

# Создание российского офшорного фонда прямых инвестиций

Недавние потрясения, охватившие Еврозону и глобальные финансовые рынки, привели к нестабильности денежных потоков, поступающих в Россию и исходящих из нее. Стремясь привлечь иностранные инвестиции, российское правительство предложило ряд структурных реформ, включающих создание правительственного фонда прямых инвестиций для осуществления инвестиций совместно с иностранными инвесторами. Ричард Кауи анализирует основные аспекты создания, структурирования и управления фондом прямых инвестиций.



Ричард Кауи  
партнер международной  
юридической фирмы  
Hogan Lovells CIS

## Структура фонда

Основными задачами лиц, учреждающих фонд, являются обеспечение ограничения ответственности инвесторов и возможность применения к инвестициям благоприятного налогового режима. Для ограничения ответственности, как правило, используются компании с ограниченной ответственностью, партнерства с ограниченной ответственностью и паевые инвестиционные фонды. Обычно учредители создают фонд в юрисдикциях с низкой или нулевой ставкой налогообложения (Британские Виргинские острова, Бермудские или Каймановы острова, остров Джерси). Такие офшорные юрисдикции весьма благоприятны и с точки зрения предусматриваемых общим правом конструкций, обеспечивающих гибкость структурирования и менеджмента, а также минимальное администрирование компаний.

Инвесторам также необходимо учитывать движение денежных потоков в течение всего срока осуществления вложений. Если учредители планируют привлечь дополнительные инвестиции после учреждения фонда, то имеет смысл включить в его структуру субфонды или предусмотреть дополнительный выпуск акций. Учреди-

42-43



тели должны четко определить стратегию фонда, инвестиционный период и окупаемость вкладываемых средств. Все эти факторы следует учесть в структуре фонда. Большинство фондов прямых инвестиций ограничивают погашение акций (паев), т.е. являются закрытыми, а не открытыми фондами, чьи акции (паи) могут быть погашены в любой день, поскольку их менеджеры, как правило, не в состоянии продать активы до погашения.

### Наиболее распространенные структуры фонда

→ *Холдинговая компания*

Все инвесторы знакомы с корпоративными структурами, в рамках которых они владеют акциями офшорной компании, приобретающей активы и являющейся собственником инвестиционного портфеля. Однако такая структура является менее гибкой, чем партнерство с ограниченной ответственностью. Типичная структура холдинговой компании изображена на рис. 1.

Инвесторам также необходимо учитывать движение денежных потоков в течение всего срока осуществления вложений. Если учредители планируют привлечь дополнительные инвестиции после учреждения фонда, то имеет смысл включить в его структуру субфонды или предусмотреть дополнительный выпуск акций.

→ *Партнерство с ограниченной ответственностью*

Партнерства с ограниченной ответственностью являются типичными структурами фондов, осуществляющих вложения в неликвидные активы, например в недвижимость и частный акционерный капитал.

Основной партнер (сама компания с ограниченной ответственностью) исполняет контролирующие функции, аналогичные функциям совета директоров, в то время как инвесторы осуществляют вложения в качестве партнеров с ограниченной ответственностью. По окончании инвестиционного периода инвесторы получают сумму своих вложений и прибыль или проценты по согласованной мини-

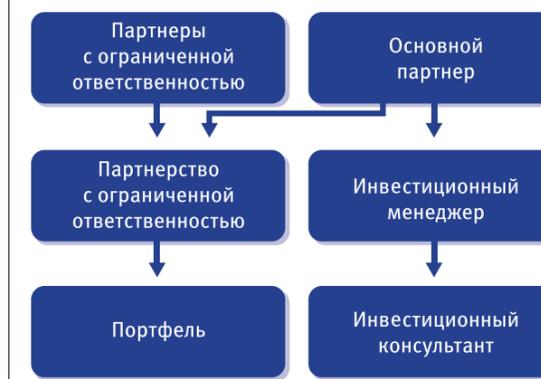
Рис. 1. Холдинговая компания



мальной ставке, а инвестиционный менеджер – соответствующее вознаграждение. Типичная структура партнерства с ограниченной ответственностью показана на рис. 2.

По сравнению с холдинговыми компаниями партнерства с ограниченной ответственностью являются более прозрачными структурами в отношении налогообложения и более гибкими в управлении, однако имеют меньшую ликвидность, поскольку, как правило, представляют собой закрытые фонды с ограничением на погашение акций (паев). К недостаткам также можно отнести длительный срок создания партнерства с ограниченной ответственностью и более существенные расходы по сравнению с холдинговыми компаниями. Кроме того, последующим инвесторам будет довольно трудно войти в состав такого партнерства, так как для их принятия потребуется согласие основного партнера

Рис. 2. Партнерство с ограниченной ответственностью



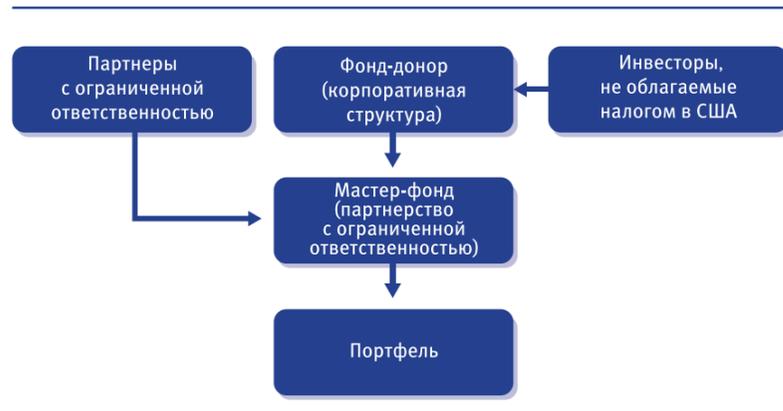
→ *Траст*

В некоторых случаях учреждение траста, регулируемого общим правом, либо создание такового в рамках компании или партнерства может быть более предпочтительным, чем учреждение холдинговой компании или партнерства с ограниченной ответственностью.

→ *Смешанные структуры*

Принимая решение о структуре фонда, учредителям следует определить, будет ли он налогооблагаемым для целей начисления налогов, применяемых в США. От этого зависит, какие инвесторы смогут приобретать акции или пай: те, в отношении которых применяются налоги США, или нет. В некоторых случаях учредители могут создать смешанную структуру, включающую и холдинговую компанию, и партнерство с ограниченной ответственностью в рамках одной холдинговой группы. Такая структура обычно используется для привлечения разных инвесторов: партнерство с ограниченной ответственностью (мастер-фонд), как правило, привлекает инвесторов – налогоплательщиков США, а холдинговая материнская компания (фонд-донор) – инвесторов, в отношении которых не применяются налоги США или которые освобождены от их уплаты. Такая структура, называемая мастер-фидер-структурой, изображена на рис. 3.

Рис. 3. Мастер-фидер-структура



Для удовлетворения требований различных групп инвесторов возможно создание многоуровневых мастер-фидер-структур. Кроме того, такие структуры могут изменяться, чтобы соответствовать различным налоговым и нормативным требованиям, применяемым в разных юрисдикциях. Расходы, связанные с учреждением и деятельностью мастер-фидер-структур, выше аналогичных расходов в случае учреждения холдинговой компании или партнерства с ограниченной ответственностью. Иногда учредители предусматривают возможность преобразования структуры в мастер-фидер-структуру уже после учреждения фонда. Такое решение зачастую может быть принято без одобрения остальных инвесторов.

### Цели и политики фонда

Помимо определения оптимальной структуры фонда, учредителям с самого начала стоит сформулировать его инвестиционную стратегию и политику для последующего информирования инвесторов, в основном при помощи меморандума о предложении ценных бумаг, а также иных необходимых документов, предусмотренных законодательством. Юристы учредителей обычно проверяют меморандум о предложении ценных бумаг, так как наличие недостоверной, неполной или вводящей в заблуждение информации в таком документе может повлечь за собой предъявление инвесторами исков учредителям.

Описанная в меморандуме инвестиционная политика предложения ценных бумаг включает любые ограничения в отношении инвестиций (например, ограничение размера инвестиций, типа обеспечения, чистой подверженности риску), подробную информацию о предложении ценных бумаг (сроке предложения, минимальной сумме инвестиций в целом и для каждой заявки), а также способы выхода. Последние включают продажу активов фонда (в том числе его ликвидацию) по истечении определенного количества лет и распределение прибыли между инвесторами, первоначальное публичное разме-

щение акций компании, владеющей инвестиционными активами, или продажу активов другому фонду.

### Учреждение фонда

Определение потребностей инвесторов и окончательное оформление структуры фонда, устраивающей всех ключевых вкладчиков, может занять значительное время. Ввиду этого учредители обычно выпускают предварительный документ о предложении ценных бумаг – предварительный меморандум о частном размещении (также известный как тизер) для привлечения интереса инвесторов. В нем содержится основная информация о предлагаемом фонде, в том числе о его задачах и политике, основных условиях осуществления инвестиций, руководстве и планируемой структуре. Подробности (например, налоговая структура или факторы риска) на данном этапе не указываются.

Последующие этапы создания фонда со структурой партнерства с ограниченной ответственностью отражены на рис. 4. После окончательного оформления структуры (разрешения налоговых, правовых, регулятивных вопросов и согласования сроков) и завершения консультаций с инвесторами учредители сосредотачивают внимание на подготовке детализированного документа о предложении ценных бумаг (окончательного меморандума) и оформляют всю соответствующую документацию.

Подготовка окончательного меморандума предполагает работу в тесном сотрудничестве с юридическими консультантами, которые проводят его проверку. Учредителям также могут потребоваться актуальные консультации в отношении существующих нормативных ограничений распространения меморандума в различных юрисдикциях потенциальных инвесторов. Такие сведения, как налоговая структура и факторы риска, также включаются в окончательный меморандум. Одновременно с подготовкой этого документа осуществляются учреждение и регистрация соответствующих компаний и оформление основных соглашений, касающихся деятельности фонда. На этом этапе также рассматриваются вопросы создания дополнительных фондов-доноров или параллельных фондов для того, чтобы способствовать потенциальному инвестированию.

После выполнения требований инвесторов учреждение фонда (fund closing) завершается и юридические консультанты составляют заключения относительно его учреждения и налогового статуса.

### Деятельность фонда

По завершении формирования фонда его деятельность регулируется правом страны регистрации, а также учредительными документами. Помимо этого, если используется структура холдинговой компании, директора фонда

подчиняются правилам страны его регистрации в отношении их обязанностей, в частности: не получать скрытую прибыль и исключить конфликт интересов с фондом.

### Ключевые элементы фонда

#### → Акционеры

В случае учреждения фонда в виде холдинговой компании некоторые основные решения (о выпуске или аннулировании класса акций, отклонении от установленных инвестиционных задач и политики фонда и др.) подлежат одобрению владельцами голосующих акций.

#### → Инвестиционный менеджер

Обычно частью каждой структуры является инвестиционный менеджер, который назначается для управления инвестициями и реализации инвестиционной политики фонда. Совет директоров или основной партнер, как правило, передают ему полномочия по принятию всех инвестиционных решений и текущему управлению партнерством с ограниченной ответственностью. Инвестиционный менеджер чаще всего находится в офшорной юрисдикции, благоприятной с точки зрения налогообложения. При этом инвестиционный консультант (обычно офшорный) нанимает ключевых сотрудников, которые будут консультировать инвестиционного менеджера.

Отношения между фондом и инвестиционным менеджером регулируются договором инвестиционного управления, в котором указываются его обязанности, включающие принятие решений о распределении активов, реализацию инвестиционной политики компании, анализ эффективности портфеля и предоставление компании рекомендаций в отношении инвестиционной стратегии.

Деятельность инвестиционного менеджера может оплачиваться различными способами. В некоторых случаях он вправе получать вознаграждение, пропорциональное стоимости приобретенных инвесторами акций, чистой стоимости активов или чистой прибыли, включая нереализованную прибыль на каждую акцию. Инвестиционный консультант получает от инвестиционного менеджера комиссионный доход, облагаемый налогом по льготной ставке. Возможно также освобождение инвестиционного консультанта от обязанности получать местную лицензию для предоставления консультаций своему единственному акционеру.

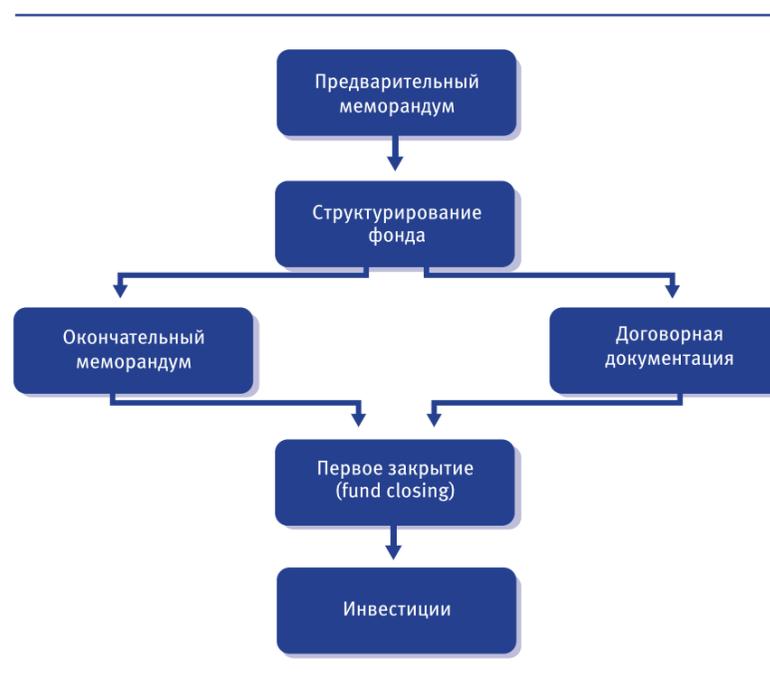
#### → Администратор

Администратор назначается инвестиционным фондом, а отношения между ними регулируются договором об административном управлении. Обязанности администратора обычно включают подготовку выпуска, передачи, распределения, конвертации, выкупа и (или) приобретения акций и регистрацию этих операций в реестре акционеров компании. Администратор рассчитывает чистую стоимость активов компании на акцию и вознаграждение за управление. Он может также выполнять функции секретаря компании. Обычно администратор получает ежемесячное вознаграждение, представляющее собой определенный процент от чистой стоимости активов компании в пересчете на год, и разумные суммы на текущие расходы.

#### → Другие консультанты

По общему правилу, инвестиционный фонд привлекает юристов того государства, в котором он учрежден, налоговых консультантов, аудиторов для фонда (и компании по доверительному управлению инвестициями), а также типографа (если меморандум о предложении ценных бумаг должен быть напечатан). В отношении фондов недвижимости, когда осуществляются вложения в завершенные строительством здания, обычной практикой является привлечение компании, управляющей недвижимостью. *L.i.*

Рис. 4. Этапы учреждения фонда



#### → Независимый директор

Многие инвесторы (особенно институциональные) предпочитают привлекать независимых неисполнительных директоров холдинговой компании фонда и (или) основного партнера со значительным опытом работы в этой сфере. Они объективно выполняют функции надзора над оперативным управлением фондом. Согласно налоговым нормам некоторых государств, контроль над фондом должен находиться за пределами офшорной юрисдикции, в которой он учрежден, поэтому исполнительные директора фонда в основной своей массе должны быть нерезидентами этой юрисдикции. Некоторые институциональные инвесторы также настаивают на создании комитета инвесторов или иного органа, призванного регулировать конфликт интересов.