
3. **Механизмы, позволяющие устанавливать, какие эмитенты или рыночные агенты (промоутеры) могут размещать свои продукты в рамках правил частного размещения.** Мнение Экспертной Группы по этому вопросу — достаточно того, чтобы менеджер управляющей компании жил бы в одном из государств-членов Евросоюза.

Соответствующие положения закона Евросоюза о финансовых операциях

Размышляя об общем подходе к «частному размещению», вовсе необязательно все начинать с нуля. Экспертная Группа отмечает, что финансовое законодательство Евросоюза уже претворяет в жизнь

некоторые из этих идей и готовит блоки, которые понадобятся для построения совокупности правил частного размещения, с некоторой корректировкой по учету приемлемого для прямого инвестирования соотношения опыта и частоты производства сделок.

Директива о рынках финансовых инструментов

Директива MiFID содержит в себе определение «подходящих инвесторов», согласно которому инвестиционная фирма может заключать сделки с другими сторонами, определенными как «подходящие», без обязательства соответствовать определенным правилам бизнеса и другим мерам защиты инвесторов. MiFID также допускает более мягкий режим ведения бизнеса для сделок, заключаемых с «профессиональными инвесторами», — но при том, что ответственность за соблюдение осторожности будет, по-прежнему, возлагаться на финансового посредника.

Директива о проспекте эмиссии

Для международных предложений по передаче ценных бумаг существуют правила Евросоюза, сформулированные в Директиве о проспекте эмиссии (относится к ценным бумагам, выпускаемым закрытыми фондами), которая определяет правила предложения ценных бумаг публичным и квалифицированным инвесторам. Фонды прямых инвестиций могут получить освобождение от выполнения Директивы о проспекте эмиссии в случае, если это закрытый фонд. Освобождение само по себе не входит в состав правил частного размещения, однако оно освобождает фонды прямых инвестиций от обязательной публикации проспекта в следующих случаях: если предложение касается только квалифицированных инвесторов; если круг лиц, получающих предложение, ограничен 100 персонами на одно государство; для предложений, где минимальная сумма оплаты равна 50 тыс евро.

На основании перечисленных выше принципов, можно приступить к определению тех инвесторов, с которыми управляющие прямых инвестиций могут заключать сделки в режиме частного размещения. Также это имеет отношение к отведению некоторых местных регуляторных постановлений, которых стараются избегать при частном размещении,

например, правил раскрытия, правил проведения деловых операций. Однако различные постановления и предписания не выверены друг относительно друга. Их необходимо оформить в виде согласованного, всестороннего и последовательно применяемого свода правил частного размещения.

Представляется, что на пути гармонизации разных законодательств с целью создания безопасной гавани для продуктов и организаций(которые иначе выпадут из границ гармонизирующих правил ЕС),существуют разные ловушки в виде задержек во времени, неопределенностей и присущих процессу издания законов трудностей. Экспертная Группа надеется, что организации ЕС, CESR (Комитет Европейских Регуляторов Ценных бумаг) и государства-члены ЕС быстро продвинулись вперед в этом деле. Группа подчеркивает важность достижения ясной и общей для всех позиции, где бизнесмены в условиях столь необходимой для них правовой определенности смогут вести переговоры с квалифицированными инвесторами о предоставлении средств.

Рекомендации

Группа рекомендует учреждениям ЕС и государствам-членам ЕС добиться единого понимания параметров «частного размещения». К этому может относиться добавление полезных положений к существующим общественным законам, касающимся понятия «квалифицированный инвестор» (связанного с опытом инвестора и частотой совершения им сделок), который может быть допущен к сделке без произведения обязательного раскрытия и без вмешательства постороннего руководства в правила его бизнеса.

Заключение

Индустрия прямых инвестиций призвана сыграть важную роль в усовершенствовании европейских компаний и придании им новых сил. Финансирование в виде прямых инвестиций может улучшить управление и руководство компаниями и послужить для них трамплином для взлета к устойчивому успеху. Прямые инвестиции создают стоимость. В качестве инвестирующего партнера, индустрия кровно заинтересована в обеспечении долгосрочной жизнестойкости компаний, в которые она инвестирует.

Прямые инвестиции могут также обеспечить желаемые доходы на инвестицию для долгосрочных по своей природе организаций, вносящих свои средства, и таким образом делают вклад в увеличение портфельных доходов, требуемых для вливаний в долгосрочные сбережения и пенсионное обеспечение населения.

У европейской индустрии прямых инвестиций яркое будущее: Европа может стать домом для успешной и развивающейся индустрии прямых инвестиций. Реализуются многие условия, необходимые для поддержания наметившегося за последние годы роста в этой области. Однако ситуация является неоднородной. Некоторые государства-члены ЕС поняли важность динамичного развития индустрии прямых инвестиций и организовали необходимое для этого благоприятное окружение. Другим же юрисдикциям рекомендуется внедрять у себя лучшие примеры из существующей практики.

Европейским политикам следует ближе познакомиться с особыми чертами индустрии прямых инвестиций. Это не тот случай, где можно ограничиться одними лишь заявлениями. Здесь политикам необходимо будет потратить свои время и внимание на создание такой среды, в которой пересекающиеся между собой законы, касающиеся финансов и компаний, не порождали бы непредвиденных последствий для уникальных бизнес-моделей, лежащих в основе зарождающейся европейской индустрии прямых инвестиций.

Необходимо также добиваться, чтобы регуляторные и налоговые режимы разных государств были связаны между собой на европейском уровне. По мере развития индустрии, управляющие и инвесторы будут расширять свои инвестиционные горизонты. Частота и размеры межгосударственных инвестиций будут увеличиваться. Однако эти заграничные инвестиции и фандрейзинг вынуждены сейчас происходить на фоне раздробленности налоговой и правовой систем. Существует необходимость в лучшей координации государственных систем. В частности, нужно найти разумные способы обеспечения того, чтобы управляющие фондов прямых инвестиций и инвесторы не несли потерь в случае осуществления ими заграничных инвестиций. Также необходимо избавиться от некоторых чрезмерных сложностей правового порядка, которые порождают трудности для управляющих/консультантов, когда они представляют свой бизнес квалифицированным инвесторам из других государств-членов ЕС.

Это не является призывом к проведению законодательных акций с целью выравнивания государственных порядков между собой. Индустрия прямых инвестиций показала себя ответственным участником финансовой системы, действия которой, безусловно, фокусируются на нуждах профессиональной базы инвесторов. Существующее сегодня сочетание саморегуляции и конкретных в каждом государстве условий для ведения бизнеса остается приемлемым. Не нужно переносить действия, приводящие к согласию законы в европейском масштабе, на эту индустрию.

Все, что нужно, — это чтобы государственные властные структуры осознали, что управляющие прямыми инвестициями страны-партнера и бизнесмены, работающие на ее территории, уже подвергаются налогообложению и разного рода регуляторным воздействиям на своей родине. На этой основе, хотелось бы видеть индустрию свободной от «карательного» двойного налогообложения и правовой неопределенности, чтобы не было нужды прибегать к оффшорной практике, обладающей в этом отношении преимуществами. Возможность таких преобразований доказана на примере других сегментов индустрии финансовых услуг.

Члены экспертной группы по альтернативным инвестициям

Председатель

Niall Bohan	Evropean Commission
-------------	---------------------

Секретарь

David Reed	Evropean Commission
------------	---------------------

Эксперты

Ms Monique Cohen	APAX
Ms Anne Glover	Amadeus Capital Partners
Ms Josyane Gold	SJ Berwin
Ms Carol Kennedy	Panteon Group
Mr Javier Loizaga	Mercapital
Mr Jan Moulijn	Taros Capital
Mr Vince O'Brien	Montagu Private Equity
Mr Fabio Sattin	Private Equity Partners
Mr Ulf Soderholm	Andulf Advokaat
Mr Ari Tolppanen	Capman

Обозреватели

Mr Pascal Lagarde	CDC Enterprises
Ms Maria Leander	European Investment Fund
Mr Tom Poetter	Allianz Capital Partners
Mr Julian Tzvetkov	Hungarian Development Bank

Российская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (РАВИ)

Основная цель РАВИ

Содействие становлению и развитию индустрии прямых и венчурных инвестиций в России.

Задачи РАВИ

- Формирование в России политического и предпринимательского климата, благоприятного для инвестиционной деятельности.
- Представление интересов членов РАВИ в органах власти и управления, в средствах массовой информации, в финансовых и промышленных кругах внутри страны и за рубежом.
- Информационное обеспечение и создание коммуникативных площадок для участников российского венчурного рынка.
- Создание элементов кадровой инфраструктуры поддержки венчурного предпринимательства.

РАВИ является единственной профессиональной организацией, объединяющих в своих рядах прогрессивные финансовые институты, осуществляющие прямое инвестирование в частные российские компании, в том числе инновационного сектора.

Россия, 194156, Санкт-Петербург
пр. Энгельса, д.27, корп. 12В, офис 208
тел: (812) 326-6180
факс: (812) 326-6191
e-mail: rvca@rvca.ru
сайт: www.rvca.ru