

# Отчет Экспертной Группы

по преодолению налоговых препятствий  
для трансграничных венчурных инвестиций



ЕВРОПЕЙСКАЯ КОМИССИЯ



РОССИЙСКАЯ АССОЦИАЦИЯ  
ПРЯМОГО И ВЕНЧУРНОГО  
ИНВЕСТИРОВАНИЯ



САНКТ-ПЕТЕРБУРГ

2011

**Report of Expert Group  
on removing tax obstacles to cross-border  
Venture Capital Investments**



EUROPEAN COMMISSION

Belgium



Европейская Комиссия  
Европейского Союза

**Отчет Экспертной Группы  
по преодолению налоговых препятствий  
для трансграничных венчурных инвестиций**



Российская Ассоциация  
Прямого и Венчурного  
Инвестирования

2011

Данный отчет представляет результаты работы Экспертной Группы по налогам в сфере венчурного инвестирования по вопросам преодоления налоговых препятствий для трансграничных венчурных инвестиций.

Европейская Комиссия учредила данную Группу в мае 2007 года в рамках комплекса мероприятий, направленных на содействие венчурному инвестированию на Едином Рынке с целью улучшения притока финансирования к малым и средним предприятиям.

В состав Группы вошли эксперты по налоговым вопросам из государств-членов Евросоюза, как со стороны правительства, так и бизнеса. Этим экспертам было дано поручение выявить случаи двойного налогообложения и иные связанные с прямыми налогами препятствия, с которыми приходится встречаться при осуществлении трансграничных венчурных инвестиций, а также обсудить возможные пути решения этих проблем и представить Комиссии независимые сообщения. Эксперты действовали в составе Группы от своего собственного имени. Таким образом, мнения, выраженные в Отчете, не обязательно отражают официальную позицию правительств государств-членов ЕС или частных организаций, из которых были приглашены участники Экспертной Группы. Также следует отметить, что не все участники Группы согласны со всеми выводами Отчета. В случаях разногласий Отчет отражает мнение большинства членов Группы.

Роль сотрудников Комиссии по отношению к Группе заключалась в организации помощи в проведении обсуждений и составлении Отчета. Соответственно, этот Отчет не следует рассматривать как каким-то образом отражающий официальную позицию Европейской Комиссии и ее служб. Комиссия или иные лица, действующие от имени Комиссии, не несут ответственности за использование приведенной здесь информации.

## Введение РАВИ

Технологическое соперничество государств обостряется в условиях развития процессов глобализации. В этой связи на первый план выходит необходимость постоянного инновационного обновления, выступающего залогом успешного экономического и социально-политического развития стран. Очевидно приоритетным направлением стратегий всех лидеров современного мира является освоение новых научно-технических рубежей.

Для нашей страны это особенно актуально. Диверсификация экономики, необходимость которой признана на государственном уровне, невозможна без оживления инвестиционной активности, без совершенствования законодательной базы, направленной на улучшение инвестиционного климата, без оптимизации процедуры доступа инвесторов к инфраструктуре, без снижения административных барьеров.

В предлагаемой читателям Брошюре, основанной на материалах, любезно предоставленных EVCA, рассматриваются и предлагаются решения определенных проблем налогообложения, которые возникают при осуществлении зарубежных венчурных инвестиций в рамках Евросоюза.

Искренне надеемся, что изучение зарубежного опыта в сфере осуществления трансграничных инвестиций будет полезно как для участников российской индустрии прямых и венчурных инвестиций, так и для специалистов, способных оказать влияние на формирование налогового окружения, адекватного специфике венчурной индустрии.

Исполнительная дирекция РАВИ

# СОДЕРЖАНИЕ

|   |    |
|---|----|
| <b>Краткий обзор</b> .....  | 6  |
| 1. Предмет изучения .....   | 6  |
| 2. Основные результаты исследования Экспертной Группы....   | 9  |
| <b>Отчет экспертной группы</b> .....  | 11 |
| 1. Предисловие .....  | 11 |
| 2. Основные предпосылки .....   | 13 |
| 3. Концепция венчурного капитала .....  | 19 |
| 4. Типичная структура фонда венчурного капитала,<br>осуществляющего трансграничные инвестиции.....    | 22 |
| 5. Основные налоговые вопросы, связанные<br>с трансграничными венчурными инвестициями.....            | 28 |
| 6. Вопросы постоянного представительства, связанные<br>с трансграничными венчурными инвестициями..... | 29 |
| 7. Право на применение положений Конвенции<br>об избежании двойного налогообложения.....              | 45 |
| <b>Заключение</b> .....   | 55 |
| <b>Приложения</b> .....   | 58 |
| Приложение I. Глоссарий .....   | 58 |
| Приложение II. Инвесторы в прямые инвестиции /<br>публичный акционерный капитал .....                 | 68 |
| Приложение III. Потоки капитала в венчурные<br>инвестиции .....                                       | 72 |
| Приложение IV. Список членов Экспертной Группы,<br>давших согласие на опубликование своих имен .....  | 75 |

## Краткий обзор<sup>1</sup>

### 1. Предмет изучения

Европейский Союз (ЕС) испытывает потребность в динамично работающей индустрии венчурного капитала (ВК), способной обеспечивать акционерное финансирование наиболее инновационных, обладающих большим потенциалом роста предприятий малого и среднего бизнеса (SMEs) Евросоюза на ранних стадиях их развития. SMEs и другие компании, получающие такую финансовую и рабочую поддержку, как венчурные инвестиции, могут способствовать усилению экономического роста, создавать новые рабочие места и вносить вклад в создание и использование новых знаний и технологий. Активно работающие рынки ВК явились бы важным фактором в деле построения более конкурентоспособной и динамичной европейской экономики, развития предпринимательства и инноваций – что является стратегической целью Лиссабонской стратегии (Lisbon Strategy) ЕС. Венчурные инвестиции могут сыграть существенную роль в укреплении европейских экономик в сегодняшней ситуации экономического спада и нестабильности.

Тем не менее рынок ВК Евросоюза все еще работает не на полную мощность. Существуют естественные препятствия, основанные на языковых различиях и неодинаковых юридических и регуляторных требованиях. Однако самым большим препятствием является отсутствие единства между 27 налоговыми системами стран ЕС, что может приводить к двойному налогообложению, неопределенностям в налоговых условиях и административным препонам. И в результате венчурные инвестиции оказываются ограниченными рамками внутренних национальных рынков, вместо того чтобы распространяться на более обширные рынки ЕС и международные рынки.

---

<sup>1</sup> Группа завершила основную часть своей работы в июне 2009 года. Таким образом, в отчете отражена в основном ситуация, преваляровавшая к этому времени, в частности, в нем обсуждаются налоговые законы, действовавшие тогда в государствах-членах Евросоюза.

Большинство государств-членов Евросоюза подписали между собой двусторонние конвенции об избежании двойного налогообложения (DTCs), которые в целом базируются на Модельной конвенции ОЭСР (OECD) в отношении налогов на доходы и капитал (далее – Модель ОЭСР). Эти мероприятия должны были помочь нормальному распределению прав в отношении начисления налогов, с целью недопущения случаев двойного налогообложения. Однако добиться этого не всегда возможно, поскольку зачастую сложно устроенные коммерческие структуры, используемые при венчурном финансировании, не во всех случаях согласуются с DTCs. Именно поэтому управление фондами ВК, находящимися за границей, влечет за собой риск появления дополнительного звена налогообложения на уровне управления этими фондами. Различия в правилах начисления налогов для фондов ВК в различных государствах-членах ЕС создают дальнейшие проблемы.

Далее, многие эксперты из состава Группы считают, что налоговые условия для менеджеров фондов ВК и реализации венчурных инвестиций являются менее благоприятными, чем условия для менеджеров, управляющих публичным акционерным капиталом, и соответствующих инвестиций. Эксперты указывают на то, что, несмотря на многие сходные черты между деятельностью менеджеров прямых инвестиций и менеджеров публично-акционерного капитала, деятельность последних воспринимается как деятельность независимых агентов и, как таковая, не приводящая к образованию «постоянного представительства» для инвесторов в их стране. С другой стороны, деятельность менеджеров фондов прямых инвестиций может создавать условия постоянного представительства для таких фондов.

Венчурный капитал мог бы внести большой вклад в экономику Евросоюза, если бы налоговое окружение в пределах Евросоюза лучше соответствовало специфическим интересам индустрии ВК. Если бы фонды имели возможность свободно совершать трансграничные операции, они повысили бы свою эффективность за счет «эффекта масштаба». Кроме того, мог-



ла бы сформироваться специализированная экспертиза по отраслям, благодаря чему могли бы возрасти объемы инвестиций, увеличилась бы диверсификация портфелей и улучшились доходы инвесторов. Важнее всего то, что в рамках такого сценария возросла бы конкуренция вследствие снижения затрат для уже существующих и новых участников рынка.

Налоговые власти, естественно, беспокоятся о защите своих налоговых баз. Однако существующие сегодня налоговые правила таковы, что фондам приходится прибегать к искусственному реструктурированию своей деятельности, чтобы избежать дополнительного налога на уровне управления, и это существенно снижает эффективность венчурных инвестиций на едином рынке ЕС. Таким образом, ценность сохранения статус-кво должна быть сопоставлена с тем воздействием, которое может оказать наличие в Евросоюзе условий, не способствующих привлечению и стимулированию венчурного инвестирования в компании. Если обратить серьезное внимание на налоговую проблему венчурной индустрии и улучшить существующие условия, то это в конце концов приведет к повышению налоговых поступлений от динамично развивающихся европейских компаний. Добившиеся успеха венчурные компании часто становятся со временем крупными компаниями.

В настоящем отчете рассматриваются и предлагаются решения определенных проблем налогообложения, которые возникают при осуществлении трансграничных венчурных инвестиций в рамках Евросоюза.

## 2. Основные результаты исследования Экспертной Группы

Для осуществления трансграничных венчурных инвестиций требуется присутствие на месте (т.е. в государстве, где находится портфельная компания), что облегчит менеджеру фондов ВК задачи поиска в этих государствах нового капитала для инвестиций и наблюдения за инвестициями, которые у него там имеются. В идеале, активность на местном уровне должна охватывать все функции по управлению (в основном это касается способности принимать инвестиционные решения или активно в них участвовать, а также управления портфельными компаниями).

В настоящее время в Европе наблюдается такая ситуация, что, когда менеджер фондов оперирует в стране портфельной компании, его деятельность сопряжена с риском образования там постоянного представительства – в целях обложения налогами фонда ВК или его инвесторов в этой стране. Менеджер фондов ВК будет стремиться избежать риска образования постоянного представительства, чтобы не допустить появления двойного налогообложения (т.е. предотвратить обложение инвестиции налогами в стране, где инвестиция имеет место, и также в стране, где располагается инвестор). Такое двойное обложение налогами может сделать инвестирование на частных рынках невыгодным для инвесторов.

Из-за неопределенности в отношении того, как налоговые власти конкретной страны будут рассматривать деятельность менеджера фондов ВК – как образующую постоянное представительство или как не образующую – в настоящее время менеджер вынужден ограничивать свою деятельность в этой стране только лишь консультированием. Эти консультации на практике обычно предоставляются отдельными консалтинговыми компаниями, которые анализируют состояние местного рынка, идентифицируют и оценивают потенциальные инвестиционные возможности и подготавливают инвестиционные предложения – с

соответствующим вкладом со стороны менеджера фондов ВК, но не исполняют управленческих функций. В настоящее время такая ситуация является в высшей степени неэффективной, высоко затратной, сложной и потенциально может помешать реализации инвестиции (и не полностью устраняет риск образования постоянного представительства).

Другой проблемой для фондов ВК является тот факт, что налоговая классификация и условия налогообложения фондов варьируются от одного государства-члена ЕС к другому. Фонды могут рассматриваться как прозрачные или непрозрачные, подлежащие налогообложению или не подлежащие, а также как осуществляющие коммерческие операции или не осуществляющие. Различие подходов в разных государствах-членах представляет собой еще один потенциальный источник двойного налогообложения, которому до сих пор не уделяется достаточно внимания.

В целях решения представленных выше проблем Экспертной Группой по налогам в сфере венчурного инвестирования был предложен целый ряд мер, перечисленных ниже в Заключении к данному отчету.

# Отчет Экспертной Группы

## 1. Предисловие

Многие из обозревателей считают, что сегодня индустрия ВК Евросоюза работает на уровне ниже своих потенциальных возможностей. Среди основных причин этой ситуации – фрагментация окружения, в котором действует венчурный капитал в Евросоюзе: существует 27 наборов налоговых, правовых и регуляторных систем, что препятствует процессам мобилизации капитала и инвестирования на национальных и международных уровнях.

Совет министров ЕС уже несколько раз имел возможность убедиться в том, что необходимо уменьшить степень этой фрагментации; более того, Совет призвал государства-члены ЕС продолжить их собственные усилия в исправлении неудач и преодолении препятствий в этой области. Совет признает, что для того, чтобы добиться преуспевания, рынку ВК Евросоюза требуется создание атмосферы ясности и определенности, в том числе в налоговой сфере<sup>2</sup>. Профессиональные менеджеры фондов ВК должны иметь возможность привлекать капитал и осуществлять инвестиции через границы государств в пределах Единого Рынка, не навлекая на себя неблагоприятного налогообложения и непропорционально тяжелого административного бремени. И, самое главное, существует необходимость решить проблемы двойного налогообложения и правовой и административной неопределенности на национальных уровнях.

Европейской Комиссией был предпринят ряд мер по выявлению и преодолению препятствий для трансграничных венчурных инвестиций с целью создания стабильного рынка ВК Евросоюза. Так, что касается вопросов налогообложения, то в мае 2007 года Комиссией была создана Экспертная Группа по налогам в сфере венчурного инвестирования. Задачей Группы,

---

<sup>2</sup> Cf Competitiveness Council Conclusions (29–30 May 2008)  
<http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/08/st10/st10174.en08.pdf>.

состоявшей из представителей бизнеса и национальных правительств государств-членов Евросоюза, являлось выявление случаев двойного налогообложения и других связанных с прямыми налогами препятствий на пути осуществления трансграничных инвестиций, а также поиск способов их преодоления. Всем экспертам было поручено выражать свое личное мнение. Европейская Комиссия помогала проведению дискуссий, а ее представители работали в секретариате.

Группа завершила свою работу в конце 2009 года, и ее основные открытия и выводы представлены в настоящем отчете.

Следует отметить, что не все участники Группы непременно соглашались со всеми выводами отчета. В случаях разногласий в отчет были включены мнения большинства экспертов. Не следует считать, что данный отчет Экспертной Группы по налогам в сфере венчурного инвестирования каким-то образом отражает официальную позицию Европейской Комиссии и ее служб, правительств государств-членов ЕС или представленных в составе Группы частных организаций.

## 2. Основные предпосылки

Ряд предпринятых Европейской Комиссией инициатив касались, среди прочего, улучшения налоговых условий для трансграничных венчурных инвестиций в Евросоюзе.

### 2.1. План действий по вопросам рискованного капитала (Risk Capital Action Plan)

В марте 1998 года Комиссия опубликовала Сообщение «**Рисковый капитал: ключ к созданию рабочих мест в Евросоюзе**» с целью поддержки координированных действий на уровне Европейского Сообщества, направленных на стимулирование расширения рынков рискованного капитала. В этом Сообщении были выделены шесть категорий препятствий (одной из которых являлось налогообложение) для создания рынков рискованного капитала в масштабах Евросоюза и предложены план действий и график устранения этих препятствий.

После обсуждений с представителями государств-членов ЕС Комиссия в июне 1998 года приняла «**План действий по вопросам рискованного капитала**» (Risk Capital Action Plan). В нем предполагалось, что государства-члены должны, наряду с прочими, заняться решением следующих налоговых вопросов: двойное налогообложение прибылей фондов ВК, налог на добавленную стоимость, а также различия в подходах к начислению налогов на низкорисковый капитал (например, банковские депозиты, облигации) по сравнению с венчурным капиталом.

В ноябре 2003 года в «**Окончательном Отчете по выполнению Плана действий по вопросам рискованного капитала**» Комиссией была подчеркнута необходимость устранения налоговых препятствий для трансграничного инвестирования (таких как налоги на дивиденды, выплаты процентов и роялти, а также связанные с инвестициями за границу потери и реструктурирование) и было указано на необходимость координированных действий на международной арене, направленных на устранение экономического и юридического двойного налогообложения.

## 2.2. Зеленая Книга по вопросам улучшения существующих в Евросоюзе условий для работы инвестиционных фондов

В своей «Зеленой Книге по вопросам улучшения существующих в Евросоюзе условий для работы инвестиционных фондов» от июля 2005 года Комиссия сделала вывод, что рынок Евросоюза для инвестиционных фондов все еще являлся фрагментированным. Комиссия предложила создать Экспертную Группу по фондам альтернативных инвестиций, чтобы она представила доклад о том, как можно улучшить существующие в Евросоюзе условия для работы инвестиционных фондов. В июле 2006 года Экспертная Группа опубликовала свой отчет под названием «Развитие прямых инвестиций в Европе», призывающий к улучшению налогового окружения прямого и венчурного инвестирования, предлагая с этой целью в качестве ведущего принципа налогообложения избрать принцип взимания с инвестора налогов на прирост капитала (capital gains) только в стране его регистрации.

## 2.3. Сообщение Комиссии на тему: «Финансирование развития предприятий малого и среднего бизнеса – повышение благосостояния Европы»

Комиссия в своем Сообщении «Финансирование развития предприятий малого и среднего бизнеса – повышение благосостояния Европы» от июня 2006 года заявила, что компаниям Евросоюза, включая малые и средние предприятия, чтобы быть конкурентоспособными на международном уровне, требуется интегрированный, открытый и конкурентоспособный финансовый рынок для рискованного капитала, и в особенности – для венчурного капитала. Содействие трансграничным венчурным инвестициям является, таким образом, ключевой задачей, и Комиссия призвала к конкретным практическим шагам в направлении преодоления существующих правовых, налоговых и регуляторных препятствий на пути таких инвестиций.

В Сообщении перечисляются действия, которые целесообразно предпринять Комиссии в направлении создания единого рынка для фондов ВК. В число этих действий входит организация двух экспертных групп: перед одной из них поставлена более обширная задача определения препятствий для трансграничных венчурных инвестиций и способов их преодоления (Экспертная Группа по венчурным инвестициям), а перед второй – более узкая задача анализа налоговых вопросов, имеющих отношение к таким инвестициям (Экспертная Группа по налогам в сфере венчурного инвестирования).

Хотя Экспертная Группа по венчурным инвестициям лишь в некоторой степени занималась налоговыми вопросами, поскольку эти вопросы не входили в круг ее обязанностей, тем не менее в окончательном отчете Группы был назван ряд связанных с прямыми налогами проблем, мешающих международному венчурному инвестированию, и предлагались некоторые возможные пути их решения.

## 2.4. Сообщение Комиссии на тему: «Преодоление препятствий для зарубежных инвестиций, осуществляемых фондами венчурного капитала»

В Сообщении Комиссии от 2007 года на тему: «Преодоление препятствий для зарубежных инвестиций, осуществляемых фондами венчурного капитала» особо подчеркивается тот факт, что в настоящее время существует необходимость ввести сложные фондовые структуры с параллельными механизмами инвестирования, чтобы минимизировать помехи налогового характера, связанные с трансграничными инвестициями.

Высокие операционные издержки, относящиеся к организации и управлению такими структурами, в сочетании с существующей правовой неопределенностью являются препятствиями для международного венчурного инвестирования.



## 2.5. Предложение Комиссии о «Директиве о менеджерах фондов альтернативных инвестиций» (AIFMD)<sup>3</sup>

Предложенный Комиссией проект Директивы о менеджерах фондов альтернативных инвестиций (AIFMD) от 29 апреля 2009 года был нацелен на создание в Евросоюзе всеобъемлющей и эффективной системы управления и контроля над деятельностью менеджеров фондов альтернативных инвестиций (AIFMs), включая венчурные инвестиции. При условии соблюдения высоких и строгих регуляторных стандартов, предложенная Директива может гарантировать AIFMs право пользоваться преимуществами Единого Рынка, которые позволят находящимся в Европе AIFMs оказывать свои услуги и заниматься маркетингом европейских фондов альтернативных инвестиций на всей территории Евросоюза. Директива также разрешит осуществление альтернативных инвестиций из стран, не входящих в состав Евросоюза, в страны Сообщества, однако при условии, что эти страны удовлетворяют жестким требованиям по управлению, контролю и кооперации, а также по налоговым вопросам. Что касается соразмерности и степени воздействия на субъекты венчурного бизнеса, то предложенная Директива признает необходимость гарантий того, чтобы на «малых» менеджеров не налагались непропорционально большие требования и чтобы фирмы венчурного капитала не испытывали дополнительного давления, поскольку их непрекращающаяся способность обеспечивать рискованный капитал имеет исключительное значение в сегодняшней экономической ситуации.

---

<sup>3</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/alternative\\_investments/fund\\_managers\\_proposal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/alternative_investments/fund_managers_proposal_en.pdf).

## 2.6. Экспертная Группа по преодолению налоговых препятствий для трансграничных венчурных инвестиций

На основании результатов своей предыдущей работы и выводов Экспертной Группы по венчурным инвестициям и Экспертной Группы по фондам альтернативных инвестиций, Комиссией в мае 2007 года была создана Экспертная Группа по налогам в сфере венчурного инвестирования по вопросам преодоления налоговых препятствий для трансграничных венчурных инвестиций. Данная Группа состояла из 33 представителей<sup>4</sup> бизнеса и национальных правительств государств-членов Евросоюза, которым, как специалистам в своей области, было поручено выражать свое личное мнение.

Экспертной Группе по налогам в сфере венчурного инвестирования было поручено:

1. Идентифицировать случаи двойного налогообложения и другие связанные с прямыми налогами препятствия, с которыми приходится сталкиваться в ходе международного венчурного инвестирования.
2. Рассмотреть возможные способы преодоления подобных препятствий.

Группа не занималась разрешением спорных вопросов, связанных с государственными субсидиями, формами вознаграждений за управление, таких как удерживаемое вознаграждение, или налогами на добавленную стоимость.

В период с мая 2007 года по февраль 2009 года произошло девять встреч, и в июне 2009 года Группа завершила свою работу. Основные полученные ею данные и выводы приведены в настоящем отчете. В Приложениях содержится соответствующая

---

<sup>4</sup> Список членов Экспертной Группы, давших согласие на опубликование своих имен в составе Группы, приводится в конце данной публикации.

базовая информация, включая глоссарий полезных терминов, рассматриваются подходы к фондам ВК различного типа и налоговые режимы в различных государствах-членах ЕС, а также присутствует глава, посвященная различиям в этих подходах.\* В этой главе дается обзор имевших место в Европейском суде прецедентов, в которых по-разному подходили к резидентам и нерезидентам в самых различных международных ситуациях, что позволяет пролить свет на некоторые возможные ситуации, когда налоговый режим, применяемый к венчурным инвестициям, может являться нарушением свобод, содержащихся в Договоре о Евросоюзе.

---

\* В тексте перевода данного документа, сделанного РАВИ, содержатся только Приложения I–III. Детально ознакомиться с очень подробно изложенным материалом, который, несомненно, может представлять интерес для целого ряда специалистов (Приложение IV: Полный текст статей соответствующей Модели ОЭСР; Приложение V: Подход Италии и Финляндии к вопросам постоянного представительства – опыт законотворчества и описание конкретных примеров; Приложение VI: Различия в подходах к налогообложению; Приложение VII: Типы фондов венчурного капитала и особые налоговые правила в разных государствах-членах Евросоюза), можно в английском оригинале отчета, доступном на веб-сайте: [http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/resources/documents/taxation/company\\_tax/initiatives\\_small\\_business/venture\\_capital/tax\\_obstacles\\_venture\\_capital\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/company_tax/initiatives_small_business/venture_capital/tax_obstacles_venture_capital_en.pdf)

### 3. Концепция венчурного капитала

#### 3.1. Определения и характеристики

В целях данного отчета, «венчурный капитал» («венчурные инвестиции») понимается как подвид прямых инвестиций. Венчурными являются инвестиции, осуществляемые в не зарегистрированные на фондовой бирже компании для финансирования их запуска, раннего развития или расширения бизнеса<sup>5</sup>. Таким образом, венчурный капитал – это капитал, инвестированный совместно с предпринимателем с целью финансирования посевной или стартап стадий развития компании или для поддержки расширения ее деятельности. Основная доля капитала предоставляется в форме акционерного капитала, но не долгового. Высокий риск, принимаемый на себя инвесторами в течение длительного периода существования инвестиции, и повышенный риск потерь возмещаются ожиданиями сравнительно высоких доходов.

#### Типичные характеристики венчурного капитала

(Источник: Статья ОЭСР по венчурным инвестициям и инновациям<sup>6</sup>)

Венчурные инвестиции в целом характеризуются следующими ключевыми моментами:

- Риск венчурной инвестиции разделяется между венчурным капиталистом и предпринимателем.
- Инвестиции являются долгосрочными (обычно 3–7 лет).

<sup>5</sup> Венчурные инвестиции также осуществляются фирмами прямых инвестиций, когда они хотят расширить свои инвестиционные горизонты с целью нахождения новых возможностей. С точки зрения портфельной компании, на разных стадиях ее развития необходимы инвестиции из разных фондов. Зачастую один единственный фонд ВК не в состоянии самостоятельно профинансировать все стадии развития портфельной компании и вынужден будет полагаться на фонды широкого профиля. Некоторые из крупнейших хорошо известных фондов прямых инвестиций, особенно в США, вначале осуществляли крупные «посевные» инвестиции.

<sup>6</sup> OECD, 1996. Venture Capital and Innovation. P. 22.

- Поскольку капитал подвергается риску, венчурные капиталисты работают в партнерстве с предпринимателями. Они оказывают поддержку на стратегическом уровне и помогают предпринимателям советами, базирующимися на своем опыте, квалификации и связях. Если говорить кратко, венчурные капиталисты повышают стоимость (add value) своего вложения в акционерный капитал с целью максимального увеличения дохода, который они получают через продолжительный промежуток времени.
- Перед тем как заняться рассмотрением финансовой стороны предполагаемой инвестиции, венчурные капиталисты изучают рынок компании, ее стратегию и, самое главное, команду управляющих и предпринимателей.
- Венчурный капитал не испытывает особой потребности в доходах в форме дивидендов, и доходы на инвестиции поступают главным образом в виде прироста капитала при выходе из инвестиции, когда компания выставляется на торги на фондовом рынке или продается другому инвестору.

### 3.2. Значение венчурного капитала и его бизнес-окружение

С точки зрения государственной политики, венчурные инвестиции уже давно являются в Евросоюзе источником финансирования для молодых инновационных, обладающих высоким потенциалом роста, компаний малого и среднего бизнеса. Эти компании являются важнейшим ресурсом для создания новых рабочих мест<sup>7</sup>, инноваций, экономического роста и повышения

---

<sup>7</sup> Компании, профинансированные путем прямых и венчурных инвестиций, обеспечили трудоустройство почти 6 млн человек в Европе (Евросоюз, Швейцария и Норвегия). На долю получивших венчурные инвестиции компаний приходится около 1 млн рабочих мест; 630 000 новых рабочих мест было создано самими венчурными компаниями, при среднегодовом коэффициенте прироста занятости 5,4% за период 2000–2004 годов, что в 8 раз превосходит среднегодовой рост суммарного уровня занятости в EU25 (0,7%) между 2000 и 2004 годами. Источник: “Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe”. EVCA. November 2005.

конкурентоспособности. Таким образом, деятельность в сфере венчурного инвестирования согласуется с целями Лиссабонской стратегии Евросоюза, а также со многими другими задачами политики ЕС, такими как инициативы в поддержку малого бизнеса, программы конкурентоспособности и инноваций и развитие международных «кластеров» для поддержки трансферта технологий.

Также венчурные инвестиции являются источником долгосрочных доходов инвесторов, размеры которых адекватны высокому уровню риска.

Однако, несмотря на ту пользу, которую приносит экономике Евросоюза венчурный капитал, индустрия ВК все еще работает не на полную мощность, потому что ей не присуща такая же высокая степень интеграции, как на публичных финансовых рынках. Среда, в которой оперирует венчурный капитал в Евросоюзе, представляет собой пеструю смесь из 27 различных национальных режимов. Венчурная индустрия могла бы вносить больший вклад в экономику Евросоюза, если бы налоговая среда ЕС, в частности, лучше учитывала бы специфические проблемы индустрии и не проводила бы различий между этим типом инвестиций и инвестициями в акции, торгуемые на фондовых биржах. Если бы фонды имели возможность беспрепятственно совершать трансграничные операции, они повысили бы свою эффективность за счет «эффекта масштаба». Кроме того, могла бы сформироваться специализированная экспертиза по отраслям, благодаря чему могли бы возрасти объемы инвестиций, увеличилась бы диверсификация портфелей и улучшились доходы инвесторов.

## 4. Типичная структура фонда венчурного капитала, осуществляющего трансграничные инвестиции

Перед тем как проводить детальный анализ специфических препятствий налогового характера для трансграничных венчурных инвестиций, было бы полезным представить пример структуры типичного фонда трансграничных венчурных инвестиций, где показаны различные участники, поток доходов, управленческие и консультационные службы.

На рисунке ниже показана типичная структура фонда венчурного капитала. Потоки капитала в такой структуре описаны в Приложении III.



Пятью основными составляющими элементами фонда ВК и его инвестиций являются: инвесторы, фонд ВК, управляющая компания ВК / менеджер фонда ВК<sup>8</sup>, портфельная компания и одна или несколько консультационных компаний.

## 4.1. Инвесторы

Инвесторы предоставляют капитал, который аккумулируется усилиями внешних управляющих (управляющих компаний ВК / менеджеров фондов ВК), формируя таким образом механизм (посредник) для осуществления коллективных инвестиций, обычно называемый «фондом венчурных инвестиций» («фондом ВК»). Инвесторы обычно ищут наиболее подходящие для себя управляющие компании ВК, инвестиционные задачи, послужные списки и возможности которых лучше всего совпадают с их требованиями.

В случае прозрачной структуры фонда (наиболее часто встречающейся) инвесторами являются «партнеры с ограниченной ответственностью» (LPs) фонда. Наибольшая масса венчурного финансирования поступает от инвесторов с долгосрочными инвестиционными горизонтами, таких как институциональные инвесторы (включая корпоративных инвесторов, банки, правительственные агентства, семейные офисы, фонды фондов, пенсионные фонды) и высокообеспеченные физические лица. Они инвестируют примерно на десятилетний период в своих личных интересах и в интересах своих инвесторов (которые действуют в интересах своих вкладчиков, например, держателей пенсионных/страховых полисов), с намерениями получить адекватные риску доходы. Обычно инвесторы получают доход в форме прироста капитала.

---

<sup>8</sup> Оба термина используются в отчете на равных правах.



На рисунке иллюстрируются источники капитала фондов ВК, сформированных в 2008 году (по типам инвесторов)<sup>9</sup>.



## 4.2. Фонд венчурного капитала

Представляет собой механизм для осуществления коллективных инвестиций – своего рода общий «кошелек», в который инвесторы вносят свой капитал. Чаще всего срок существования фонда равен десяти годам (с возможностью продления на один-три года<sup>10</sup>), однако эта цифра заметно различается у разных фондов. В рамках Евросоюза Фонды ВК могут принимать самые разнообразные юридические формы и подчиняться разным правилам:

<sup>9</sup> Источник: PEREP Analytics. В понятие «Корпоративные инвесторы» входят корпорации, выпускающие продукцию (промышленные компании) или предоставляющие нефинансовые услуги. В него не входят банки, фонды фондов, страховые компании, пенсионные фонды и др.

<sup>10</sup> Продолжительность жизни фонда является величиной, зависящей от экономического окружения.

- Партнерства – с образованием или без образования юридического лица (обычно прозрачные для целей налогообложения)
- Корпорации – с образованием юридического лица (непрозрачные с точки зрения налогообложения)
- Другие формы фондов ВК, прозрачные либо непрозрачные в налоговом (или фискальном) отношении, созданные, чтобы пользоваться преимуществами льготного режима налогообложения.

В Евросоюзе фонды ВК, как правило, структурируются как прозрачные партнерства с ограниченной ответственностью. Европейский Инвестиционный Фонд является крупнейшим в ЕС инвестором в фонды ВК, вложившим порядка 5 млрд евро в данный сектор путем инвестиций в фонды, находящиеся в различных юрисдикциях на территории Европы. Большинство инвестиций этого фонда находится в партнерствах с ограниченной ответственностью.

Однако за последние годы несколько выросло количество и непрозрачных фондов ВК.

### 4.3. Портфельная компания

Является получателем капитала. Портфельные компании преимущественно являются не зарегистрированными на фондовых биржах молодыми компаниями с высоким потенциалом роста. Также это могут быть компании, зарегистрированные на фондовых биржах, но нуждающиеся в обретении активного собственника, который помог бы им развиваться и обеспечил бы средства для расширения бизнеса, так как они недостаточно велики и чаще всего недостаточно доходны, чтобы или собирать для себя капитал на открытых рынках, или обслуживать банковский заем, или выполнять долговые обязательства.

Значительная часть венчурного капитала инвестируется в отрасли наук о жизни и здравоохранения, в технологические области, такие как новые информационно-коммуникационные

технологии, электроника и новые материалы. В последние годы ВК является также важным составляющим финансирования отрасли энергетики, «зеленых» и «чистых» технологий.

На рисунке представлено распределение венчурных<sup>11</sup> инвестиций по отраслям в 2008 году<sup>12</sup>.



#### 4.4. Управляющая компания венчурного капитала/ Менеджер фондов венчурного капитала

Данная организация осуществляет управление фондами ВК. В случае прозрачной структуры фонда менеджер фонда ВК или какая-то структура в рамках группы менеджера фонда ВК (или

<sup>11</sup> В венчурные инвестиции включены спасительные/поворотные инвестиции (rescue/turnaround).

<sup>12</sup> Источник: PEREP Analytics.

родственная структура), как правило, является генеральным партнером этого фонда с неограниченной ответственностью.

Часто у менеджера фондов ВК может появиться желание осуществить инвестицию в портфельную компанию, находящуюся за пределами его собственной юрисдикции, однако неопределенности налогового характера, названные в этом отчете, делают такую сделку, как правило, непривлекательной (кроме тех случаев, когда размер фонда достаточно велик). С точки зрения минимизации налогообложения задача состоит в том, чтобы менеджер фонда ВК не создавал бы постоянного представительства для фонда или его инвесторов, поскольку это может, как это будет объясняться ниже в разделе 6, привести к двойному налогообложению.

#### 4.5. Консультационная компания

В случае трансграничных венчурных инвестиций, чтобы облегчить менеджеру фондов ВК поиск новых инвестиций в других юрисдикциях Евросоюза и «присмотр» за инвестициями, которые у него там имеются, может потребоваться местное присутствие в этих юрисдикциях. Часто такое местное присутствие будет ограничиваться только консультационной деятельностью, исходя из опасений, что если менеджер фонда будет осуществлять управленческие функции, то в целях налогообложения он может рассматриваться как постоянное представительство фонда ВК или его инвесторов в стране местонахождения портфельной компании.

Эти консультационные организации анализируют местный рынок, идентифицируют и оценивают потенциальные инвестиционные возможности и занимаются подготовкой инвестиционных предложений – с соответствующим вкладом со стороны менеджера фондов ВК. Эти предложения затем представляются на рассмотрение менеджеру фондов ВК для принятия решения о том, стоит инвестировать или нет.

## 5. Основные налоговые вопросы, связанные с трансграничными венчурными инвестициями

Экспертная Группа по налогам в сфере венчурного инвестирования на основе рекомендаций, данных предыдущими экспертными группами<sup>13</sup>, детально изучила основные налоговые вопросы, имеющие отношение к трансграничным венчурным инвестициям. В целом их можно сгруппировать следующим образом:

1. Риск того, что фонд ВК или его инвесторы будут рассматриваться как образующие постоянное представительство в любой другой юрисдикции, помимо той, где они базируются или постоянно находятся, вместе с вытекающим отсюда двойным налогообложением.
2. Право на применение положений Конвенции об избежании двойного налогообложения, включая взаимное признание налоговой классификации правовых форм.

Эксперты, особенно вовлеченные в структурирование венчурных инвестиций, признавали первый пункт наиболее важным, однако считали, что только решение обоих вопросов может привести к активизации международного инвестирования и к более эффективной системе управления фондами ВК.

Экспертная Группа также рассмотрела проблемы, возникающие вследствие различий в подходах к налогообложению в законах Евросоюза.

---

<sup>13</sup> Экспертными Группами по фондам альтернативных инвестиций и по венчурным инвестициям.

## **6. Вопросы постоянного представительства, связанные с трансграничными венчурными инвестициями**

### **6.1. Основные моменты**

Одной из главных вызывающих озабоченность проблем венчурной индустрии является вопрос управления трансграничными инвестициями фондов ВК. Решение об инвестировании в иностранные ценные бумаги потребует от менеджера фондов ВК проведения исследований и консультаций, а также организаторских усилий. Большая часть этой деятельности происходит в стране местонахождения портфельной компании. Налоговые органы этой страны могут прийти к выводу, что фонд ВК или инвесторы действуют на ее территории под управлением этого менеджера. В частности, они могут рассматривать менеджера фонда в качестве постоянного представительства фонда ВК или инвесторов.

Постоянное представительство – это постоянное место ведения бизнеса, через которое компания ведет свой бизнес в другой юрисдикции. Оно может принимать структурную форму, например, являться дочерней компанией, или может просто возникнуть в результате деятельности предприятия в этой другой юрисдикции. Эта концепция также применима к случаям, когда предприятие осуществляет свою работу в иностранном государстве посредством лица, действующего от его имени, при условии, что это лицо не является независимым агентом, действующим в обычном порядке ведения своего бизнеса.

Концепция постоянного представительства необходима, чтобы гарантировать, что юрисдикции могут защитить свои налоговые базы. В отсутствие этой концепции бизнес мог бы вестись в заграничной стране и не облагаться там налогами, кроме ситуации, когда он велся бы как отдельный бизнес на основе

местной компании, например такой, как дочерняя. Если постоянное представительство имеет место, то, как правило, из этого следует, что доходы, приписываемые этому представительству, подлежат обложению налогами в той стране, где оно находится. Приемлемый уровень доходов, приписываемых постоянному представительству, обычно устанавливается в результате переговоров между плательщиком налогов и налоговым органом.

Как правило, в каждой стране имеется свое собственное внутреннее определение того, что является постоянным представительством, но оно обычно не принимается во внимание в случаях наличия конвенции об избежании двойного налогообложения (DTC) между страной предприятия и страной, где находится постоянное представительство этого предприятия. В этом случае будет применяться определение, содержащееся в DTC. Это определение DTC обычно основывается на определении, содержащемся в Статье 5 Модели ОЭСР<sup>14</sup>.

Ряд экспертов Группы считают, что данный анализ и последующие выводы могут быть правомерны только в том случае, если применяемая DTC базируется на Модели ОЭСР, однако большинство экспертов этой группы не соглашаются с таким подходом.

## 6.2. Роль менеджеров фондов венчурного капитала

Менеджер фондов ВК / Управляющая компания ВК обеспечивает управленческие и технические навыки, необходимые для того, чтобы фонд ВК мог осуществлять инвестиции в портфельные компании. Менеджер фондов ВК обычно предоставляет услуги сразу нескольким инвесторам – по следующим причинам:

1. Необходимость в наличии широкого спектра инвесторов, чтобы распределять между ними риски и не зависеть от какого-то одного источника финансирования.

---

<sup>14</sup> OECD (2008), Model Tax Convention on Income and Capital 2008: Condensed Version – July, 2008 (see Annex IV).

2. Для реализации инвестиционной политики необходим капитал от нескольких инвесторов.

Средства инвесторов обычно аккумулируются в венчурном фонде определенного типа с тем, чтобы упростить управление ими и обеспечить им надлежащую правовую платформу. Менеджер фонда ВК будет заниматься поиском потенциальных инвестиций и сбором предложений, относящихся к этим инвестициям, включая предложенные условия и цены. Он будет принимать решения о том, осуществлять или не осуществлять инвестицию, и может потребовать выполнения каких-то дополнительных условий.

Также следует отметить, что если фонд ВК инвестирует в иную страну, чем та, где базируется его менеджер, то становится важным знание местных условий. Соответственно менеджеру, как правило, необходимо иметь в стране портфельной компании какую-то форму своего присутствия со специально подготовленным штатом местных сотрудников. Он может учредить офис в этой стране, специалисты которого будут помогать ему консультациями. Либо же представители менеджера могут приезжать в эту конкретную юрисдикцию на определенные периоды времени, чтобы проверять и оценивать ситуацию с инвестицией. В некоторых случаях менеджеру следует воспользоваться услугами советника от третьей стороны.

Менеджер фондов ВК получает вознаграждение в форме гонорара, начисляемого на основе принципа правовой и коммерческой самостоятельности (*arm's length remuneration*), или эквивалентной компенсации от фонда ВК, поскольку здесь участвует независимая третья сторона – инвесторы фонда ВК.



### 6.3. Описание правового контекста: Определение ОЭСР «постоянного представительства» и комментарии

В Модели ОЭСР «постоянное представительство» определяется следующим образом:

- «Постоянное место размещения бизнеса, через которое осуществляется данный бизнес какого-то предприятия, полностью или частично» (Статья 5, параграф 1), или
- «Присутствие лица, которое действует в интересах предприятия и имеет, и в обычном порядке практикует в стране-участнице договора, право заключать контракты от имени этого предприятия» (Статья 5, параграф 5).

Однако из последней категории исключаются лица, которые являются «независимыми агентами, при условии, что такие лица действуют в обычном порядке ведения своего бизнеса» (Статья 5, параграф 6).

Роль и характер деятельности менеджера фондов ВК отличаются от таковых фонда ВК и его инвесторов. Таким образом, менеджера фондов ВК нельзя рассматривать как создающего постоянное представительство в рамках первой части этого определения: он занимается своим собственным независимым бизнесом, состоящим в предоставлении услуг фондам ВК или инвесторам, и не является местом управления, дочерним предприятием или другим постоянным местом ведения бизнеса фонда или его инвесторов в стране портфельной компании. Ситуация могла бы быть иной, если бы менеджер фондов действовал на указанной территории, как на постоянном месте ведения своего собственного бизнеса.

Соответственно, связанное с посреднической деятельностью определение постоянного представительства – вторая часть – является единственным теоретически подходящим определением. Уместно проанализировать определение «зависимого

агента» и провести его различия с концепцией «независимого агента», поскольку последний не составляет постоянного представительства.

По поводу зависимого агента в параграфе 32 комментария ОЭСР к Статье 5 Модели отмечается, что область действия Статьи 5, параграфа 5, ограничена, потому что, в интересах международных экономических отношений, в ней не считается, что каждая ситуация привлечения агента приводит к образованию постоянного представительства для предприятия-нерезидента. По этой причине только лица, которые обладают полномочиями заключать контракты и постоянно используют их на практике, расцениваются как принимающие значительное участие в работе конкретного предприятия, достаточное для образования постоянного представительства.

В параграфе 32.1 эта концепция распространяется на агента, который заключает контракты, имеющие обязательную силу для нерезидента, даже если контракты в действительности заключаются не от имени этого нерезидента. В комментарии утверждается, что отсутствие активного вовлечения нерезидента может свидетельствовать о существовании разрешения этому агенту заключать контракты от имени нерезидента, например в таких случаях, когда этот нерезидент в обычном порядке одобряет сделки, с которыми на самом деле работают на местном уровне.

Что касается права на ведение переговоров по контракту от имени предприятия-нерезидента, то в параграфе 33 утверждается, что следует учитывать «основу коммерческих реалий ситуации». Таким образом, определяющим фактором здесь может быть наличие у агента разрешения на «ведение переговоров по всем элементам и деталям контракта способом, имеющим обязательную силу для предприятия... даже если контракт подписан другим лицом». В подобном случае этот агент будет рассматриваться как имеющий право на заключение контрактов от имени предприятия. Однако в параграфе 33 также утверждает-

ся, что один только факт присутствия или участия в переговорах по контракту местного представителя не достаточен, чтобы служить доказательством, что он/она реализовали договорные права, хотя это может быть значимым фактором в определении их выполненных функций.

В отношении независимых агентов в параграфе 37 комментария ОЭСР к Статье 5 Модели предусматривается, что агенты будут рассматриваться как не образующие постоянного представительства предприятий, в интересах которых они работают, если они: (а) независимы от своего заказчика юридически и экономически; и (б) действуют в обычном порядке ведения своего бизнеса, когда работают в интересах этого заказчика.

В параграфах 38–38.5 комментария утверждается, что о наличии независимости можно говорить, если лицо обладает общей свободой действий (хотя и в рамках обговоренной сферы полномочий), а не вынуждено придерживаться подробных инструкций. Предоставление информации предприятию-нерезиденту не является индикатором зависимости, при условии, что независимый агент располагает общей свободой применения своих специальных навыков и знаний.

В параграфе 38.6 комментария также отмечается, что фактором, определяющим независимый статус, является число заказчиков, которых представляет агент. Хотя этот фактор и не является сам по себе решающим, в комментарии отмечается, что независимый статус «менее вероятен», если деятельность агента «осуществляется полностью или почти полностью в интересах только одного предприятия в течение жизненного цикла этого бизнеса или продолжительного периода времени».

## 6.4. Значение постоянного представительства для венчурных инвестиций

Как об этом говорилось выше, одной из главных проблем, возникающих у менеджера фондов ВК при управлении фондом

ВК в международных масштабах – в пределах Евросоюза или же при инвестициях в государство-член Евросоюза из-за его пределов – является обеспечение того, чтобы его деятельность (или его советника) не приводила к образованию постоянного представительства для самого фонда ВК или для его инвесторов ни в одной из юрисдикций, кроме той, где базируется этот фонд ВК или резидентами которой являются его инвесторы. Это необходимо для предотвращения двойного налогообложения (а именно, как на уровне признаваемого постоянного представительства, так и на уровне инвесторов), которое может сделать экономически невыгодным для инвесторов инвестирование в рынки частного капитала.

Существующие сегодня в Евросоюзе различия в подходах налоговых органов государств-членов порождают неоднозначность в определении того, будет ли деятельность менеджера фонда ВК, если она происходит в стране портфельной компании, рассматриваться как создающая постоянное представительство фонда ВК или его инвесторов в этой стране. Именно поэтому не ясно, будут или не будут менеджер фонда ВК или его служащие рассматриваться как зависимые агенты инвесторов или фонда, размещенного в юрисдикции портфельной компании. В особенности имеются сомнения относительно того, будут ли положения Статьи 5, параграфов 5 и 6, Модели ОЭСР и соответствующих параграфов комментариев всегда интерпретироваться согласованно и приводить к удовлетворительному экономическому результату. В контексте венчурного капитала в открытом доступе не имеется официально сформулированного толкования этой статьи, которое сняло бы эту неопределенность. В частности, не определено, каких критериев будут придерживаться налоговые органы, чтобы установить, имеет или не имеет менеджер фондов ВК право действовать в интересах предприятия. Чаще всего налоговые органы придерживаются того мнения, что в этом плане нет необходимости в наличии документа, подписанного авторитетным органом, или письменной доверенности.

Многие обозреватели утверждают, что менеджеры фондов действуют как независимые агенты по отношению к фондам ВК и инвесторам. Они не подчиняются детальным инструкциям со стороны фондов ВК или инвесторов и осуществляют свою работу в условиях общей свободы действий, что является индикатором их независимости. Предоставление информации инвесторам не является свидетельством зависимости менеджеров фондов ВК, при условии, что они могут в целом свободно применять свои специальные умения и знания, которые являются необходимыми средствами для осуществления их деятельности. Операции по венчурному инвестированию характеризуются применением навыков и опыта, необходимых для исследования местного рынка, поиска возможных инвестиций и содействия их осуществлению, которых нет у фонда ВК и инвесторов.

Как было отмечено выше, менеджер фондов ВК, как правило, работает со значительным количеством инвесторов в каждом фонде ВК, даже если какая-то отдельная группа по управлению венчурными инвестициями имеет в какой-то момент времени лишь несколько действующих фондов. В целом новый фонд будет формироваться, когда его предшественник будет уже проинвестирован. Необходимо отметить, что деятельность менеджера будет продолжаться, даже если один или более инвесторов выйдут из состава отдельного фонда, или если на внесение средств в фонд подписалось меньшее число инвесторов, чем надеялся менеджер. В таких обстоятельствах его деятельность останется на прежнем уровне по отношению к тем инвесторам, которые фактически присутствуют в фонде, что является показателем независимости участия каждого отдельного инвестора.

Тем не менее не существует общего публичного признания, что менеджер фондов ВК действует в целом как «независимое» агентство. В результате индустрия ВК вынуждена принимать меры для того, чтобы не считалось, что в стране портфельной компании имеет место постоянное представительство фонда ВК или его инвесторов. По этой причине менеджер фондов во многих случаях ограничивает свою деятельность на местном

уровне просто ролью консультанта. Он поступает так из-за налоговой неопределенности, хотя это экономически невыгодно и к тому же субоптимально с точки зрения поддержки международного инвестирования.

В такой ситуации менеджер фондов ВК может принять решение учредить в стране портфельной компании консультационную компанию, которая будет анализировать местный рынок, выявлять и оценивать потенциальные инвестиционные возможности и подготавливать инвестиционные предложения, включая предлагаемые условия и цены. Она будет представлять эти предложения на рассмотрение менеджера фондов ВК, который будет решать, стоит ли заниматься данной инвестицией. Как только инвестиция будет осуществлена фондом ВК, потребуются также высококвалифицированные местные специалисты, которые будут выступать в портфельной компании в качестве членов совета директоров, участвовать в увеличении стоимости компании (adding value) и заниматься мониторингом эффективности ее работы. Среди прочих задач консультант будет давать менеджеру рекомендации, как голосовать на собраниях акционеров, а также давать советы по стратегии выхода, хотя диктоваться это будет требованиями менеджера.

Менеджер фондов ВК будет выплачивать консультационной компании вознаграждение в виде гонорара за консультации, отражающее уровень вознаграждения, полученного самим менеджером, однако уменьшенное с учетом того, что осуществляемая деятельность является, скорее, просто консультационной, а не управленческой.

Когда трансграничная венчурная инвестиция управляется с помощью консультационных компаний, этим компаниям не будет дано полномочий заключать контракты, и их участие в переговорах будет являться предметом детальной и частой отчетности менеджеру фонда, который будет ответственен за принятие инвестиционных решений. Эти меры должны гарантировать, что консультационные компании не могут создавать договорных

отношений ни в какой юридически обязывающей форме относительно третьей стороны. Из-за существующих неопределенностей по вопросу постоянного представительства, управленческая власть сохраняется за менеджером фондов ВК и им реализуется. Таким образом, консультационные компании в целом будут ограничивать свою деятельность исключительно предоставлением консультаций, проверкой информации, выявлением целевых компаний, предложением условий инвестиций и т.п.

Такая практика создает для фондов ВК помехи в их международной деятельности. Устранение этих препятствий позволило бы менеджеру фондов ВК упростить процедуры осуществления инвестиций и управления ими по всей территории Евросоюза. Менеджер мог бы осуществлять трансграничные операции более эффективным способом, если решения можно было бы принимать на соответствующем уровне и если бы существовали юридические структуры, гарантирующие, что налоги взимаются только на уровне инвесторов. Имеющиеся структуры не только неэффективны с точки зрения управления, их применение и поддержание в рабочем состоянии высокочрезмерно, но при этом они еще и уменьшают доходы.

Многие эксперты считают, что контраст между режимом налогообложения менеджера фондов ВК (в котором имеется множество налоговых неопределенностей) и менеджером публичного акционерного капитала (где не возникает риска образования постоянного представительства) весьма разителен, особенно с учетом того, что роли их в своей основе очень схожи. Менеджер публично торгуемых ценных бумаг должен и может делать все, что диктует рынок и что необходимо, чтобы составлять, продавать портфель и управлять им, и при этом он не будет рассматриваться как постоянное представительство инвесторов в публичный акционерный капитал. Такой менеджер рассматривается с точки зрения налогообложения как независимый агент, хотя его функции не более независимы, чем функции менеджера фондов ВК. Оба они вступают в контакты с несколькими институциональными инвесторами, предоставляют им услуги, суть

которых заключается в создании доходов посредством покупки и продажи инвестиций в компании, и обладают полномочиями действовать по своему усмотрению. Единственным реальным различием является то, что прямые инвестиции требуют более активного подхода и более тесного вовлечения в бизнес, состоящего в поиске и оценке инвестиций, осуществлении приобретений, поддержке инвестиции и организации выхода из нее. В Приложении II сравниваются роли менеджеров публичного акционерного капитала и прямых инвестиций.

### 6.5. Предлагаемые решения: смена подхода к налогообложению в стране портфельной компании

Оптимальным решением вышеназванных проблем налогообложения могло бы стать признание налоговыми органами страны портфельной компании того, что деятельность менеджера фонда ВК по отношению к фонду ВК и его инвесторам можно классифицировать как деятельность независимого агента (в соответствии с ее определением в Модели ОЭСР) и поэтому не образующую постоянного представительства фонда ВК и его инвесторов в стране, где менеджер осуществляет свои управленческие функции. Этого можно добиться путем четкого официального заявления налогового органа о том, что он согласен с вышеуказанным подходом к менеджерам фондов ВК.

Ключевыми факторами, оправдывающими такой подход, являются следующие:

1. Менеджер фондов ВК, как правило, предоставляет свои услуги по поиску, осуществлению, управлению и продаже инвестиции, действуя в обычном порядке ведения своего бизнеса. Эти услуги предоставляются фонду ВК, в который вложили свой капитал ряд инвесторов – представителей третьей стороны. Число инвесторов может варьироваться от сравнительно скромного, скажем 10, до 100 и более в крупных фондах.



2. Услуги менеджера фондов ВК обычно оплачиваются на основе принципа правовой и коммерческой самостоятельности (arm's length).
3. На деятельность менеджера не распространяются детальные инструкции или всеобъемлющий контроль со стороны инвесторов (условия и инвестиционная политика фонда ВК определяются договором, который был обговорен с инвесторами и одобрен ими и который представлен в меморандуме о размещении).
4. Менеджер принимает на себя риски своей деятельности. Если ему не удастся достигнуть успеха фонда ВК, ему будет крайне трудно собрать следующий фонд, и он может быть смещен, если за это проголосует большинство инвесторов, и заменен другим менеджером. Точно так же инвесторы могут поступить в случае агента, инвестирующего от их имени публичный акционерный капитал.

Поскольку фонд ВК в большинстве случаев будет располагаться в юрисдикции, где не начисляются налоги на уровне фонда, инвесторы фонда ВК не будут по этому сценарию, за исключением обстоятельств, отмеченных в следующем параграфе, рассматриваться как имеющие постоянное представительство в связи со своими инвестициями. Здесь, таким образом, не будет двойного налогообложения (а именно, обложения налогами прибылей фонда как на уровне признаваемого постоянного представительства, так и на уровне инвесторов), если только в этой юрисдикции не практикуется местное удержание налогов или не взимается налог на прирост капитала с активов, расположенных на данной территории.

Однако если у инвестора имеется свое собственное постоянное представительство в какой-то юрисдикции и его инвестиция в фонд может быть соответствующим образом отнесена к этому представительству, то доходы инвестора, полученные от этой инвестиции, могут быть обложены налогом в данной юрисдикции.

Большинство экспертов<sup>15</sup> считают, что описанные здесь решения для DTCs, основанных на Модели ОЭСР, должны быть применимы также и в отношении инвесторов и фондов ВК, находящихся за пределами Евросоюза или основанной на Модели ОЭСР сети DTC. Без этого во многих случаях могут быть утеряны те преимущества, которые получила индустрия ВК от созданной определенности в вопросах налогообложения, поскольку существует не так много фондов, инвестирующих по всему Евросоюзу, инвесторы которых происходили бы исключительно из Евросоюза. Существенными источниками капитала фондов ВК являются США и Ближний и Средний Восток. Без этого расширения деятельность менеджера не будет достаточно эффективной, поскольку ему придется придерживаться консультационных и тому подобных структур и методов работы, чтобы защитить инвесторов из стран, не входящих в сферу действия Модели ОЭСР и сетей DTC. Однако страны-члены Евросоюза должны быть в состоянии продолжать применять свои существующие правила против уклонения от налогов там, где это согласуется со свободами, изложенными в Договоре о Евросоюзе, и правилами недискриминации.

Предложенный выше подход не подразумевает ограничений возможности страны портфельной компании подвергать инвесторов налогообложению; в нем просто предлагается, как защитить деятельность менеджера фонда от попадания в категорию постоянного представительства. По сути, в результате реализации этого предложения страна портфельной компании должна стать более привлекательным местом ведения бизнеса для венчурных инвесторов.

---

<sup>15</sup> Некоторые эксперты в составе данной Группы считают, что понятие «независимого агента» следует применять только среди государств-членов ЕС по отношению к инвесторам и фондам ВК, которые являются резидентами или учреждены в Евросоюзе, и что в других случаях следует применять условия имеющихся DTCs.

В рамках этого сценария подлежать обложению налогами могут следующие стороны:

#### а) Менеджер фондов ВК

Менеджер фондов ВК будет облагаться налогами на основе принципа правовой и коммерческой самостоятельности (arm's length) в каждой юрисдикции, в которой у него имеется присутствие, на доход, заработанный им за услуги, которые он оказывал в каждой такой юрисдикции.

#### б) Фонд ВК

Правила налогообложения в стране портфельной компании будут продолжать применяться к фондам ВК.

Если механизм работы фонда прозрачен для целей налогообложения, тогда будут применяться правила страны портфельной компании, чтобы определять, не создают ли какие-то отдельные виды деятельности фонда постоянного представительства в ее юрисдикции. Например, в Германии и в Соединенном Королевстве в соответствии с концепциями коммерческой деятельности в этих странах фонд может рассматриваться как ведущий коммерческую деятельность. Однако менеджер фонда ВК не будет – при условии, что он действует независимо и принимая во внимание ключевые факторы, упомянутые выше, – создавать постоянное представительство данного фонда или его инвесторов.

Если фонд ВК является непрозрачным, тогда страна портфельной компании может опираться на заключенную между ней и юрисдикцией фонда DTC (если таковая существует и если этот фонд отвечает условиям признания резидентом, содержащимся в соответствующей статье этой DTC), чтобы определить, нужно ли удерживать налоги с дивидендов, процентов и прироста капитала фонда.

### в) Инвесторы

Если механизм работы фонда ВК прозрачен, тогда страна портфельной компании может применить DTC, заключенную между собой и страной постоянного местопребывания инвестора, чтобы определить размер ставки налога, удерживаемого с платежей, сделанных этому инвестору.

Например, если инвестор является резидентом страны, где применяется льготный режим налогообложения («налоговое убежище», tax haven), то наиболее вероятно применение полных ставок удерживаемых налогов, существующих в стране портфельной компании. В то же время если инвестор является резидентом юрисдикции, где действуют DTCs, или базируется в пределах Евросоюза, то будут использоваться пониженные ставки, соответствующие DTCs или законам Евросоюза.

Если фонд ВК непрозрачен и если условия для применения DTC выполняются, тогда может применяться DTC между страной местопребывания инвестора и страной фонда ВК.

### г) Основные принципы

При реализации этих решений налоговые органы должны соблюдать законы ЕЭС и, в частности, свободы, перечисленные в Договоре о Евросоюзе.

## 6.6. Выводы

При условии, что менеджер фондов ВК удовлетворяет перечисленным выше критериям, по которым его можно квалифицировать как независимого агента, страна портфельной компании должна признать, что деятельность менеджера фондов не образует постоянного представительства фонда ВК или инвесторов в ее юрисдикции. Это позволит менеджеру фондов ВК работать с большей эффективностью, повысит привлекательность этого класса активов и обеспечит приток в страны портфельных компаний большего объема капитала для инвестиций, которые будут менее затратными для инвесторов.

Страна портфельной компании будет по-прежнему сохранять все права на взимание налогов с любых прибылей/поступлений, появившихся у фонда в ее юрисдикции. Она будет пользоваться своими собственными законами и любыми применимыми здесь DTCs, заключенными между нею и различными инвесторами фонда или самим фондом, чтобы определить, какие из удерживаемых налогов – если они есть – уменьшать, а какие налоги взимать. Если доходы инвестора были неразрывно связаны с деятельностью его постоянного представительства в стране портфельной компании, тогда ничто в этом анализе не должно заставить эту страну воздержаться от начисления налогов на эти доходы этого постоянного представительства инвестора.

Менеджер также должен подвергаться налогообложению и признавать правильным начисление на него налога в стране портфельной компании, в которой за предоставляемые там услуги он получает вознаграждение на основе принципа правовой и коммерческой самостоятельности (*arm's length*). Другими словами, инвесторы и фонд ВК будут иметь договоренность с менеджером фонда ВК относительно всей суммы его гонорара и о том, что на эти поступления должен быть начислен налог в соответствии с требованиями мест, где осуществляется деятельность по управлению фондом. Таким образом, эти поступления в виде гонорара должны начисляться с учетом деятельности менеджера в различных государствах-членах ЕС, в которых он ведет свой бизнес, или где менеджер и остальные участвующие организации совместно занимаются управлением фондом.

## 7. Право на применение положений Конвенции об избежании двойного налогообложения

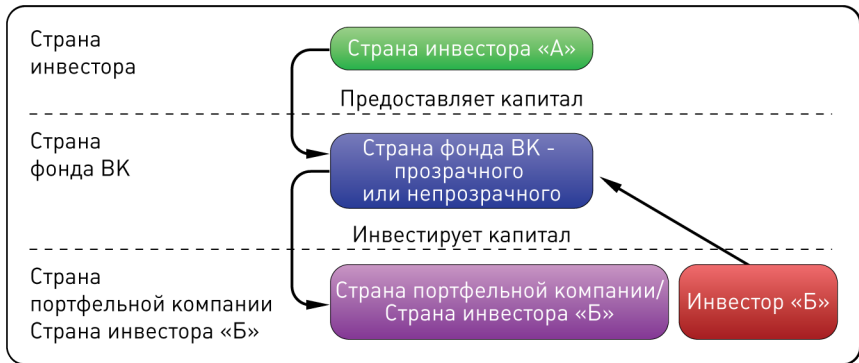
### 7.1. Двойное налогообложение или необложение налогами

#### 7.1.1. Различная классификация фондов венчурного капитала как прозрачных или непрозрачных

В такой ситуации, когда в венчурную инвестицию вовлечены три различных государства, а именно страна, в которой создан и работает фонд ВК, страна постоянного местопребывания инвесторов в этот фонд и страна местоположения портфельных компаний, в которые инвестирует этот фонд, может возникнуть двойное налогообложение. Это происходит по той причине, что различные страны могут классифицировать фонд ВК разными способами (как прозрачный или непрозрачный, резидент или нерезидент, подлежащий или неподлежащий налогообложению и как занимающийся или не занимающийся коммерческой деятельностью), и применение двусторонней конвенции об избежании двойного налогообложения налоговыми органами соответствующих государств не сможет предотвратить это.

Рассмотрим случай, когда одна страна воспринимает фонд как непрозрачную организацию, в то время как два других государства считают его прозрачным. В этом случае первой страной подлежащие налогообложению доходы и поступления будут отнесены к фонду ВК, и будет считаться, что фонд ВК наделен правом пользоваться преимуществами соответствующих DTCs. Однако другие страны будут относить налогооблагаемый доход к инвесторам, а не к фонду ВК, и будет считаться, что фонд не имеет права пользоваться преимуществами DTCs.

Пример:



Предположим следующее:

- Внутренние налоговые законы всех трех стран, вовлеченных в вышеприведенный пример, предусматривают, что прирост капитала, имеющий место вследствие продажи акций компаний, подлежит обложению налогом.
- DTC между страной портфельной компании и страной инвестора «А» запрещает начисление налога на прирост капитала в стране портфельной компании и позволяет налогообложение прироста капитала в стране инвестора. В DTC между страной портфельной компании и страной фонда ВК содержится такое же условие, запрещающее начислять налоги в стране портфельной компании, но разрешающее их начисление в стране фонда ВК.
- Страна инвестора «А» рассматривает фонд ВК как полностью прозрачный и, таким образом, не имеющий права на получение преимуществ по DTC, заключенной между страной инвестора «А» и страной фонда ВК.
- Страна фонда ВК рассматривает фонд ВК как непрозрачный, и поэтому имеющий право на пользование преимуществами всех DTCs, заключенных этой страной.

В рамках подобного сценария налогообложение на прирост капитала может применяться:

- К фонду ВК в соответствии с ДТС, заключенной между страной местонахождения портфельной компании и страной фонда ВК, поскольку фонд ВК рассматривается как резидент страны, в которой он расположен, и как субъект этой ДТС<sup>16</sup>.
- К инвестору «А» в стране его местопребывания в соответствии с ДТС между страной портфельной компании и страной инвестора «А» (потому что налоговые органы его страны рассматривают этот фонд ВК как прозрачный).

Кроме того, когда фонд ВК распределяет выручку от продажи портфельной компании, страна, где учрежден фонд ВК, может расценить это распределение как дивиденды, с которых она может получить налог на валовой основе. Поскольку страна инвестора «А» рассматривает фонд ВК как прозрачный, она может не признать это распределение в качестве события, где уместно налогообложение, и может поэтому не предоставить никаких налоговых льгот на основании того, что налог на дивиденд уже был удержан в стране учреждения фонда ВК. В результате это может привести к двойному налогообложению.

Двойное налогообложение также может возникнуть в вышеприведенном примере по отношению к инвестору «Б», который является резидентом той же самой страны, что и портфельная компания:

- Если в этой стране фонд ВК рассматривается как полностью прозрачный и, таким образом, не обладающий правами на выгоды от ДТС, заключенной со страной фонда, тогда налоговые органы этой страны начислят налог на прирост капитала (поскольку, поскольку он связан с инвестором «Б») в соответствии с внутренним законодательством – так, будто бы это является чисто внутренней ситуацией, т.е. без применения каких-либо льгот по ДТС.

---

<sup>16</sup> Могут применяться (но не обязательно) освобождения от уплаты налогов.



- Если страна фонда ВК считает этот фонд непрозрачным и, как следствие, субъектом DTC, то ее налоговые органы начислят налог на прирост капитала на уровне фонда ВК, который она сочтет соответствующим условиям DTC, заключенной со страной портфельной компании. Страна фонда ВК также может удержать налог на выплаты инвестору «Б», которому его собственная страна может не предоставить налоговых льгот, поскольку в ней эти выплаты не рассматриваются как событие, к которому применимо налогообложение, потому что в ней этот фонд ВК считается полностью прозрачным.

Наряду с примерами двойного налогообложения, проиллюстрированными выше, также могут быть случаи двойного налогообложения налогами, представляющие серьезную проблему для налоговых органов. Если в стране учреждения фонда ВК он рассматривается как прозрачный, в то время как в стране постоянного местопребывания инвестора этот фонд считается непрозрачным, тогда в последней могут посчитать, что страна учреждения фонда взимает налоги с фонда, и соответственно освободят инвестора от налога на прирост капитала или на распределенные прибыли. В результате прирост капитала или прибыль могут не облагаться налогом ни в стране учреждения фонда ВК, ни в стране местопребывания инвестора.

### **7.1.2. Классификация прозрачных фондов венчурного капитала как образующих постоянное представительство**

В тех случаях, когда все вовлеченные страны считают фонд ВК прозрачным, может быть такая ситуация, что некоторые страны классифицируют этот фонд как образующий постоянное представительство инвесторов. В Германии, например, фонд ВК могут рассматривать как занимающуюся коммерческой деятельностью организацию и, как следствие, образующую постоянное представительство с точки зрения налогообложения со стороны Германии. Такие страны могут относить прибыли фондов ВК и доходы, поступившие от портфельных компаний, на счет постоянного представительства. В то же время другие страны могут

не признавать существования постоянного представительства или права фонда ВК воспользоваться преимуществами DTCs и, таким образом, будут относить прибыли и доходы на счет инвесторов, не желая предоставлять льготы по налогам, начисляемым страной фонда ВК.

В таких случаях двойное налогообложение может возникнуть из-за различий в концепциях налоговой прозрачности. Для одной страны (например, страны инвестора) налоговая прозрачность может означать, что фонд ВК следует рассматривать так, как будто бы его не существует, и инвесторы облагаются налогами так, как если бы они непосредственно инвестировали в портфельную компанию. В то же время другие страны (например, страна учреждения фонда ВК) будут рассматривать фонд ВК как постоянное представительство инвесторов в той стране, где учрежден фонд ВК, и взимать налоги с инвесторов-нерезидентов в связи с их соответствующим участием в прибылях этого постоянного представительства. Страна местонахождения инвестора может не захотеть предоставлять налоговые льготы по налогам, начисляемым страной учреждения фонда ВК.

### **7.1.3. Процедуры выработки взаимных соглашений между налоговыми властями вовлеченных государств – использование холдинговых компаний**

Теоретически можно избежать двойного налогообложения, возникающего из-за отказа в предоставлении преимуществ DTCs по причине различий в классификации фондов ВК в различных странах, путем процедуры выработки взаимного соглашения между налоговыми органами вовлеченных стран.

На практике, однако, налоговые органы не обязаны ни запускать процедуру выработки взаимного соглашения в ответ на запрос фонда ВК, ни достигать взаимного соглашения, если такая процедура была запущена. Даже в том случае, если взаимное соглашение достигнуто, оно, как правило, будет обязывающим только для двух подписавших его стран и только в отношении конкретного случая.

Поэтому процедуры составления взаимных соглашений считаются очень обременительными и вследствие этого непригодными для использования в практике фондов ВК. Таким образом, чтобы менеджер фонда ВК мог избежать двойного налогообложения и достигнуть правовой определенности, ему необходимо ввести в структуру фонда ВК юридические лица (такие как холдинговые компании), классификация которых является бесспорной. Однако такое структурирование не представляет собой эффективного решения, поскольку требует дополнительных существенных и не предоставляющих коммерческой выгоды расходов.

#### **7.1.4. Предлагаемое решение: Взаимное признание классификации правовых форм для целей налогообложения**

Наилучший путь избавления от двойного налогообложения – принятие единого подхода к начислению налогов на фонд ВК, существующего в стране его учреждения (т.е. восприятие его как прозрачного/непрозрачного для налогообложения, резидента/нерезидента, подлежащего/не подлежащего налогообложению, занимающегося/не занимающегося коммерческой деятельностью), другими участвующими странами. Тогда те страны, где находятся инвесторы и портфельные компании, будут твердо придерживаться правил страны фонда ВК.

Такое взаимное признание не только будет определять отношение к пользованию преимуществами ДТС, но также должно соблюдаться в отечественных налоговых законодательствах. Соответственно, общепринятые положения отечественных налоговых законов государств-членов Евросоюза, за исключением страны учреждения фонда ВК, не будут иметь решающего значения для классификации фонда ВК. Таким образом можно будет достигнуть согласованных налоговых результатов во всех государствах-членах, вовлеченных в сделки конкретного фонда ВК.

В настоящее время принцип взаимного признания не применяется в государствах-членах Евросоюза, и ДТСs, заключенные между ними, не содержат ни одного четкого положения по этому вопросу. Таким образом, приходится констатировать, что это предложение остается дискуссионным.

Концепция взаимного признания должна быть введена в действие Директивой Евросоюза, чтобы обеспечить ее повсеместное применение во внутренних законодательствах всех государств-членов ЕС.

#### **7.1.5. Альтернативное решение: Соглашение по списку для совместной классификации определенных правовых форм**

Если взаимное признание налоговой классификации правовых форм, как это было рекомендовано в параграфе 7.1.4, недостижимо, государства-члены ЕС могли бы договориться об общей классификации определенных специфических правовых форм, часто используемых для фондов ВК, как непрозрачных, так и полностью прозрачных. Государства-члены могли бы составить список, детализирующий различные правовые формы подлежащих налогообложению или полностью прозрачных фондов ВК (наподобие списка компаний в Приложении к EU-Parent/Subsidiary Directive<sup>17</sup> или списка классификаций иностранных организаций, используемого для налоговых целей в Соединенном Королевстве).

Этот список следовало бы ввести в действие путем создания соглашения, обладающего юридической силой на уровне всего Евросоюза, или генерального соглашения, или на двусторонней основе между любым количеством государств-членов ЕС.

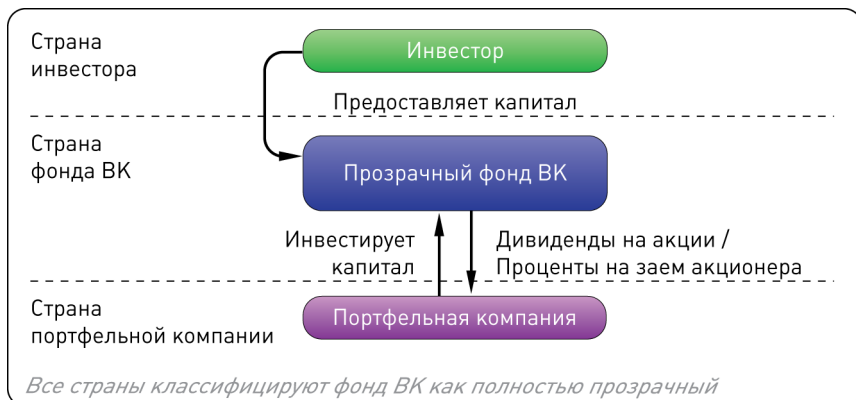
---

<sup>17</sup> Council Directive 90/435/EEC of 23 July 1990.

## 7.2. Требования возмещения удерживаемых налогов

### 7.2.1. Инвесторы отказываются от права требования возмещения удержанных налогов

Даже если все вовлеченные в сделку страны классифицируют фонд ВК как полностью прозрачный с точки зрения начисления налогов, на практике могут возникнуть трудности при подаче заявок на возмещение удержанных налогов в странах местоположения портфельных компаний.



В данной ситуации каждому отдельному инвестору необходимо подать заявку на освобождение от налогов, или уменьшение размера налогов, или возмещение удержанных налогов с дивидендов или процентов. Инвестору следует в этом случае действовать или на основе DTC, заключенной между страной его местопребывания и страной портфельной компании, или, если это более выгодно, – в соответствии с внутренним законодательством страны фонда ВК или портфельной компании, в зависимости от ситуации.

На практике, однако, такие заявки часто не подаются, так как их составление и подача требуют очень большого объема административной работы.

Например, фонд ВК может вкладывать свои ликвидные средства через короткие промежутки времени, возможно ежемесячно, в различные банки (в зависимости от того, что будет наиболее выгодным в определенный момент времени). Тогда налоги – которые очень малы, если каждую выплату процента учитывать отдельно – могут взиматься ежемесячно, и соответствующий банк может издать отдельный сертификат для каждого отдельного платежа по процентам. Во многих случаях на практике может оказаться невозможным для каждого отдельного инвестора выделить приходящуюся на него долю в общих суммах удерживаемых налогов и составить требуемую документацию, чтобы подать заявку на льготу по взиманию налогов в соответствующей стране.

Другим примером встречаемых трудностей является случай, когда процент, выплачиваемый банком прозрачному фонду ВК в одной и той же стране, может быть приписан к партнерам с ограниченной ответственностью, не являющимся резидентами страны фонда ВК. Отечественное налоговое законодательство может предписывать начисление налогов на проценты, выплачиваемые отечественному налогоплательщику, но не тому, который не является резидентом. Банк, как правило, будет удерживать налоги на проценты, которые он платит фонду ВК. Это происходит потому, что банк не информирован об индивидуальных особенностях и постоянном местопребывании инвесторов этого фонда ВК. В этом случае заявка на возмещение (которая подается инвесторами-нерезидентами) должна основываться не на DTC, а исключительно на внутреннем законодательстве страны банка, с чем индивидуальным инвесторам-нерезидентам крайне сложно иметь дело.

### **7.2.2. Решение: Наделение прозрачных фондов венчурного капитала правами требовать возврата/скидки с удержанных с них налогов от имени своих инвесторов**

В государствах-членах Евросоюза должно быть разрешено фондам ВК подавать заявку на освобождение от налогов, или уменьшение размера налогов, или возмещение удержанных налогов от имени их инвесторов. Заявки необходимо составлять в соответствии с DTC, заключенной между страной портфельной компании и страной постоянного местопребывания соответствующего инвестора, или, если это более выгодно, руководствуясь внутренними законами страны портфельной компании. Право на получение льгот фонда ВК в соответствии с DTC или, в зависимости от обстоятельств, с внутренним налоговым законодательством должно определяться на основании финансовых обязательств инвестора по отношению к фонду ВК. Доля участия отдельного инвестора в конкретной статье доходов фонда ВК может варьироваться в зависимости от правил распределения прибыли, зафиксированных в учредительных документах этого фонда. Будет ли фонд ВК наделен, как предлагается здесь, правом требовать налоговых льгот от имени инвесторов согласно DTCs или же в соответствии с внутренними налоговыми законами – это является отдельным вопросом, связанным с правом фонда самостоятельно пользоваться преимуществами DTC вследствие того, что он был признан непрозрачным (см. параграфы 7.1.4 и 7.1.5).

## Заключение

Необходимость в существовании в Евросоюзе динамичной индустрии венчурного капитала и ее важная роль в укреплении европейской экономики являются общепризнанными. Тем не менее в Евросоюзе все еще имеются различные препятствия для осуществления трансграничных венчурных инвестиций, и большинство из них относится к сфере налогообложения.

Экспертная Группа по налогам в сфере венчурного инвестирования занималась исследованием этих вопросов с мая 2007 года по июнь 2009 года. Экспертной Группе было дано поручение выявить случаи двойного налогообложения и иные связанные с прямыми налогами препятствия, с которыми приходится сталкиваться при осуществлении трансграничных венчурных инвестиций, а также обсудить возможные пути решения этих проблем, которые и были просуммированы в данной публикации. Выполняя порученное ей задание, Группа выявила ряд случаев, когда налогообложение – и в особенности риск двойного налогообложения – являлось предметом разногласий в ситуациях инвестирования за границу.

1. Оптимальным решением проблем налогообложения могло бы явиться признание налоговыми органами страны, где располагается портфельная компания, того, что деятельность менеджера фондов ВК, связанная с фондом ВК и его инвесторами, может быть классифицирована как деятельность независимого агента, согласно ее определению в Модели ОЭСР, и, таким образом, не может рассматриваться как образующая постоянное представительство фонда ВК или его инвесторов в стране, в которой менеджер осуществляет свои управленческие функции. Для этого необходимо четкое заявление со стороны налоговых властей, что они согласны с такой трактовкой деятельности менеджеров фондов ВК.
2. Если, однако, инвестор имеет постоянное представительство в юрисдикции, не являющейся страной его местопребыва-



ния, и инвестиция в фонд может быть соответственно отнесена к этому представительству, то доходы, поступающие к инвестору, могут облагаться налогами в этой другой юрисдикции.

3. Страна местоположения портфельной компании будет по-прежнему обладать всеми правами по налогообложению любых прибылей/доходов от деятельности фонда ВК в ее юрисдикции. Если деятельность фонда ВК не прозрачна для целей налогообложения, тогда страна портфельной компании будет использовать DTC (если таковая существует) между собой и страной – юрисдикцией фонда. Если фонд отвечает условиям, содержащимся в соответствующей статье DTC, для определения его как резидента, страна портфельной компании будет использовать эту DTC, чтобы установить, следует ли начислять налоги на дивиденды, доходы от процентов или прирост капитала фонда. Если фонд ВК прозрачен, страна портфельной компании будет применять DTCs между собой и странами местопребывания инвесторов фонда ВК.
4. Облагать налогами менеджера фондов ВК следует на основе принципа правовой и коммерческой самостоятельности (arm's length) – на гонорар за управление, который менеджер получает за свои услуги в каждой юрисдикции, где он имеет присутствие.
5. Те государства-члены ЕС, которые согласны с выводами данного отчета, должны составить свод руководящих правил или юридически обязывающий документ, касающийся взаимного признания классификации (в целях налогообложения) различных правовых форм фондов ВК. Эта мера должна обеспечить взаимное признание всеми государствами-членами ЕС налоговой классификации (т.е. как прозрачные или непрозрачные, подлежащие или не подлежащие налогообложению, коммерческие или некоммерческие) и условий налогообложения фондов, применяемых в стране регистрации фонда ВК. Если фонд ВК считается в стране своей регистрации непрозрачным, то в результате действия этого документа

о взаимном признании государства-члены ЕС должны будут, в целях согласованного применения ДТС, согласиться в том, что фонд является резидентом этой страны, если он отвечает содержащимся в соответствующих параграфах этой конвенции условиям, необходимым, чтобы считаться резидентом. Это должно помочь повысить правовую определенность и снизить риск экономического и/или юридического двойного налогообложения.

6. Другим решением может быть достижение соглашения между странами-членами ЕС относительно списка классификаций как прозрачных или непрозрачных некоторых специфических правовых форм, которые часто используются для фондов ВК.

Ряд экспертов из состава Экспертной Группы считают, что сделанные ею выводы должны применяться только в отношении фондов ВК и инвесторов, являющихся резидентами государств-членов ЕС, мотивируя это тем, что распространение предложенных в отчете льготных условий на организации или отдельных лиц, которые находятся в юрисдикциях с низкими налогами за пределами ЕС или не подвергаются полной налоговой ответственности, может привести к конкуренции между фондами и инвесторами, входящими и не входящими в состав ЕС. Однако большинство экспертов Группы возражают против такого ограничения.

Перечисленные выше решения представляют собой «инструментарий», который может послужить предметом обсуждения между государствами-членами ЕС. Группа полагает, что налоговые системы должны учитывать особенности условий, в которых происходят трансграничные операции фондов ВК, чтобы поощрять такие фонды продолжать акционерное финансирование ранних стадий развития наиболее быстро развивающихся инновационных малых и средних предприятий Евросоюза.

# ПРИЛОЖЕНИЯ

## ПРИЛОЖЕНИЕ I

### ГЛОССАРИЙ

#### **Акционерное финансирование**

Equity financing/investment

– финансирование компании за счет выпуска и продажи обыкновенных или привилегированных акций индивидуальным или институциональным инвесторам. За уплаченные деньги инвестор получает долю собственности в корпорации.

#### **Акционерный капитал**

Equity

– собственность акционера в компании, возникшая в результате приобретения пакета ее акций; чистая балансовая стоимость (разница между активами и текущими обязательствами, заемным капиталом и привилегированными акциями).

#### **Венчурный капитал / Венчурные инвестиции (ВК)**

Venture capital

– профессиональный капитал, инвестированный венчурным капиталистом совместно с предпринимателем для финансирования ранней стадии («посевная», «стартап») или стадии расширения предприятия. Финансирование может принимать формы покупки обыкновенных акций, конвертируемых привилегированных акций или конвертируемых долговых обязательств. В обмен на принимаемый на себя относительно высокий риск венчурные капиталисты получают адекватное вознаграждение в виде прибыли, роялти, привилегированных акций, роста стоимости акционерного капитала и в ином виде.

## **Взаимное признание (в контексте данного отчета)**

### **Mutual recognition**

– признание странами местоположения инвесторов и портфельных компаний налоговой классификации фонда венчурных инвестиций (как прозрачного/непрозрачного для налогообложения, резидента/нерезидента, подлежащего/не подлежащего налогообложению, занимающегося/не занимающегося коммерческой деятельностью), имеющей место в стране местоположения этого фонда.

## **Вознаграждение на основе принципа правовой и коммерческой самостоятельности**

### **Arm's length remuneration**

– платежи за услугу, которые взимались бы независимыми сторонами при сравнимых условиях. «Arm's length» также переводится как «принцип равноправия и незаинтересованности сторон». Так, «arm's length investor» – это инвестор, вкладывающий свой капитал лишь с целью получения прибыли, не заинтересованный в участии в управлении компанией.

## **Выход**

### **Exit**

– продажа инвестиции венчурным инвестором. Наиболее часто встречающиеся способы выхода: (1) прямая продажа другой компании, (2) публичное предложение (включая первоначальное публичное предложение – IPO) акций компании на продажу на фондовой бирже, (3) продажа другому инвестору, (4) возврат денег за инвестицию (если это предусмотрено в инвестиционном соглашении) или (5) полное списание инвестиции.

## **Генеральный партнер**

### **General partner (GP)**

– партнер, имеющий неограниченную персональную ответственность по отношению к долгам и обязательствам пар-

тнерства с ограниченной ответственностью и право участвовать в его руководстве.

## **Двойное налогообложение**

### **Double taxation**

– двойное налогообложение может быть как экономическим, так и юридическим. Экономическое двойное налогообложение относится к обложению сравнимыми налогами со стороны двух (или более) налоговых юрисдикций различных налогоплательщиков по отношению к одному и тому же подлежащему налогообложению доходу. Юридическое двойное налогообложение может быть описано как обложение сравнимыми налогами со стороны двух (или более) налоговых юрисдикций одного и того же налогоплательщика по отношению к одному и тому же подлежащему налогообложению доходу или капиталу.

## **Инвестиционный фонд**

### **Investment fund**

– термин, объединяющий огромное множество механизмов, используемых для инвестиционных целей. В основном такие фонды используются для объединения финансов из разных источников и, таким путем, создания левериджа и распределения рисков.

## **Институциональные инвесторы**

### **Institutional investors**

– в основном это страховые компании, пенсионные фонды, банки и инвестиционные компании, создающие сбережения и поставляющие капитал на рынки, а также и другие типы организованных накоплений (например, фонды пожертвований, благотворительные фонды и т.д.). Обычно они обладают значительными активами и являются опытными инвесторами.

## **Конвенция об избежании двойного налогообложения**

### **Double taxation convention (DTC)**

– соглашение между двумя (или более) странами, в первую очередь направленное на недопущение двойного налогообложения и предотвращение уклонений от уплаты налогов. Существуют разные типы DTC, наиболее часто применяемой из которых является конвенция об избежании двойного налогообложения доходов и капитала.

## **Консультационная компания**

### **Advisory company**

– в контексте венчурного инвестирования – это организация, которая предоставляет на местном уровне консультации по инвестиционным вопросам менеджерам фондов ВК и инвесторам и, возможно, выполняет определенные управленческие функции.

## **Корпоративный инвестор**

### **Corporate investor**

– такими инвесторами могут быть корпорации, выпускающие продукцию (промышленные компании) или компании, предоставляющие нефинансовые услуги. В это понятие не входят банки, фонды фондов, страховые компании, пенсионные фонды и т.д.

## **Лиссабонская стратегия Евросоюза**

### **Lisbon Strategy**

– была основана Советом Европы в марте 2000 года в Лиссабоне. Ее основными задачами являлись: превращение экономики Евросоюза в наиболее динамичную и конкурентоспособную экономику в мире и достижение полной занятости к 2010 году.

## Мобилизация капитала

### Fundraising

– процесс сбора денег венчурными капиталистами с целью создания инвестиционного фонда. Эти средства собираются от частных, корпоративных или институциональных инвесторов и передаются в фонд, из которого будут осуществляться инвестиции генеральным партнером.

## Модельная конвенция ОЭСР в отношении налогов на доходы и капитал

### OECD Model Tax Convention on Income and on Capital

– конвенция, предназначение которой – служить моделью, «стандартным текстом» при заключении конвенций о недопущении двойного налогообложения между государствами-членами Евросоюза и другими странами.

## Налоговая (финансовая) прозрачность

### Tax (fiscal) transparency

– термин, служащий для описания ситуации, когда какая-то организация не рассматривается при начислении налогов как отдельная единица, отличная от ее членов, владельцев или других партнеров. В данном случае эта организация будет называться финансово прозрачной. Доход финансово прозрачной организации обычно рассматривается, в целях налогообложения, как выпавший на долю ее членов, владельцев или других партнеров, как только этот доход появляется, т.е. независимо от реального распределения. Однако эта концепция варьируется от страны к стране.

## Независимый агент

### Independent agent

– агент, не зависящий юридически или экономически от организации, в интересах которой он работает. Благодаря своему статусу, этот агент не может послужить причиной образования постоянного представительства для этой организации.

**Непрозрачный****Non-transparent**

– такая организационная форма, которая рассматривается, с точки зрения налогообложения, как отдельная единица, отличная от своих членов, владельцев или других партнеров.

**Нерезидент****Non-resident**

– лицо, не отвечающее определенным критериям для того, чтобы считаться резидентом в данной отдельной стране.

**Партнер с ограниченной ответственностью****Limited partner (LP)**

– инвестор в партнерстве с ограниченной ответственностью, который не принимает участия в управлении и несет ограниченную ответственность по отношению к его долгам и обязательствам.

**Партнерство с ограниченной ответственностью****Limited partnership**

– узаконенная структура, используемая в большинстве фондов прямых и венчурных инвестиций. Партнерство обычно организуется в целях осуществления инвестиций, и срок жизни его ограничен. Состоит из генерального партнера (управляющая фирма с неограниченной ответственностью) и партнеров с ограниченной ответственностью (инвесторы, которые несут ограниченную ответственность и не вовлечены в повседневную деятельность).

**Портфельная компания****Portfolio company (or investee company, or target company)**

– в контексте венчурных инвестиций – это компания или организация, в которую венчурный фонд осуществляет прямую инвестицию.



## Постоянное представительство

### Permanent establishment

– согласно определению Модели ОЭСР, это постоянное место расположения бизнеса, через посредство которого данный бизнес какого-то предприятия ведется в другой юрисдикции. Постоянное представительство может принимать такую организационно-правовую форму, как дочерняя компания, или может быть образовано в результате деятельности предприятия в другой юрисдикции.

## Поток сделок

### Deal-flow

– количество инвестиционных возможностей, доступных для фонда прямых инвестиций.

## Предприятия малого и среднего бизнеса (малые и средние предприятия)

### Small and medium-sized enterprises (SMEs)

– согласно европейским правилам, к малым и средним предприятиям относят предприятия с числом работающих не более 250, годовым оборотом не более 50 млн евро и/или суммой годового баланса, не превышающей 43 млн евро.

## Прирост капитала

### Capital gain

– прибыль, реализуемая налогоплательщиком от продажи капитального актива или инвестиции.

## Процедура выработки взаимных соглашений

### Mutual Agreement Procedure

– административная процедура, предусмотренная в конвенции об избежании двойного налогообложения для преодоления трудностей, возникающих между странами, подписывающими данную конвенцию.

## **Прямые инвестиции**

### Private equity

– финансирование компании путем покупки ее акций; обеспечивает поступление акционерного капитала в предприятия, минуя фондовый рынок.

## **Публичный акционерный капитал**

### Public equity

– ценные бумаги зарегистрированных на фондовой бирже публичных компаний, продающиеся на открытом рынке.

## **Резидент**

### Resident

– лицо, удовлетворяющее критериям какой-то отдельной юрисдикции для того, чтобы с точки зрения налогообложения считаться резидентом этой страны.

## **Рисковый капитал**

### Risk capital

– инвестиции в акционерный капитал компаний, находящихся на ранних стадиях развития. Могут включать в себя различные типы финансирования: (1) неформальные инвестиции от бизнес-ангелов; (2) венчурный капитал; (3) инвестиции с фондовых бирж, специализирующихся на малых и средних предприятиях и компаниях с высоким ростовым потенциалом.

## **Рынок капитала**

### Capital market

– рынок, на котором торгуются долговые обязательства и обычные акции. В это понятие входит как первичный рынок для новых выпусков, так и вторичный рынок для уже существующих ценных бумаг.

## Удержание налога

### Withholding tax

– налог на доход, которым облагается его источник, т.е. третья сторона. Взимается путем его вычитания из определенных видов платежей и последующей передачи этой суммы государственным органам. Освобождение от удержания налогов может быть достигнуто путем создания внутренних законов, соглашений об избежании двойного налогообложения и посредством международных соглашений или подобных инструментов (например, в пределах ЕС – в виде Директивы ЕС о материнских/дочерних компаниях).

## Удерживаемое вознаграждение

### Carried interest

– часть прибыли, создаваемой успешным фондом ВК, которую получает лицо, имеющее на это право, и которая обычно составляет 20% от чистой прибыли фонда, при условии, что была достигнута пороговая ставка доходности для инвесторов (обычно 8%).

## Управляющая компания

### Management company

– компания, создаваемая или нанимаемая инвесторами для управления денежными средствами, внесенными ими в инвестиционный фонд. Может использоваться отдельная от генерального партнера управляющая компания, по причине того, что генеральный партнер несет неограниченную ответственность по обязательствам партнерства с ограниченной ответственностью и/или из-за того, что управляющая организация нуждается в разрешении со стороны регулирующих органов, так что легче иметь одну такую организацию для целого ряда фондов.

## Управляющая компания /

### Менеджер фондов венчурного капитала (ВК)

### Venture capital management company / VC fund manager

– управляет средствами инвесторов и осуществляет венчурные инвестиции с помощью этих средств.

### **Финансирование ранних стадий**

#### Early-stage financing

– финансирование компаний до того, как они начинают коммерческое производство и продажи, и раньше, чем они производят прибыль. Включает в себя посевное и стартовое финансирование.

### **Фонд альтернативных инвестиций**

#### Alternative investment fund

– есть много различных типов инвестиций, которые можно рассматривать в качестве альтернативных по причине того, что они не вписываются в общепринятые категории инвестиций. Например, прямые и венчурные инвестиции, хеджевые фонды, недвижимость, предметы потребления или обеспеченные долговые обязательства.

### **Фонд венчурных инвестиций**

#### Venture capital fund

– организация, аккумулирующая внешние финансовые средства из разных источников для инвестирования в высокорисковые высокотехнологические инновационные проекты. Устроен обычно как партнерство с ограниченной ответственностью. Управляющая компания, имеющая, как правило, несколько фондов под своим контролем, может быть компанией с ограниченной ответственностью, партнерством или компанией, акции которой котируются на фондовой бирже.

### **Фонд фондов**

#### Fund of funds

– фонд, который вкладывает средства в акционерный капитал других фондов.

## ПРИЛОЖЕНИЕ II

### Инвесторы в прямые инвестиции / публичный акционерный капитал

В данной публикации под «инвестором» подразумевается пенсионный фонд какой-то крупной корпорации, благотворительный или государственный фонд, государственный пенсионный фонд, страховая компания или любая иная организация, вкладывающая свои средства в «фонд», который затем осуществляет инвестиции в реальные активы.

Инвестор в первую очередь определяет цель, которую должна преследовать деятельность по управлению активами, в которые инвестированы его средства. Очень кратко эту цель можно выразить так: достижение максимальных доходов при минимальном риске в свете долгосрочного периода ожидания их поступления.

В согласии с этой задачей инвестор составляет «стандартный» портфель, состоящий из таких активов, как акции, облигации и недвижимость (с учетом долгосрочной перспективы). В этом стандартном портфеле в рамках каждого из отобранных классов активов будут существовать их подклассы, характеризующиеся различными индексами, географическими областями, отраслями промышленности, уровнями рыночной капитализации и т.д. Например, при составлении стандартного портфеля определяется, сколько будет инвестироваться в публичные акции и сколько – в прямые инвестиции. Впоследствии состав стандартного портфеля может корректироваться в среднесрочной перспективе, в связи с чем о нем можно будет говорить как о «стратегическом портфеле».

После этого инвестор занимается поисками менеджера, который будет управлять этим портфелем («внешнего управляющего»), если только инвестор не будет управлять такими инвестициями самостоятельно (что встречается довольно редко).

Внешнему управляющему будет дано поручение инвестировать определенные суммы с определенными приоритетами. Процесс выбора внешнего управляющего нацелен на поиск менеджера, который лучше других подходит для реализации инвестиционной политики инвестора и на самых лучших, из возможных, условиях. Обычно такие менеджеры обслуживают целый ряд институциональных инвесторов (часто более десяти), делая это ради возможности добиться «эффекта масштаба» или просто потому, что для реализации инвестиционной политики требуется капитал от нескольких инвесторов. Управляющий может предложить инвестору внести средства на контролируемый брокерский счет или инвестировать в фонд (прямых инвестиций) или в ряд других структур или организаций.

Условия, на которых приглашается менеджер, будут зависеть от характера услуг, которые ему придется оказывать, к тому же на каждом рынке существуют свои нюансы. Например, срок, на который назначается менеджер прямых инвестиций, равен обычно десяти годам, в то время как соответствующий срок для менеджера публичного акционерного капитала существенно короче. В основе этой разницы лежит отсутствие ликвидности у прямой инвестиции – она не может быть реализована за короткий период, что является нормой в случае ценных бумаг, торгуемых на публичных рынках.

Ниже сравниваются роли менеджеров, управляющих инвестициями в публичный акционерный капитал, и тех, кто управляет прямыми инвестициями.

### 1. Инвестиционный процесс

Менеджеры на публичных рынках располагают открытой информацией. Они анализируют эту информацию и принимают решение о том, в какие компании/акции им стоит инвестировать, и осуществляют принятое решение. И сделать это возможно фактически отовсюду.

Менеджеры прямых инвестиций находятся в другой ситуации. Им приходится более активно заниматься поиском потенциальных инвестиционных возможностей. В связи со специфическими особенностями прямых инвестиций в частные компании и с необходимостью проводить их «тщательное изучение» (due diligence) они часто нуждаются в большом количестве разносторонней информации для анализа компании. Кроме того, они могут оказаться перед фактом, что, когда решение осуществить инвестицию уже принято, отсутствует ликвидный рынок, где они могли бы с легкостью продать инвестицию – таким образом, период владения инвестицией может удлиниться. К тому же менеджерам прямых инвестиций в соответствии с возложенными на них обязанностями, в отличие от менеджеров публичного акционерного капитала, придется, возможно, оказывать значительное влияние на свои «работающие» инвестиции (портфельные компании).

## 2. Процесс принятия решений

И от менеджеров публичного акционерного капитала, и от менеджеров прямых инвестиций ожидается, что они будут создавать доходы для своих инвесторов в рамках своих инвестиционных приоритетов и в границах, обозначенных инвесторами. В пределах этих границ они обладают правом принимать решения на свое усмотрение.

## 3. Согласование интересов

Основным принципом, применимым практически ко всем видам бизнеса, является принцип согласования интересов, что очень важно для достижения успеха. Вознаграждения последуют за достижением цели. Однако, как уже было сказано, менеджеры прямых инвестиций инвестируют свои деньги на долгосрочной основе, что позволяет не только отбирать инвестиции, но также осуществлять процесс создания стоимости в течение периода владения инвестицией. Если менеджер решит отказаться от исполнения своих управленческих функций, то, как правило,

некому будет позаботиться об инвестициях и не найдется такого рынка, где ее можно будет продать.

#### 4. Результаты сравнения

Как ясно из вышеизложенного, есть целый ряд похожих черт у менеджеров публичного акционерного капитала и прямых инвестиций:

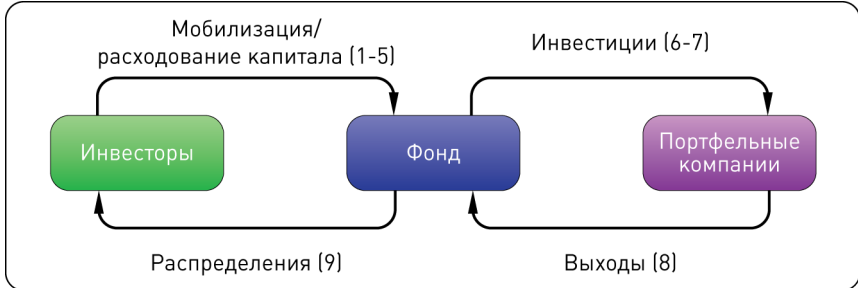
- Оба обслуживают нескольких институциональных инвесторов.
- Оба предоставляют услуги по созданию доходов – путем покупки и продажи инвестиций в компании – для своих инвесторов.
- Оба обладают относительной свободой принятия самостоятельных решений.
- Единственное реальное различие заключается в том, что при прямом инвестировании необходим подход более близкого и активного участия в работе бизнеса – чтобы генерировать поток сделок, оценивать инвестиции, делать приобретения и планировать стратегию выхода.



## ПРИЛОЖЕНИЕ III

### Потоки капитала в венчурные инвестиции

На рисунке показаны стадии типичного потока капитала в венчурные инвестиции.



1. Фирмы венчурного капитала (ВК) (управляющие компании (фондами) венчурного капитала) организуют фонды ВК для объединения в них средств, полученных от опытных (sophisticated) инвесторов, чтобы инвестировать их непосредственно в частные компании в составе портфеля.
2. До того как инвестор подпишет обязательство о передаче какой-либо суммы в фонд, составляется подробный Договор о Партнерстве с ограниченной ответственностью (или эквивалентный документ) между менеджерами фонда и инвесторами. В Договоре определяется правовая структура, направленность работы фонда, сроки и условия перечислений средств в фонд.
3. Инвесторы (партнеры с ограниченной ответственностью или эквивалентные им пассивные участники, если структура партнерства с ограниченной ответственностью не используется) берут обязательства о вложении в фонд определенных сумм. Часто существует минимальная сумма, лимитирующая объем вклада профессиональных и институциональных инвесторов.

4. Срок «жизни» фонда ВК обычно определяется на договорной основе и, как правило, составляет 10 лет. Часто в договоре предусматривается продление этого срока еще на два-три года.
5. После определения инвестиционных возможностей менеджеры фондов ВК подают заявку на перечисление средств в фонд, т.е. начинают использовать зарезервированный для инвестирования капитал. Основная часть капитала расходуется обычно в течение первых пяти лет жизни фонда (инвестиционный период фонда).
6. Фонды ВК инвестируют в первую очередь в компании, не зарегистрированные на фондовых биржах. Инвестиции осуществляются раундами и, как правило, являются синдицированными: одна фирма ВК (ведущий инвестор) формирует синдикат и возглавляет инвестиционный раунд. Синдикат для раунда венчурного инвестирования обычно включает в себя некоторых или всех существующих инвесторов из предыдущих раундов, а также новых. Общая сумма инвестиции не всегда инвестируется одновременно. Напротив, чаще она разбивается на ряд траншей и предоставляется в зависимости от соответствия портфельной компании разнообразным техническим и/или коммерческим условиям (или вехам – milestones) на определенных этапах развития ее бизнеса. В этот процесс могут быть также вовлечены средства для инвестирования и из других источников помимо венчурных фондов.
7. Типичная продолжительность периода, в течение которого получившая венчурные инвестиции компания находится в составе портфеля фонда ВК (период владения), составляет от трех до семи лет. Управляющие портфельной компании несут ответственность за ее повседневные операции. Менеджеры фондов ВК обычно принимают намного более активное участие в деятельности их портфельных компаний, чем владельцы компаний, котирующихся на фондовых биржах.

8. Менеджеры фондов стараются осуществить выход из портфельных компаний в течение срока жизни фонда. Чаще всего выходы осуществляются путем прямых продаж или первоначального публичного предложения (IPO).
9. После реализации вырученные суммы (за минусом договорных гонораров менеджерам и удерживаемого вознаграждения) распределяются среди инвесторов.
10. В течение жизни фонда фирмы ВК регулярно передают инвесторам понятную, правдивую и существенную информацию о ситуации с их инвестициями. Для инвесторов регулярно составляются отчеты в соответствии с установленными стандартами этой индустрии – руководствами по отчетности и оценкам инвестиций (Reporting Guidelines and Valuation Guidelines), включая существенные детали о каждой из портфельных компаний и оценку портфеля фонда по обоснованной, или рыночной, стоимости.

## ПРИЛОЖЕНИЕ IV

### Список членов Экспертной Группы, давших согласие на опубликование своих имен

| Страна                     | Эксперт            | Организация  |
|----------------------------|--------------------|--|
| Финляндия                  | Ilkka HARJU        | Ministry of Finance<br>Financial Markets Department                          |
| Финляндия                  | Jyrki TÄHTINEN     | Borenus & Kemppinen  |
| Германия                   | Stefan BEHRENS     | Clifford Chance  |
| Греция                     | Fotini FANARA      | Ministry of Economics and Finance<br>–Taxation & Customs Matters             |
| Греция                     | Ioannis ANASTASIOU | Ministry of Economics and Finance<br>–Taxation & Customs Matters             |
| Венгрия                    | Laura FEHÉR        | Ministry of Finance<br>Department of Income Taxes                            |
| Ирландия                   | Paul RYAN          | Irish Department of Finance –<br>Taxation and Financial<br>Services Division |
| Италия                     | Fabio BRUNELLI     | Di Tanno e Associati   |
| Люксембург                 | Alain KINSCH       | Ernst & Young S.A.   |
| Люксембург                 | André PESCH        | Ernst & Young S.A.   |
| Нидерланды                 | Marco DE LIGNIE    | Loyens & Loeff   |
| Португалия                 | Paulo CAETANO      | APCRI – Associação Portuguesa de<br>Capital de Risco e de Private Equity     |
| Румыния                    | Diana CRACIUN      | Ministry of Finance –<br>Direct Tax Legislation                              |
| Словацкая<br>Республика    | Radomil KURKA      | Ministry of Finance –<br>Taxation and Customs Section                        |
| Испания                    | Rodrigo OGEA       | Baker & McKenzie   |
| Швеция                     | Ulf SÖDERHOLM      | Andulf Advokat AB  |
| Соединенное<br>Королевство | Mark HAINSWORTH    | SJ Berwin LLP  |
| Соединенное<br>Королевство | David HUFF         | 3i Group PLC   |
| Международный<br>участник  | Maria LEANDER      | European Investment Fund   |

## Дополнительная информация

Для получения дополнительной информации по Отчету обращайтесь по адресу:

Unit E2, Direct Tax Legislation  
Directorate-General Taxation and Customs Union  
European Commission of the Union  
BE-1049 Brussels  
Belgium  
Fax +32 2 299 8052  
E-mail: [taxud-e2@ec.europa.eu](mailto:taxud-e2@ec.europa.eu)  
[http://ec.europa.eu/venture-capital/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/venture-capital/index_en.htm)



|                          |                   |
|--------------------------|-------------------|
| Руководитель проекта     | Альбина Никконен  |
| Консультант              | Валентин Левицкий |
| Перевод и редактирование | Наталья Жуковская |
| Компьютерный дизайн      | Павел Ломакин     |



РОССИЙСКАЯ АССОЦИАЦИЯ  
ПРЯМОГО И ВЕНЧУРНОГО  
ИНВЕСТИРОВАНИЯ (РАВИ)

Адрес: Россия, 194156, Санкт-Петербург  
пр. Энгельса, д.27, корп. 12В, офис 208  
Тел. +7 (812) 326 61 80      Факс +7 (812) 326 61 91  
e-mail: [rvca@rvca.ru](mailto:rvca@rvca.ru)      website: [www.rvca.ru](http://www.rvca.ru)



Портал „Венчурная Россия“  
[www.allventure.ru](http://www.allventure.ru)