

# Хищнический или полезный капитал?\*

\* АВТОРИЗОВАННЫЙ ПЕРЕВОД С АНГЛИЙСКОГО  
МИРБОЛАТ БЕКТЕМБАЙ



**АЙДАР ЕГЕУБАЕВ,**  
УПРАВЛЯЮЩИЙ ДИРЕКТОР  
ИНВЕСТИЦИОННОГО ФОНДА

Финансовый термин «прямые инвестиции» (private equity) часто воспринимается негативно, и после наступления глобального финансового кризиса такое убеждение только усугубилось. На фонды прямых инвестиций (и хедж-фонды) как на «дестабилизирующую рынок силу» была возложена ответственность за весь кризис, их критики также дали им нелестное прозвище «хищнического капитала». Но что представляют собой прямые инвестиции на самом деле?



**ДЖЭЙМС БЕРДЕТТ,**  
ПАРТНЕР ЛОНДОНСКОГО  
ОФИСА ЮРИДИЧЕСКОЙ  
ФИРМЫ «БЭЙКЕР ЭНД МАККЕНЗИ»

## Прямые инвестиции или private equity

Прямые инвестиции охватывают широкий спектр видов деятельности с одной общей особенностью, а именно – источником средств для финансирования сделки. Данным источником является фонд, используемый как пул капитала и создаваемый для инвестирования в конкретные отрасли или заданный географический регион. Часто объектом внимания фондов прямых инвестиций являются нелистинговые ценные бумаги. Фонды также могут осуществлять выкуп листингуемых компаний, результатом которого является прекращение коти-

рования бумаг таких компаний на фондовых биржах, так называемые сделки по «деакционированию» или public-to-private. Источником большинства прямых инвестиций являются институциональные и аккредитованные инвесторы, располагающие возможностью размещения крупных сумм на значительные периоды времени. Примером конкретного применения могут быть оздоровление находящейся в сложной ситуации компании или улучшение эффективности производства и управления. Фонд управляется в интересах собственников капитала фонда третьей стороной (менеджером фонда) с целью мак-

симизации стоимости инвестиций при выходе из них или их отчуждении и/или извлечения дивидендов и других видов доходов на регулярной основе.

В индустрии прямых инвестиций существует несколько различных инвестиционных стратегий, различающихся между собой типами интересующих их активов. Большинство фондов для достижения своих инвестиционных целей предпочитают использовать лишь одну-две стратегии. Среди самых распространенных стратегий на-

- **Венчурный капитал** – инвестиции в молодую, созданную с нуля компанию, которой могло быть отказано в доступе к другим источникам капитала или которая может быть прямо заинтересована в использовании «ноу-хау», предоставляемых венчурным фондом в обмен на долю в такой компании.
- **Капитал роста** – инвестиции в пакеты акций (чаще всего миноритарные) более зрелых компаний, находящихся в поисках капитала для расширения или реструктуризации своей деятельности, выхода на новые рынки или финансирования какого-либо крупного приобретения без перехода контроля над бизнесом в другие руки.
- **Поглощение за счет заемных средств (LBO)** – использование капитала инвесторов в качестве первоначального платежа при приобретении той или иной компании и «кредитного рычага» (т. е. задолженности третьих лиц) для финансирования остальной части стоимости покупки, с использованием активов приобретаемой компании в качестве залога. Данная инвестиционная стратегия в настоящее время используется уже не так часто, как до наступления глобального финансового кризиса, когда заимствование средств для финансирования таких сделок не было таким затруднительным.
- **Стрессовые долги и корпоративная реструктуризация.** Специализирующиеся

на стрессовых активах фонды приобретают (по очень низким ценам) корпоративные облигации компаний, объявивших о своем банкротстве или находящихся на его грани, после чего ликвидируют компанию, пользуясь своим преимущественным по сравнению с держателями акций правом на возврат своих средств. Либо, если дела компании можно поправить, фонд реорганизовывает компанию и заменяет ее руководство для возвращения ее на прибыльный уровень, при этом фонд прощает компании ее задолженность перед ним в обмен на долю в ней.

### Текущее состояние рынка прямых инвестиций

Как и другие сферы предпринимательской деятельности, индустрия прямых инвестиций испытала на себе серьезные последствия финансового кризиса, в результате чего управляющие фондами

рования средствами. Выход из инвестиций по-прежнему проблематичен, и те ограниченные возможности, что возникают на рынках капитала, исчезают, и довольно быстро.

Наконец, те самые крупные инвесторы, которые раньше были готовы отдать свои деньги в управление менеджерам фондов, стараясь увеличить свою доходность, все чаще начинают рассматривать новые инвестиционные структуры, такие как управляемые счета, залоговые фонды, «посделочные» фонды, долевое владение и прямые инвестиции в портфельные компании.

Помимо вышеупомянутых проблем экономического плана рынок прямых инвестиций также испытывает ужесточение регулирования и к нему предъявляют требования большей прозрачности. Предлагаемые как в США, так и в Европейском союзе реформы в области регулирования и налогового законодательства, целью

Привлечение средств в 2009 году получилось особенно тяжелым: объем привлечений в глобальном масштабе снизился по сравнению с 2008 годом на 65%.

вынуждены прилагать большие усилия для привлечения капитала инвесторов. Привлечение средств в 2009 году получилось особенно тяжелым: объем привлечений в глобальном масштабе снизился по сравнению с 2008 годом на 65%<sup>1</sup>.

Многие управляющие фондами сталкиваются с тем, что инвесторы стали более избирательными в выборе своего управляющего и проявляют большую твердость на переговорах. Ожидается, что в будущем управляющие компании могут пройти через период консолидации, а многие институциональные инвесторы – период приостановки или отсрочки своих инвестиционных программ.

Поток сделок продолжает оставаться неустойчивым, а получение заемных средств – затруднительным, что создает дополнительные трудности для фондов, располагающих свободными для инвести-

которых является исключением системного риска, осложняют регулятивную среду, в которой действуют менеджеры фондов. Это потребует от последних большей открытости в их деятельности, увеличит их издержки по соблюдению регулятивных требований, а также заставит их искать новые способы организации фондов и извлечения своих доходов в оптимальном налоговом режиме.

### Основные преимущества фонда прямых инвестиций

Несмотря на проблемы, с которыми приходится сталкиваться сегодня на рынке прямых инвестиций, у данного способа инвестирования по-прежнему остается немало больших и неоспоримых преимуществ. Самым важным преимуществом является сама возможность, которую представляют собой подобные

Таблица 1. Десятка крупнейших фондов прямых инвестиций в мире

Рэнкинг 2010	Фонд	Город, где расположен головной офис	Привлеченный капитал за последние пять лет, млн долл.	Рэнкинг в 2009 году
1	Goldman Sachs Principal Investment Area	Нью-Йорк	54 584,0	2
2	The Carlyle Group	Вашингтон	47 825,5	3
3	Kohlberg Kravis Roberts	Нью-Йорк	47 031,0	4
4	TPG	Форт-Уэрт (Техас)	45 052,0	1
5	Apollo Global Management	Нью-Йорк	34 710,0	5
6	CVC Capital Partners	Лондон	34 175,4	7
7	The Blackstone Group	Нью-Йорк	31 139,4	8
8	Bain Capital	Бостон	29 239,6	6
9	Warburg Pincus	Нью-Йорк	23 000,0	9
10	Arax Partners	Лондон	21 728,1	10

Источник: Private Equity International, www.peimedia.com

объединенные ресурсы капитала, особенно в ситуации, когда банковское кредитование сильно урезано, а стоимость компаний резко упала. В связи с этим у прямых инвестиций в следующие несколько лет есть реальная возможность стать источником исключительно высоких доходов для предприимчивых инвесторов.

Второе преимущество связано с налогообложением. Несмотря на то, что многие считают прямые инвестиции способом уклонения от уплаты налогов, фонды прямых инвестиций в действительности обычно являются юридическими лицами с «налоговой прозрачностью» либо освобожденными от налогообложения. Это означает, что налоговый статус инвесторов остается таким же, каким бы он был, если бы инвестиции осуществлялись в активы напрямую, и вместо уклонения от уплаты налогов инвесторы просто оптимизируют свое налоговое бремя путем избежания двойного налогообложения. Наиболее подходящими формами организации фондов прямых инвестиций исторически являются партнерства с ограниченной ответственностью, имеющие, как правило, «прозрачный» налоговый статус в большинстве юрисдикций, а также компании, учрежденные в оффшорных юрисдикциях, в которых они от уплаты налогов фактически освобождены.

Третьим преимуществом прямых инвестиций является стабильная структура собственности – так как обычный цикл прямых инвестиций «от входа до выхода» длится от пяти до семи лет, они дают отличную возможность построить долговременные отношения с портфельной компанией, осуществлять реальный

контроль и влиять на разработку стратегии компании, а также, с помощью консультаций и поддержки менеджмента, достичь реального успеха и роста. Таким образом, прямые инвестиции в портфельные компании совершенно не соответствуют встречающимся иногда о них представлениям как о дестабилизирующем и преследующем лишь краткосрочную выгоду виде бизнеса. При этом надо отметить высокие риски, которые берет на себя инвестор, и то, что доли в фондах не обладают высокой ликвидностью.

Прямые инвестиции также представляют собой альтернативу долговому финансированию. Как известно, казахстанские компании с их высоким уровнем задолженности были среди первых в СНГ, испытавших на себе влияние финансового

позволяющих избежать обременительного и затратного режима регулирования, и, несмотря даже на то, что регулирование индустрии private equity в будущем, скорее всего, ужесточится, это преимущество останется. Например, применяемые по отношению к занимающимся прямыми инвестициями фондам требования к раскрытию информации совершенно незначительны по сравнению с теми, что применяются к большинству компаний, вынужденных тратить существенные средства на раскрытие, например, своей финансовой информации или информации о крупных сделках. Аналогично, издержки фондов прямых инвестиций на соблюдение всевозможных регулятивных норм традиционно составляют лишь малую часть от

Самым важным преимуществом является сама возможность, которую представляют собой подобные объединенные ресурсы капитала, особенно в ситуации, когда банковское кредитование сильно урезано, а стоимость компаний резко упала.

кризиса и связанного с ним дефицита ликвидности. В контексте прямых инвестиций инвестор разделяет риск с компанией-получателем инвестиций, в то время как при традиционном кредитовании большая часть риска обычно перекладывается кредитором на заемщиков и их гарантов. В результате такого перекоса одним из основных вызовов, стоящим уже третий год перед банковским сектором в Казахстане, это признание и расчистка портфелей проблемных долгов.

Фонды прямых инвестиций традиционно организуются в формах,

соответствующих издержек листингуемых компаний.

### Основные игроки

Существует много известных фондов прямых инвестиций, как в США (например, Carlyle Group, Kohlberg Kravis Roberts, Blackstone Group или TPG Capital), так и в Европе (Arax Partners, Permira, Zi, CVC Capital Partners, Terra Firma, Candover, BC Partners). Представление о размере этих компаний может дать одна цифра: за последние пять лет десять крупнейших фондов

Таблица 2. Основные игроки и ключевые сделки фондов прямых инвестиций в Казахстане

Фонд	Дата создания	Размер фонда, млн долл.	Сделка		Размер (млн. долл.)	Управляющая компания
			Компания	Дата		
Eagle Kazakhstan Fund	1996	33	Food-Master	1998	2,8	Eagle Venture Partners
			Усть-Каменогорская птицефабрика	1998	3,9	
			Казинтел	2000	н/д	
			Акнар	2001	2,2	
			Ромат	2001	н/д	
			Спектрум	1998	н/д	
AIG Silk Road Fund	1997	100			нет данных	AIG Capital Partners
Baring Vostok Private Equity III	2004	413	Банк Каспийский	2006	н/д	Baring Vostok Capital Partners
CVCJ Growth Fund I	2005	1 600	КазИнвестБанк	2007	н/д	City Venture Capital International
East Capital Financial's Fund	2005	500	БТА Банк	2006	63	East Capital Private Equity
Great Circle Fund	2005	190	Caspian Service inc	2006	15	Great circle Capital
Sigma Bleyzer V	2007	150	Асем-Ай	2008	н/д	Sigma Bleyzer
Tau Capital	2007	135	Teniz Service	2008	19,4	Compass Asset Management Company
			Digital TV	2008	18,5	
Kazakh Compass fund	2007	52	Digital TV	2007	1,4	Compass Asset Management Company
			Digital TV	2008	6,9	
Aureos Central Asia Fund	2007	70	Leasing Group	2008	10	Aureos Capital

Источник: Информация собрана авторами из разных источников

привлекли капитал на сумму более 368 млрд долларов США (табл. 1).

Влияние этих учреждений огромно – они контролируют или контролировали в тот или иной момент многие из известнейших в США и Европе компаний, и во многом стали решающим фактором успеха этих компаний. В 2009 году фондами прямых инвестиций было привлечено 16 млрд долларов через IPO 53 новых компаний, что несколько превысило 11 млрд долларов, привлеченных в результате 52 сделок в 2008 году<sup>2</sup>. Согласно результатам исследования, проведенного недавно исследовательской фирмой по альтернативным инвестициям «Preqin», доходность прямых инвестиций составила в среднем 17,5% за последние пять лет, что превысило доходность всех рыночных индексов, которые рассматривались в данном исследовании. Сумма, реализованная при выходе из инвестиций, в 2009 году составляла в среднем 321 млн долларов, а средняя стоимость приобретения – 100 млн долларов<sup>3</sup>. Приведенные цифры дают некоторое представление о привлекательности прямых инвестиций по сравнению с другими способами инвестирования.

В Казахстане первые попытки в области прямых инвестиций

были сделаны в середине 90-х годов, когда Европейский банк реконструкции и развития создал свой первый в стране фонд прямых инвестиций. С тех пор число участников казахстанского рынка прямых инвестиций пополнилось еще несколькими фондами (табл. 2). Дополнительный толчок индустрия прямых инвестиций в стране получила к 2007 году, когда правительство заявило о ее поддержке через целый ряд инвестиционных организаций, в том числе путем создания фонда фондов.

### Структура классического фонда прямых инвестиций

Чаще всего фонды прямых инвестиций (ФПИ) организуются в форме партнерств с ограниченной ответственностью и имеют закрытый характер (т. е. ограниченное число долей участия, которые предлагаются в период первоначальной подписки). Конкретная структура и особенности того или иного партнерства с ограниченной ответственностью зависят от юрисдикции, в которой это партнерство создается. Как правило, каждому партнерству с ограниченной ответственностью требуется хотя бы один генеральный партнер (управляющий) и хотя бы один партнер с ограниченной от-

ветственностью (инвестор) (рис. 1). Это аналогично казахстанскому командитному товариществу, в котором генеральный партнер играет роль полного товарища. Управляющий отвечает за руководство фондом и принимает на себя все его обязательства и несет неограниченную ответственность. Партнеры с ограниченной ответственностью выступают в качестве инвесторов в создаваемом фонде. Ответственность того или иного инвестора в большинстве случаев ограничивается капиталом, который он соглашается внести в партнерство. Для сохранения их ограниченной ответственности участие инвестора в управлении делами партнерства ограничивается, хотя в некоторых юрисдикциях существуют оговорки для тех вопросов, которыми инвесторы могут заниматься без потери своего статуса.

Часто обязанности по управлению фондом передаются управляющим другой компании – менеджеру фонда. Менеджер, как правило аффилирован с управляющим и получает свое вознаграждение за управление инвестициями фонда в виде доли в прибыли, а также комиссии за управление размером которой зависит от размера фонда. Часть обязанностей может также передаваться еще

Рисунок 1. Операционный цикл ФПИ



одному аффилированному лицу – инвестиционному советнику, который также работает за вознаграждение в соответствии с договором о предоставлении услуг. При этом работа менеджера фонда и инвестиционного советника должна быть организована таким образом, чтобы изолировать каждого из них от неограниченной ответственности управляющего, и поскольку «интеллектуальный капитал» всей структуры нанимается именно через них, управляющим следует следить за тем, чтобы полномочия любого неофшорного менеджера фонда и инвестиционного советника не выходили за рамки работы консультативного характера во избежание обложения фонда налогами в неофшорных юрисдикциях (юрисдикциях с высоким уровнем налогообложения).

Как правило, при создании фонда прямых инвестиций его инвесторы принимают на себя обязательство вложить в него капитал в определенном размере. По мере нахождения фондом подходящих инвестиционных возможностей от инвесторов требуется внесение части капитала, который они обязались предоставить и который, как правило, инвестируется в определенные менеджером и утвержденные управляющим компании, называемые «портфельными компаниями». Утверждение может проводиться специальным органом – инвестиционным комитетом. Орган, представляющий инвесто-

ров, называется консультативным комитетом. Однако для участия в нем существуют требования по минимальному вкладу.

Срок работы фонда варьируется от фонда к фонду и обычно составляет от восьми до десяти лет, состоящих из: первоначального «инвестиционного периода» от четырех до пяти лет, в течение которого фонд занимается поиском интересующих его активов и инвестированием в них; периода владения от двух до трех лет, в течение которого фонд владеет активами, а также двухлетнего периода, в течение которого фонд занимается поиском возможностей для прибыльной реализации своих активов. Обычно предусматривается право управляющего продлить в случае необходимости срок работы фонда на дополнительный период до двух лет, с тем, чтобы обеспечить возможность упорядоченной ликвидации фонда, а также право менеджера фонда «по совместительству» привлечь средства на создание нового фонда после освоения определенной части капитала существующего фонда.

### Регулирование отношений

Так как исторически индустрия прямых инвестиций регулировала себя сама и использовала существующие организационно-правовые формы, никакое особое законодательство или правовые кодексы для ее регулирования не создавались. Вместо них отношения

между сторонами в фондах, такими как инвесторы, управляющий, менеджер и советник, строились на основе договоров, главным образом соглашения об учреждении партнерства с ограниченной ответственностью (между управляющим и инвесторами) и соглашений о предоставлении управленческих и консультационных услуг (между управляющим, менеджером и какими-либо советниками). Инвестор, вкладывающий значительные средства, может получить дополнительные права или потребовать от управляющего большего раскрытия информации через заключение двустороннего соглашения (side letter). Такие договорные права могут дополнять общие фидуциарные обязательства, лежащие на управляющем или менеджере. Эти права, например, не позволяют последним допускать конфликта своих интересов с интересами своих клиентов (т. е. инвесторов), или обязывают их соблюдать конфиденциальность и использовать конфиденциальную информацию своего клиента только в интересах такого клиента.

Если инвестиции производятся в странах, удерживающих налог у источника, соглашение об избежании двойного налогообложения отсутствует либо не применяется. Тем не менее эту проблему обычно можно преодолеть посредством осуществления соответствующей инвестиции через компанию специального назначения, например, люксембургский кондуит или нидерландскую компанию с ограниченной ответственностью (besloten vennootschap), либо через участие в специальной промежуточной «фидер» компании. Другой альтернативой по налоговым соображениям может служить параллельный фонд, через который инвестор участвует в портфельных компаниях напрямую, минуя основной фонд. Часто инвесторы из разных юрисдикций имеют различные предпочтения относительно формы структур, в которые они хотели бы инвестировать, и это приводит к созданию нескольких структур, каждая из которых играет определенную роль. Использование же подобных многоуровневых структур позволяет участвовать в единой

Таблица 3. «Серый» список» стран по обновленным данным ОЭСР на 18 августа 2010 года

Юрисдикция	Год перехода на стандарты ОЭСР	Количество подписанных договоров*
Белиз	2002	4
Острова Кука	2002	11
Либерия	2007	1
Маршалловы острова	2007	4
Монсеррат	2002	3
Науру	2003	0
Ниуэ	2002	0
Панама	2002	2
Вануату	2003	3
Коста-Рика	2009	1
Гватемала	2009	0
Филиппины	2009	0
Уругвай	2009	5

Источник: OECD.

\* Для попадания в «белый список» ОЭСР юрисдикций, соблюдающих международные правила прозрачности, стране необходимо подписать двенадцать двусторонних соглашений об обмене налоговой информацией.

стратегии инвесторам с отличающимися особенностями налогового, правового и корпоративного характера.

### Юрисдикции для создания ФПИ

Одними из самых популярных юрисдикций для создания фондов прямых инвестиций являются о. Гернси, о. Джерси, Соединенное Королевство, Каймановы острова, Бермудские острова, Британские Виргинские острова, Ирландия, Люксембург и Нидерланды. Их традиционная популярность объясняется их налоговой нейтральностью, либеральной нормативно-правовой базой, а также большей конфиденциальностью, на которую могли рассчитывать в них ФПИ. Несмотря на небольшой размер территорий многих из них, они являются важными финансовыми центрами, привлекающими крупные объемы капитала. Так, по состоянию на 31 декабря 2008 года чистая стоимость активов фондов (включая как ФПИ, так и хедж-фонды), управляемых только с Каймановых островов, составляла 1,693 трлн долларов США.

Саммит Группы двадцати по «налоговым убежищам» в апреле 2009 года опубликовал «публичный» список нескольких юрисдикций с отсутствующей налоговой прозрачностью и нежеланием сотрудничать по данному вопросу, что совпало по времени с опубликованием Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) ее списка налоговых убежищ. Последний разделил все юрисдикции на не-

сколько групп, именуемых соответственно «белым», «серым» и «черным» списками. В «черный список» входят те юрисдикции, которые ОЭСР считает налоговыми убежищами, в «серый» – налоговые убежища, согласившиеся перейти на одобренные ОЭСР стандарты прозрачности, но еще полностью не выполнившие это законодательно, в «белый» – юрисдикции, перешедшие на стандарты ОЭСР и поэтому налоговыми убежищами не считающиеся. По обновленным данным на 18 августа, в «черном» списке ОЭСР никого не осталось, в «сером» насчитывается 9 стран и 4 финансовых центра (табл. 3).

Для попадания в «белый список» ОЭСР юрисдикций, соблюдающих международные правила прозрачности, стране необходимо подписать двенадцать двусторонних соглашений об обмене налоговой информацией. Они создают официальную систему, с помощью которой каждое государство может требовать финансовую и налоговую информацию о гражданах и юридических лицах любого другого государства. И хотя данный обмен информацией не может предотвратить злоупотребления налоговыми убежищами, он способствует обеспечению большей налоговой прозрачности. Следует обратить внимание на то, что, несмотря на переход многих оффшорных юрисдикций, например, Каймановых островов, из «черного списка» в «белый список», над их репутацией по-прежнему нависает тень, особенно с точки зрения крупных европейских и американских

институциональных инвесторов. Именно таким крупным институциональным инвесторам в первую очередь запрещается их кодексами внутреннего управления инвестировать в некоторые оффшорные юрисдикции из-за сложившейся репутации последних как «убежищ для уклонения от уплаты налогов».

Утвержденный Агентством по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций «черный список» в последней редакции указывает 43 юрисдикции, среди которых находятся такие популярные в индустрии прямых инвестиций территории, как Каймановы острова, о. Гернси (Нормандские острова) и Республика Маврикий. Следует отметить, что все из этих юрисдикций находятся в «белом списке» ОЭСР со 2 апреля 2009 года.

<sup>1</sup> PE Online «Advancing to final close» 1/4/10 (2010: global private equity watch of Ernst & Young (Pg 2, April 2010))  
<sup>2</sup> (2010: global private equity watch of Ernst & Young (Pg 11, April 2010))

Продолжение статьи – в следующем номере.