

**Управление
инвестиционными
и инновационными
программами
для российских
компаний
с государственным
участием**



Вступительное слово

Наверное, будет справедливо отметить, что слово «инновации» в России приобрело в последнее время очень широкое хождение. Контекст использования этого слова чрезвычайно разнообразен: от инновационной косметики до инновационных систем управления беспилотными летающими аппаратами. Именно широта использования термина «инновации» вызывает массу вопросов о применимости инноваций к деятельности крупных компаний вообще и компаний с государственным участием в особенности. За частоклоком модных терминов и определений, популярных методов и ярких примеров кроется ответ на вполне логичный набор вопросов любого генерального директора. Зачем заниматься именно инновациями, а не модернизацией, например? Зачем для этого отвлекать средства организации и как измерить эффект их использования? Зачем это делать именно на данном этапе развития организации? Как понять, насколько инновации – дань моде или насущная необходимость? Что нужно для развития инноваций и с чего начать? Как вписываются программы инновационного развития в стратегию организации? И список таких вопросов можно продолжить.

Очевидно, что становление российского рынка инноваций требует от его участников активного диалога, который невозможен без единого понятийного аппарата. Исходя из этого понимания составители настоящих методических материалов – Клуб директоров по науке и инновациям и компания PwC – и ставили себе задачу. В процессе подготовки документа эксперты Клуба формулировали набор тех самых насущных вопросов, которые должны волновать руководителей организаций, а представители PwC давали взвешенный ответ и сценарии его применимости, исходя из российских реалий, не забывая о накопленном международном опыте и сложившейся практике.

О том, насколько авторам удалось решить поставленную задачу, судить вам, уважаемый читатель. Одно можно сказать уверенно: динамика российского рынка в области поддержки и развития инноваций такова, что уже не за горами новый документ, который поможет заинтересованным участникам рынка не только оценить «внешний вид», но и «заглянуть под капот» инновационного авто нашего времени. И, как знать, вполне возможно, что большую часть этого документа займут первые истории успеха в инновационном развитии российских компаний. Мы верим, что российский опыт и практика инновационного развития, в формировании которых мы с вами принимаем самое прямое и деятельное участие, уже в недалеком будущем не только найдут отражение в наших методических материалах, но и войдут в учебники международных университетов.

Отдельная благодарность – РВК за поддержку проекта, а также за системный подход к развитию инновационной экосистемы в нашей стране.

Искренне ваш,



Андрей Зюзин

Куратор секции «Финансирование НИОКР и инноваций»
Клуба директоров по науке и инновациям

Директор проекта «Сколково» компании Cisco Systems

Оглавление

Термины и их определения	4
1. Основные положения	5
1.1 Направления инвестирования	6
1.2 Измерение эффективности инвестиций	8
1.3 Контроль инвестиций	8
1.4 Налоговые аспекты	8
1.5 Учет	8
2. Общие сведения	9
3. Основные принципы инвестиций	10
3.1 Цель инвестиций	10
3.2 Критерии оценки деятельности компаний с государственным участием	11
3.3 Определение основных принципов принятия инвестиционных решений	12
3.4 Реализация основных принципов принятия инвестиционных решений	12
4. Инвестиционные концепции: трехкомпонентный подход	13
5. Компонент № 1 и Компонент № 2	15
5.1 Компонент № 1: внутренние инвестиции как компонент «текущей хозяйственной деятельности»	15
5.2 Компонент № 2: внутренние инвестиции в НИОКР	16
5.3 Показатели эффективности: финансовые КПЭ внутренних проектов	16
5.4 Различия между инфраструктурными и научно-исследовательскими проектами	22
5.5 Налоговые льготы в отношении научно-исследовательских проектов компонентов № 1 и № 2	23
5.6 Отчетность и средства контроля	24
5.7 Внутренние рынки капитала и финансирования	25
6. Компонент № 3: инвестирование за пределами организации	26
6.1 Создание собственного инвестиционного фонда: основные юридические и налоговые аспекты возможных структур инвестиционного фонда, контроль, бюджет и распределение капитала	27
6.1.1 Российские инвестиционные инструменты	28
6.1.2 Зарубежные инвестиционные инструменты	38
6.2 Привлечение внешнего портфельного управляющего: процесс и порядок выбора управляющего, контроль над деятельностью фонда	42
6.2.1 Управляющая компания	42
6.2.2 Структура фонда	43
6.2.3 Выбор управляющего фонда	44
6.3 Практические примеры	45
7. Дальнейшие действия и шаблон внутреннего плана действий для внедрения принципов принятия инвестиционных решений	48
Заявление об ограничении ответственности	49
Информация о компаниях-участниках	50
Контакты	51

Термины и их определения



Иновация¹

Введенный в употребление новый или значительно улучшенный продукт (товар, услуга) или процесс, новый метод продаж или новый организационный метод в деловой практике, организации рабочих мест или во внешних связях.

Иновационная инфраструктура

Совокупность организаций, способствующих реализации иновационных проектов, включая предоставление управленческих, материально-технических, финансовых, информационных, кадровых, консультационных и организационных услуг.

Иновационная деятельность

Деятельность (включая научную, технологическую, организационную, финансовую и коммерческую деятельность), направленная на реализацию иновационных проектов, а также на создание иновационной инфраструктуры и обеспечение ее деятельности.

Иновационный проект

Комплекс направленных на достижение экономического эффекта мероприятий по осуществлению иноваций, в том числе по коммерциализации научных и (или) научно-технических результатов.

Коммерциализация научных и (или) научно-технических результатов

Деятельность по вовлечению в экономический оборот научных и (или) научно-технических результатов.

Программа иновационного развития развития корпорации²

Документ, описывающий комплекс мероприятий, направленных на разработку и внедрение новых технологий, иновационных продуктов и услуг, соответствующих мировому уровню, содействующих модернизации и технологическому развитию корпорации путем значительного улучшения основных показателей эффективности производственных процессов, а также направленный на иновационное развитие ключевых отраслей промышленности Российской Федерации и интегрированный в бизнес-стратегию развития корпорации.

¹ Федеральный закон от 23.08.1996 N 127-ФЗ (ред. от 03.12.2012) «О науке и государственной научно-технической политике»

² http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/innovations/innovative/doc20110201_02

1. Основные положения

Данный документ разработан для Клуба директоров по науке и инновациям (далее – «Клуб»). Цель документа – осветить наиболее часто встречающиеся вопросы при создании программ инновационного развития для российских компаний с государственным участием, а также при управлении процессом реализации данных программ. Документ также подробно освещает вопросы, связанные с инвестициями в рамках инновационной деятельности, в частности:

- описывает основные типы инвестиций и их особенности;
- формулирует принципы, которые необходимо использовать для обоснования инвестиционных проектов;
- дает рекомендации по вопросам, связанным с практическим измерением результатов инновационных проектов и результата инвестиций;
- раскрывает другие аспекты инновационной и инвестиционной деятельности, связанные с механизмами контроля, учета и налогообложения в соответствии с российским законодательством.

В соответствии с методическими материалами по разработке программ инновационного развития компаний с государственным участием и федеральных государственных унитарных предприятий инновации можно классифицировать на три основных типа по областям инноваций:

- освоение новых технологий;
- реализация инновационных продуктов;
- совершенствование бизнес-модели, инновации в бизнес-процессах.

Для России тема инновационного развития в каждой из этих областей чрезвычайно актуальна, так как обусловлена следующими факторами:

- Недостаток инвестиций в инфраструктурные проекты с начала 90-х годов привел к высокой степени износа инфраструктуры, а также к технологическому отставанию в целом ряде отраслей экономики. Необходимость модернизации инфраструктуры влечет за собой необходимость существенных инвестиций, что остро ставит вопрос о правильном выборе объекта инвестиций, технологии, оценке эффективности инвестиций, а также о механизмах контроля реализации программ.
- Вступление в ВТО, а также задача по уходу от сырьевой экономики приводит к необходимости не только сократить технологическое отставание и увеличить интенсивность производства, но и пересмотреть подход к управлению компаниями с государственным участием, обратив особое внимание на управление издержками и ориентацию на клиента.
- Развитие технологий наряду с либерализацией ряда отраслей экономики дало существенный толчок их развитию. Обострение конкуренции приводит к тому, что компаниям необходимо выстраивать свою деятельность, ориентируясь на потребителя, активно заниматься развитием новых продуктов и услуг, а также внедрять новые бизнес-модели. При этом перестраивание корпораций зачастую связано с существенными инвестициями, затрачиваемыми на трансформацию, а также на внедрение информационных систем.

В соответствии с международной практикой и в зависимости от индустрии компании инвестируют в инновации (в НИОКР и фонды) в среднем от 1 до 5% от выручки. В России показатели несколько ниже. Общим объемом инвестиций в инновации по программам 46 госкомпаний на 2011 год планировался на уровне 700 млрд рублей (включая 230 млрд рублей на НИОКР), с ростом к 2013 году до 1,5 трлн рублей (в том числе 440 млрд рублей на НИОКР).

Значительные инвестиции порождают риски, связанные с их неэффективным использованием. Соответственно, возникает целый ряд вопросов:

- Куда направить инвестиции? Какие направления/ проекты выбрать?
- Как измерить эффективность инвестиций?
- Как контролировать эффективность сделанных инвестиций?
- Как минимизировать издержки, связанные с инвестиционной деятельностью, используя законные механизмы?
- Как корректно учитывать инвестиции в рамках хозяйственной деятельности, минимизировать неточности и риски?

В рамках данного документа мы попытались найти ответы на данные вопросы.

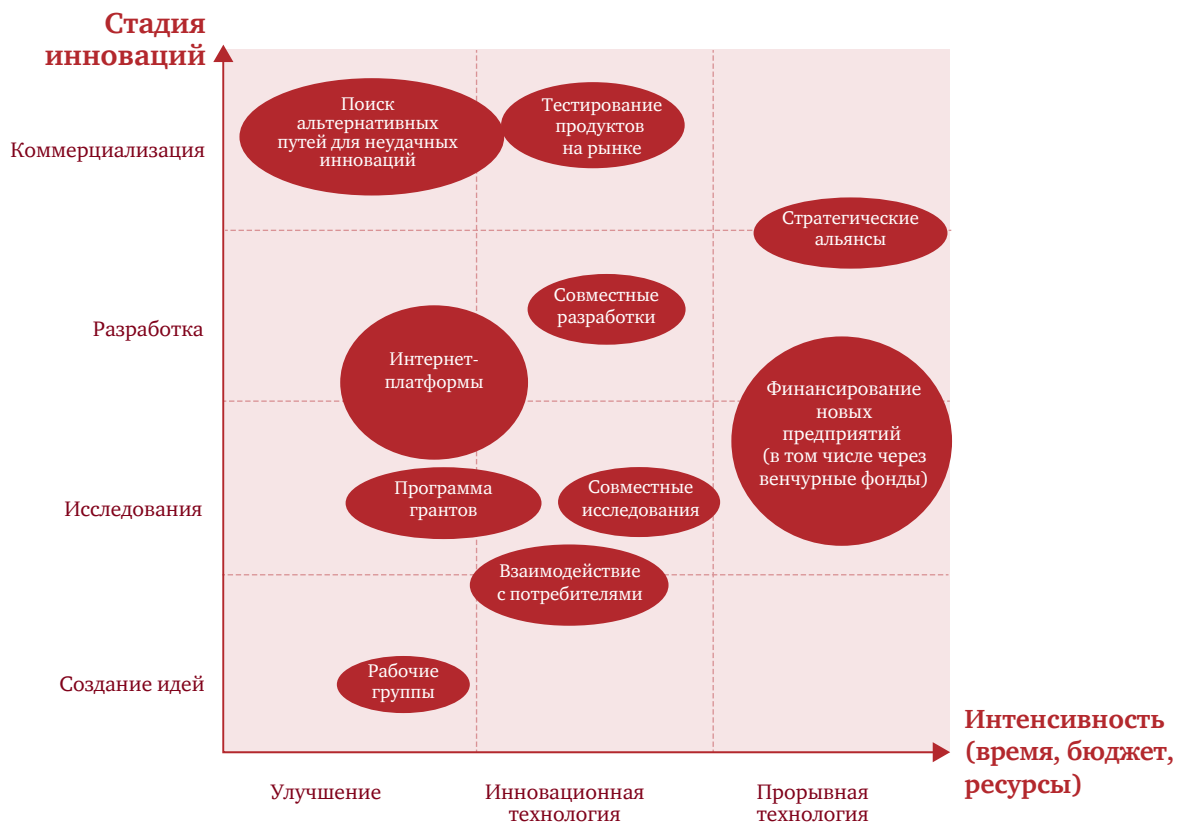
1.1 Направления инвестирования

Направления инвестирования задаются программой инновационного развития. В свою очередь, программа инновационного развития должна определяться стратегическими целями компании с государственным участием, отраслевыми задачами и другими факторами.

Инновационная деятельность охватывает все элементы организации и во многом определяет эффективность инвестиций в инновации.



Результат инноваций, например новые технологии, новые продукты, кардинально измененные бизнес-процессы, новые бизнес-модели, достигается с помощью различных инструментов инноваций. Существуют как внутренние, так и внешние инструменты инноваций. Они различаются в зависимости от интенсивности инноваций (как правило, это связано с типом ожидаемых инноваций: улучшение, эволюционные и прорывные инновации), а также от стадии инноваций.



На различных стадиях процесса создания инноваций применяются различные инструменты, которые обладают различной капиталоемкостью.

Принято различать три основных типа инвестиций:

- а. Инвестиции в инфраструктуру, которая обеспечивает осуществление деятельности корпорации; данные инвестиции позволяют добиться инкрементального повышения качества услуг и улучшения результатов.
- б. Исследования и разработки, управление которыми осуществляется собственными ресурсами корпорации. Как правило, такой подход предусматривает выделение средств и ресурсов, которые

направляются группам внутри корпорации для поддержки инноваций в рамках основных бизнес-подразделений, при этом используется система внутреннего контроля и процессы бюджетирования.

- в. Инвестиции в рыночные инновации путем инвестирования средств в бизнес третьих сторон. Для этого создается собственный инновационный фонд или предоставляются средства сторонней управляющей компании (фонду).

В документе рассмотрены особенности каждого из трех типов инвестиций, включая аспекты выбора типа инвестиций и их эффективности, а также представлены примеры для каждого из типов.

1.2 Измерение эффективности инвестиций

В настоящее время в большинстве программ инновационного развития, разработанных компаниями с государственным участием, одним из ключевых показателей является объем денежных средств, которые корпорация тратит на НИОКР, однако при этом показатели, которые измеряют эффективность таких инвестиций, могут отсутствовать. Необходимо расширить этот подход, включив в него несколько дополнительных целевых показателей. Примерами таких показателей могли бы быть:

- требуемая доходность – минимальный доход, который должны принести инвестиции;
- время окупаемости – максимально допустимый временной период, в течение которого такой доход должен быть получен.

В рамках данного документа рассмотрены конкретные примеры показателей для измерения эффективности инвестиций, в том числе для инноваций, не имеющих коммерческой составляющей.

1.3 Контроль инвестиций

Корпорации, выделившие существенные денежные средства на цели инноваций, должны также инвестировать в системы, процессы бюджетирования и процедуры для контроля реализации создаваемых программ.

В частности, инструментами контроля инноваций являются следующие меры:

- Внедрение прозрачной системы ответственности на уровне руководства корпорации за эффективное использование средств по трем компонентам.
- Разработка соответствующей культуры ответственности во всех бизнес-подразделениях, участвующих в распределении средств.
- Определение и внедрение процедур контроля за исполнением бюджета, а также системы отчетности, в которой будет отражаться использование инвестиций и результаты оценки дохода, получаемого от этих инвестиций. В рамках данной системы следует внедрить несколько простых принципов (например, оценка результатов использования инвестиций в сравнении с плановыми показателями, установленными при распределении средств, что позволит не допустить пересмотра плана и бюджета для сокрытия плохих результатов).

Настоящий документ содержит целый ряд подробных рекомендаций, направленных на повышение прозрачности системы контроля и отчетности.

1.4 Налоговые аспекты

В рамках документа рассматриваются налоговые аспекты различных типов инвестиций, в частности:

- налоговые льготы в отношении научно-исследовательских проектов;
- налоговые аспекты применительно к российским и иностранным фондам.

1.5 Учет

Ведение инновационной и инвестиционной деятельности ведет к необходимости определения учетной политики (принципов и правил учета), которая будет применяться к инновационным программам (в соответствии с нормами законодательства) с тем, чтобы хозяйственные операции, проводимые корпорацией, могли быть признаны внешними заинтересованными сторонами как соответствующие стандартам.

2. Общие сведения



Стратегия

Согласно Указу Президента Российской Федерации № 596 от 7 мая 2012 года «О долгосрочной государственной экономической политике», государственные программы, вновь разрабатываемые до 2013 года, должны предусматривать мероприятия, указанные в Стратегии инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года (далее – «Стратегия»).

Стратегия была утверждена Постановлением Правительства Российской Федерации № 2227-р от 8 декабря 2011 года.

Стратегия предусматривает выстраивание работы с компаниями с государственным участием по разработке и реализации ими программ инновационного развития. Кроме того, Стратегией предусматривается регулирование деятельности компаний с государственным участием и естественных монополий через программы инновационного развития.

Координацию действий федеральных органов исполнительной власти в сфере стимулирования спроса на инновации со стороны реального сектора экономики осуществляет Министерство экономического развития Российской Федерации. Реализация мероприятий, связанных с решением указанной задачи, осуществляется в рамках государственной программы Российской Федерации «Экономическое развитие и инновационная экономика».

Стратегия не содержит каких-либо дополнительных сведений в отношении юридических требований к программам инновационного развития. Кроме того, Стратегия не устанавливает какого-либо конкретного процентного соотношения инвестиций в инвестиционную деятельность и НИОКР и также не содержит определения программы инновационного развития.

Закон

Федеральным законом № 254-ФЗ от 21 июля 2011 года были внесены изменения в Федеральный закон «О науке и государственной научно-технической политике». Эти изменения нацелены на совершенствование государственной поддержки инновационной деятельности и оценки ее эффективности.

Федеральный закон, в частности, дает определение следующим ключевым терминам: «инновации»; «коммерциализация научных и (или) научно-технических результатов»; «инновационный проект»; «инновационная инфраструктура»; «инновационная деятельность». (Полные определения приведены в разделе «Термины и их определения» на стр. 4 настоящего отчета). Федеральный закон вступил в силу в июле 2011 года. Это относительно новый закон, и доступная практика его применения еще недостаточно подробна. Поэтому указанные в законе определения могут интерпретироваться по-разному.

К примеру, кто-то может утверждать, что новый процесс, внедренный компанией с государственным участием в качестве одного из своих внутренних бизнес-процессов, не должен считаться инновацией. Это связано с тем, что в законе не указывается, кто и где вводит в практику этот новый процесс.

Вышеупомянутый юридический пробел может быть устранен путем принятия нормативно-правовых актов, разъясняющих юридические требования к инновациям. Пока этого не произошло, указанный пробел может быть восполнен путем интерпретации и применения закона компаниями с государственным участием, органами государственной власти (включая налоговые и контролирующие органы) и российскими судебными инстанциями.

3. Основные принципы инвестиций

Программа обязательных инвестиций должна преследовать две основные цели:

- Модернизация существующей инфраструктуры, инвестиции в которую будут особенно необходимы в краткосрочной перспективе ввиду недостаточного их объема на протяжении последних 20 лет.
- Развитие инфраструктуры инновационной деятельности, включая разработку новых технологий и возможностей для увеличения числа вновь созданных компаний, объемов выручки, новых видов наукоемкой продукции и повышения конкурентоспособности на международных рынках.

Необходимо отметить, что, хотя программы управления процессами модернизации существующей инфраструктуры и развития инфраструктуры поддержки инновационной деятельности и имеют много общего, они также демонстрируют ряд существенных отличий.

Данный документ рассматривает обе цели, указанные выше, в контексте особенностей российских компаний с государственным участием и того экономического пространства, в котором они функционируют.

3.1 Цель инвестиций

Как в любом процессе принятия управленческих решений, существует несколько альтернативных подходов к вопросу выделения ресурсов на ту или иную инвестиционную программу, и к ее реализации. Ни один из подходов не может быть признан абсолютно корректным в любой ситуации, и должна существовать возможность применения альтернативных подходов. В связи с этим данный документ акцентирует внимание на общих принципах и концепциях, в противовес единственной рекомендации, которой должны были бы следовать все организации.

Одной из основных задач каждой организации является определение целей инвестирования. Эта задача приобретает особую актуальность, если речь идет о компании или о предприятии с государственным участием.

Основной целью деятельности компании является извлечение прибыли. Однако помимо этого компании могут иметь ряд других целей, таких как защита окружающей среды, повышение качества предоставляемых услуг, развитие бизнеса с целью расширения доли рынка. Если речь идет о работе компаний с государственным участием, то в этом случае альтернативные задачи могут превалировать над целью извлечения прибыли.

Следовательно, при рассмотрении и выборе способа организации инвестиционной программы необходимо четко определить как цели рассматриваемых инвестиций, так и цели организации в целом. Например, компания с государственным участием, предоставляющая крайне важные для экономики страны услуги,

такие как передача и распределение электроэнергии, может определить одной из своих ключевых задач повышение уровня обслуживания и надежности, а не повышение уровня рентабельности. Еще один пример: государственный оператор железнодорожного транспорта может посчитать, что скорость и объем надлежаще выполненных перевозок является более корректным показателем успешной деятельности, нежели максимизация прибыли путем увеличения тарифов.

Таким образом, при разработке любой системы принципов управления инвестициями прежде всего необходимо обеспечить четкое определение и согласование критериев оценки деятельности компании.

Вполне уместно установить несколько целевых показателей, при этом можно не предоставлять свободный доступ к данным показателям широкой публике, особенно с учетом того, что данные показатели невозможно выразить в упрощенной форме, в отличие, например, от миссии компании.

Вполне естественно включить в число таких критериев показатели финансовой эффективности, например доходность на капитал или прибыль. При этом также необходимо рассмотреть и дополнительные показатели, такие как уровень обслуживания, эффективность, надежность, выручка.

3.2 Критерии оценки деятельности компаний с государственным участием

В большинстве случаев государство сохраняет контроль над теми или иными предприятиями по причине того, что они осуществляют особые виды деятельности. В разных странах степень вовлечения государства в деятельность отдельных секторов экономики и предприятий варьируется. Но при этом существует ряд принципов, которыми руководствуются органы государственного управления в определении степени участия государства в экономике. К ним могут относиться:

- субсидии, необходимые для того, чтобы стоимость услуг/товаров, предоставляемых компанией, не ложилась бременем в полной мере на потребителей. Например, государство, как правило, субсидирует железнодорожные перевозки в связи с тем,

что полный социально-экономический эффект от этих операций позволяет государству минимизировать затраты на содержание транспортной инфраструктуры (доступность железнодорожного транспорта позволяет избежать перегруженности автомагистралей);

- стратегически важные сектора, необходимые для нормального функционирования экономики страны и обеспечения ее безопасности, не должны контролироваться частным сектором (например, предприятия оборонной промышленности, некоторые сектора энергетики и элементы инфраструктуры).

Таким образом, на практике применение показателей финансовой эффективности

для оценки успешности инвестиционных проектов не всегда представляется целесообразным. В случае когда основной целью деятельности компании с государственным участием является стабильное предоставление услуг надлежащего качества, вполне уместно обосновать целесообразность инвестиций их влиянием на данный показатель, в противовес показателям финансовой эффективности (например, сокращение периода (в днях), в течение которого предоставление услуг было прервано, или увеличение объема перевозок, который компания в состоянии обслуживать, и т. п.).

Существуют другие важные параметры, например уменьшение воздействия на окружающую среду или увеличение занятости (особенно в тех регионах, где корпорации могут столкнуться с такими проблемами). В России необходимо уделять особое внимание роли, которую могут играть компании с государственным участием в данном контексте.

3.3 **Определение основных принципов принятия инвестиционных решений**

При создании инвестиционной программы первым шагом является определение критериев, которые будут использоваться для оценки инвестиционных возможностей и в последующем – для оценки эффективности инвестиций.

Как правило, данные критерии вырабатываются руководством корпорации и утверждаются советом директоров, после чего доводятся до сведения акционеров и утверждаются ими. Принципы принятия инвестиционного решения должны быть представлены в форме краткого описательного документа и должны затрагивать следующие вопросы:

- определение целей и задач инвестиционных программ;
- обеспечение создания таких программ в соответствии с установленными принципами;
- определение нормативных показателей, необходимых для управления инвестиционными решениями и оценки эффективности инвестиций;
- назначение члена совета директоров, ответственного за управление инвестиционными программами;
- определение временных рамок, периодичности и процесса подготовки отчетности;
- утверждение процесса ежегодного распределения денежных средств на инвестиционные программы, соответствующие установленным требованиям.

3.4 **Реализация основных принципов принятия инвестиционных решений**

После утверждения основных принципов принятия инвестиционных решений советом директоров и акционерами корпорации ее руководство должно решить, какие методы необходимо использовать, чтобы обеспечить реализацию данных принципов наиболее эффективным образом. Именно эти вопросы являются предметом настоящего документа и подробно рассматриваются в последующих разделах.

Следует, однако, отметить, что инвестиционные программы редко бывают успешными без существенной поддержки со стороны руководства и акционеров корпорации в процессе их реализации.

Ключевые моменты, которые необходимо учесть правлению корпорации и ее наблюдательному

совету в процессе передачи основных принципов принятия инвестиционных решений подразделениям, которые будут отвечать за реализацию инвестиционных программ, представлены ниже:

- Необходимость постоянного мониторинга инвестиционной программы с учетом ее важной, если не центральной роли в достижении корпорацией своих целей и выполнении обязательств перед акционерами (в том числе государством). Для этих целей необходимо выделить определенное количество времени на уровне совета директоров или, если заседания совета директоров проводятся редко, создать при нем комитет, отвечающий за мониторинг инвестиционной программы.
- Система вознаграждений и санкций в отношении ответственных лиц. Данные стимулирующие меры могут являться мощным инструментом, позволяющим обеспечить серьезное и ответственное отношение операционных бизнес-подразделений к утвержденной инвестиционной программе.
- Необходимо создать механизм так называемой «организационной памяти» о принятых обязательствах и данных обещаниях, который будет использоваться для контроля результатов работы руководства и хода реализации программ. Система отчетности должна позволять проводить анализ достигнутых результатов в сравнении с обязательствами, взятыми на себя руководством корпорации в момент принятия инвестиционного решения.

4. Инвестиционные концепции: трехкомпонентный подход

После того как принципы принятия инвестиционных решений были определены и реализованы (раздел 3), необходимо организовать процесс непосредственного принятия инвестиционных решений и распределения ресурсов. Помимо этого, необходимо убедиться в том, что последующие шаги будут соответствовать требованиям и обязательствам, предусмотренным программой инновационного развития компании.

В данном контексте не существует единственного правильного решения, поскольку каждая компания имеет свои особенности и отличные от других компаний цели и задачи.

В этом разделе излагаются общие рекомендации относительно того, каким образом инновационные программы должны осуществляться на практике. Данные рекомендации необходимо адаптировать к индивидуальным обстоятельствам и реальным ситуациям, возникающим в повседневной деловой практике.

Говоря об инвестициях, имеют в виду использование ресурсов корпорации для продвижения ее целей. Как уже отмечалось ранее, в контексте государственной корпорации эти цели включают определенные социальные и инфраструктурные элементы, помимо извлечения прибыли. Данное обстоятельство необходимо учитывать в процессе определения:

- основных направлений инвестиционных потоков (сколько инвестиционных средств будет выделено и в каких именно областях);
- соотношения между внутренними и внешними инвестиционными проектами;
- соотношения между модернизационными, инновационными и прорывными технологиями.³

Следующая диаграмма демонстрирует потенциальную взаимосвязь между видами инвестиций (внутренние / внешние) и ожидаемыми результатами данных инвестиций.

³ В качестве определения под модернизационными и инновационными технологиями подразумеваются технологии в своем повседневном значении, в то время как прорывными технологиями считаются технологии, нарушающие установленный порядок. Например, изобретение и коммерциализация цифровой фотографии полностью изменили облик индустрии по производству фотокамер и оборудования для обработки фотопленки, поэтому в данном случае речь шла о прорывной технологии. В качестве еще одного примера можно упомянуть научно-исследовательскую и опытно-конструкторскую фирму Xerox PARC в 1970-е годы, когда были изобретены многие из тех инноваций, которые сегодня являются стандартно используемыми (в том числе операционная система Windows и компьютерная мышь), но которые так и не были коммерциализированы фирмой Xerox, в то время боявшейся поставить под угрозу собственное превосходство в области офисных технологий.



В рамках определения принципов принятия инвестиционных решений важно учесть, на какого рода результаты рассчитывают организация и ее акционеры, а также какой уровень инноваций потребуется для достижения этих результатов. История и опыт свидетельствуют о том, что крупные организации, как правило, являются слабыми новаторами и даже, вероятнее всего, будут пытаться заблокировать и воспрепятствовать внедрению потенциально прорывных технологий. Большая часть инновационной деятельности происходит в менее крупных организациях, причем по-настоящему прорывные разработки обычно появляются за пределами сформировавшейся отрасли, а не внутри нее.

На основании данного анализа можно сделать вывод о том, что существует три основных способа выделения ресурсов на цели осуществления инвестиционных программ:

- Компонент № 1: внутренние инвестиции как продолжение «текущей хозяйственной деятельности».
- Компонент № 2: внутренние инвестиции в НИОКР.
- Компонент № 3: инвестиции вне периметра компании, осуществляемые посредством участия в совместных предприятиях или вложения средств в инновационные и растущие коммерческие предприятия, а также в инвестиционные фонды.

Применение Компонента № 1 самым естественным образом привело бы к постепенному улучшению качества продукции, производимой компанией с государственным участием, и предоставляемых ею услуг. Применение Компонента № 3 естественным образом привело бы к разработке в высшей степени инновационных, если не прорывных, технологий.

Ожидается, что каждая компания с государственным участием разработает инвестиционную стратегию, охватывающую все три вышеуказанных компонента в сочетании с заявленными целями и задачами инвестиционной программы данной компании с государственным участием.

Реализация инвестиционных программ, предусматривающих более высокий уровень внедрения инновационных и даже прорывных технологий, могла бы осуществляться самым естественным образом в рамках внешних инвестиционных проектов, вне периметра корпорации (Компонент № 3). Реализация планов, главным образом сосредоточенных на достижении постепенного улучшения качества продукции и услуг, путем их доработки и оптимизации была бы сопряжена с более высоким уровнем использования инвестиционных ресурсов компании с государственным участием (Компонент № 1 и в меньшей степени – Компонент № 2).

5. Компонент № 1 и Компонент № 2

5.1 Компонент № 1: внутренние инвестиции как компонент «текущей хозяйственной деятельности»

Данная инвестиционная модель идеально подходит для того, чтобы обеспечить повышение качества выпускаемой продукции и предоставляемых компанией с государственным участием услуг в обычных условиях ведения ее хозяйственной деятельности.

Смысл данного компонента инвестиционной деятельности заключается главным образом в том, чтобы достичь целей, установленных внутри компании, в части инвестиций в модернизацию существующей инфраструктуры, но не в части развития инновационной инфраструктуры.

Управление инвестиционными программами не требует особого внимания, так как все организации, как правило, должным образом определяют параметры и осуществляют соответствующий мониторинг.

Поскольку инвестиционная деятельность в данном случае представляет собой неотъемлемую составляющую текущей хозяйственной деятельности, указанные ниже или подобные элементы управления инвестиционной деятельностью уже должны присутствовать:

- публикация инвестиционных целей и формализованных критериев оценки инвестиционных проектов;
- установление необходимых формализованных процедур контроля в отношении инициирования проектов, включая рассмотрение и одобрение проектов, утверждение бюджетов и закрепление требований в части подготовки отчетности по проектам;
- четкое следование установленным процедурам в процессе выполнения закупок у поставщиков за пределами периметра компании с государственным участием;
- надлежащие механизмы мониторинга эффективности деятельности, обеспечивающие возможность контролировать задействованные ресурсы;
- регулярная подготовка отчетности с целью сопоставления достигнутых результатов и затраченных ресурсов с ранее установленными целевыми показателями.

Последний из вышеперечисленных пунктов, возможно, является наиболее важным. Даже если существует вероятность того, что проект не будет завершен в установленные сроки и (или) превысит запланированный бюджет по затратам, эффективность проекта всегда должна оцениваться относительно первоначально утвержденных бюджета и сроков. В противном случае возможность контролировать эффективность проекта будет упущена.

Данный компонент инвестиционной деятельности, вероятнее всего, будет включать лишь внедрение технологий, разработанных сторонними организациями за пределами периметра компании с государственным участием. Данные технологии могут быть в высшей степени инновационными или даже прорывными, однако при этом следует заметить, что целью данных инвестиций является минимизация отставания российской инфраструктуры ввиду недостаточного ее финансирования на протяжении последних 20 лет.

Различные аспекты и подходы, относящиеся к инвестиционным проектам в инфраструктуру, обсуждаются в разделе 5.

5.2 Компонент № 2: внутренние инвестиции в НИОКР

В большинстве крупных корпораций, как правило, имеется одна или несколько исследовательских групп, отвечающих за разработку инноваций и технологий внутри корпорации с целью повышения эффективности выполнения поставленных перед ней задач.

Россия обладает богатейшим наследием в области научных исследований и высочайшим уровнем экспертных знаний, который был достигнут благодаря огромному вниманию, уделявшемуся инновационной деятельности в советскую эпоху. Многие компании с государственным участием унаследовали или впоследствии приобрели научно-исследовательскую базу, на развитие которой могут быть направлены инвестиции. Это может быть сделано как в форме прямых инвестиций, так и в рамках сотрудничества со сторонними организациями (например, с местными научно-исследовательскими институтами посредством организации совместных предприятий).

Такой вид инвестиционной деятельности, вероятнее всего, обеспечит появление инноваций, но не станет причиной возникновения по-настоящему прорывных технологий. Это объясняется корпоративной культурой и так называемой корпоративной памятью – по сути, общим сопротивлением

процессу разработки и внедрения по-настоящему революционных изменений. В этом отношении более крупные корпорации, как правило, выступают в роли ведомых, в то время как менее крупные компании выступают движущей силой процесса.

Следовательно, данный компонент инвестиционной деятельности должен быть сфокусирован на постепенной разработке незначительных инноваций. Например, на разработке программного обеспечения, автоматизации бизнес-процессов, оптимизации процедур контроля бизнес-процессов с целью сокращения издержек (несмотря на то что многие компании с государственным участием могут не иметь возможности применения подобных мер оптимизации, если они ведут к сокращению численности персонала).

Существует множество вопросов, связанных с монетизацией и развитием внутрикорпоративных научных исследований в России, которые обсуждаются в следующем разделе. Некоторые из этих вопросов носят юридический характер, другие – относятся к корпоративной культуре. Там же приводятся рекомендации относительно того, как разработать надлежащую инфраструктуру для реализации самих инвестиционных программ, способствующих коммерциализации внутрикорпоративных инновационных разработок.

5.3 Показатели эффективности: финансовые КПЭ внутренних проектов

Компонент № 1 и Компонент № 2 были объединены в этом разделе, так как организационный подход к внутренним инвестициям в целом схож в обоих случаях – как при инвестициях в постепенное улучшение существующей

инфраструктуры, так и при инвестировании средств в научно-исследовательскую деятельность.

Для крупных организаций характерно введение специального порядка принятия инвестиционных решений. Такой порядок включает

в себя ряд элементов, предназначенных для организации процесса принятия решений и обеспечения достижения общекорпоративных целей. Эти элементы необходимо рассматривать в совокупности с организационной структурой компании. Все большее число добывающих компаний отказывается от традиционного подхода к управлению компанией (организация компании в соответствии с различными

функциями в рамках жизненного цикла, например геологоразведка, разработка, производство, продажа и т. д.) и организует управление компанией как портфелем активов. При таком подходе компания представляет собой портфель отдельно рассматриваемых проектов, в каждом из которых объединены функции, исторически разделявшие компанию на отдельные составляющие. Порядок, регулирующий процесс принятия решений, в целом остается таким же, но особенности его применения зависят от организационной структуры. В настоящем разделе мы рассмотрим элементы, встречающиеся в большинстве случаев, среди них:

- формирование регламентов и процедур, определяющих порядок рассмотрения и одобрения инвестиционных проектов (включая принципы и расчеты);
- определение процедуры утверждения проектов, в том числе представление на одобрение одному или нескольким комитетам или руководству компании ряда информационных документов и финансовых расчетов, необходимых для демонстрации соблюдения официально принятой политики;
- ведение бухгалтерского учета и организация процесса бюджетирования с целью осуществления контроля над инвестиционными проектами на протяжении всего срока их реализации и оценки эффективности относительно первоначально утвержденных показателей;
- технические и практические механизмы, связанные с финансированием данных проектов, в том числе установление трансфертных цен на долевые инструменты и заемные средства, предоставляемые центральным казначейством (для обеспечения правильного и прозрачного отражения всех видов затрат, связанных с реализацией проекта).

При принятии инвестиционных решений важно обратить внимание на то, что вслед за положительным решением в отношении инвестиционной инициативы должен идти надлежащий мониторинг и оценка эффективности деятельности актива. Данный аспект имеет значение, поскольку компаниям с государственным участием необходимо уделять работе с малоэффективными проектами столько же внимания, сколько и инициации новых проектов.

В разделе 3 говорится о важности применения четко определенных показателей эффективности проекта. В компании с государственным участием к таким показателям, скорее всего, будет относиться ряд параметров помимо максимизации прибыли, например бесперебойное электроснабжение удаленных регионов страны, снижение безработицы, сокращение перебоев в оказании услуг и прочее. Цели инвестиций должны быть четко определены и утверждены руководством организации и ее акционерами, а информация о них надлежащим образом донесена до сведения всех сотрудников предприятия.

В соответствии с этими принципами необходимо учитывать ряд дополнительных вопросов, главным образом финансовые показатели эффективности проекта, которые представлены в данном разделе.

Типичные рекомендации по оценке эффективности работы компании или отдельно взятого проекта, как правило, прежде всего касаются приведенных ранее в данном документе критериев, таких как рентабельность капитала, доходность активов, номинальная прибыль, а также прочие социально значимые параметры. При этом реализовывать необходимо только инвестиционные проекты, способствующие улучшению финансовых результатов деятельности компании, ключевые показатели эффективности (далее – КПЭ) которых должны быть четко определены.

Например:

- При допущении о том, что акционер корпорации (государство) в качестве главной задачи определит максимизацию рентабельности собственного капитала, показатель внутренней нормы доходности проекта (после отнесения на проект затрат по привлечению долгового финансирования) будет ключевым моментом в принятии решения о его целесообразности.
- В случае если компания имеет достаточный уровень собственного капитала, но ее рост сдерживается отсутствием доступа к заемным средствам, то уместно использовать другой показатель, например доходность активов (т.е. показатель чистой прибыльности, а не рентабельности собственного капитала).
- Если основной показатель эффективности работы компании связан с объемом прямого и косвенного социального вклада в экономику в широком контексте, то проект можно оценивать в соответствии с количеством появившихся рабочих мест, общим размером ожидаемых прямых и косвенных налогов, а также суммой дивидендов, которые будут выплачиваться из свободных средств, полученных благодаря реализации проекта.

Данные аспекты инвестиционной политики необходимо определить в первую очередь до начала разработки и внедрения более детальных процедур. Помимо этого, необходимо учесть ряд вопросов, связанных с организационной структурой корпорации (см. далее в этом разделе), порядком взаимодействия центрального казначейства корпорации с ее дочерними обществами, департаментами и «проектами» по вопросам установления трансфертных цен на привлекаемые внутри периметра корпорации заемное финансирование и акционерный капитал.

Некоторые специфические черты российских компаний с государственным участием, связанные с их финансовым положением и ролью, которую они играют в экономике страны, указывают на эти КПЭ⁴. Например:

- В большинстве компаний с государственным участием поддерживается высокий уровень заемных средств относительно уровня операционной прибыли (ЕБИТДА⁵) и собственного капитала. Это объясняется тем, что рынки капитала и международные банки, как правило, воспринимают наличие связи с государством как залог надежной кредитной поддержки, что упрощает привлечение финансирования. Следовательно, в качестве КПЭ инвестиционной деятельности корпорации необходимо использовать доходность активов, а не рентабельность собственного капитала.
- Компании с государственным участием, как правило, играют важную социальную роль как с точки зрения трудоустройства, так и с точки зрения налоговых доходов. В связи с этим при определении финансового результата по любой проектной инициативе необходимо учитывать суммарную налоговую нагрузку (прямую и косвенную). И если государство готово вкладывать больше в компании с государственным участием для финансирования перспективных проектов, то применимые КПЭ должны учитывать совокупную доходность капитала после отнесения стоимости привлечения заемных средств на проект.

Совокупный доход следует измерять по показателю ВНД (внутренней нормы доходности) проекта для государства, а не просто для компании с государственным участием. Данный подход позлит учесть эффект «мягких» факторов (таких как уровень занятости) и прочие косвенные выгоды, которые может получить акционер (государство).

Компаниям с государственным участием также необходимо проводить сравнительный анализ запланированных КПЭ с показателями других компаний в России и за рубежом. Проведение анализа имеет большое значение, поскольку в определенной степени подтверждает целесообразность выбранных подходов и соответствие запланированных КПЭ средним рыночным показателям. Другими словами, показатели организации не должны сильно отклоняться от норм, применяемых к аналогичным организациям в России и за рубежом. Это необходимо для того, чтобы аналитики, кредиторы, акционеры и рейтинговые агентства могли понять причины тех или иных действий со стороны руководства компаний с государственным участием. Компания PwC недавно провела неофициальное исследование нефтегазовых организаций, действующих в сегменте разведки и добычи, и их подходов к инвестиционным проектам. Задача была сложной в связи с тем, что такая информация, как правило, недоступна для общественности. Исследуемые компании не были однородными с точки зрения их финансового положения, уровня заемных средств, рейтинга и страновой принадлежности.

⁴ КПЭ – это ключевые показатели эффективности, представляющие собой числовое выражение эффективности проекта.

⁵ ЕБИТДА – прибыль до уплаты налогов, процентов, износа и амортизации.

Специалисты PwC пришли к следующим выводам:

- Организационная структура зачастую определяет особенности процесса принятия инвестиционных решений. В прошлом деятельность компаний включала в себя направление геологоразведки и добычи. Это направление отвечало за поиск новых активов, оценку возможностей и внесение предложений в отношении инвестиционных решений. После принятия положительного решения ответственность за актив переходила в другие бизнес-подразделения, отвечавшие за эксплуатацию данного актива и имевшие иные цели и задачи. В последнее время энергетические компании стали менять свою организационную структуру и применять к своим инвестициям портфельный подход, при котором для каждого проекта назначается своя рабочая группа, ответственная за весь жизненный цикл проекта.
- Зачастую для целей принятия решений в отношении указанных ниже вопросов применяются отличающиеся друг от друга КПЭ:
 - о оценка потенциальных инвестиционных возможностей;
 - о оценка рентабельности существующих проектов/активов (решения о возможной продаже/прекращении).

- Вне зависимости от организационной структуры компании и подхода к управлению проектами и активами, используемые в энергетических компаниях КПЭ можно разделить на две категории:

- о финансовые показатели, измеряющие экономические характеристики актива и их влияние на бухгалтерский баланс компании;
- о операционные показатели, предназначенные для оценки эффективности актива и соответствия другим целям компании, таким как социальная ответственность и обязательства по защите окружающие среды.

Необходимо отметить, что в традиционной организационной структуре мониторингу имеющихся в портфеле компании активов уделяется меньше внимания, чем анализу новых потенциальных инвестиционных проектов. Данный фактор может быть причиной негативных последствий для компании, поскольку она продолжает эксплуатировать активы, экономический срок службы которых уже истек.

Опираясь на свой опыт в области оценки и привлечения финансирования для инвестиционных проектов, специалисты PwC пришли к выводу о том, что на российском рынке сформировались четкие ожидания в отношении результатов инвестиционных проектов с точки зрения финансовых показателей:

- Показатели ВНД (внутренней нормы доходности) проекта⁶ (т. е. доходность проекта в целом) должны превышать 15%.
- При условии что соотношение вложенного в проект собственного капитала компании и заемных средств составляет 30% / 70% соответственно, проект должен создавать денежный поток (т. е. доход) для покрытия 150% затрат на обслуживание долга (выплата основного долга и процентов за каждый отдельно взятый операционный период).
- Показатели ВНД (внутренней нормы доходности) капитала⁷ должны превышать 20% и, возможно (особенно если требуются привлечение инвестиций от третьих лиц), превышать 25%.

Существует математическая зависимость между ВНД проекта (не менее 15%), процентной ставкой по кредиту, привлекаемому для финансирования данного проекта (как правило, 9–12%), и остаточным показателем ВНД на собственный капитал.

⁶ Для расчета внутренней нормы доходности проекта (ВНД) берутся все денежные потоки (входящие и исходящие, исключая финансирование) и устанавливается ставка дисконтирования, при которой приведенная стоимость данных денежных потоков приобретает нулевое значение.

⁷ Для расчета ВНД собственного капитала берутся только денежные потоки (с точки зрения акционеров компании) и устанавливается ставка дисконтирования, при которой приведенная стоимость данных денежных потоков приобретает нулевое значение.

Существуют и другие сложные аспекты, которые компаниям с государственным участием следует учитывать в своем подходе к реализации инвестиционных проектов, особенно если

они касаются инвестиций в инфраструктуру. Ниже приведена история, основанная на реальных событиях, в которой описана одна из основных проблем.

В крупной корпорации было принято решение построить новую фабрику, создав совместное предприятие с международной компанией. В соответствии с проектом в эксплуатацию планировалось ввести шесть производственных линий. Изначально бюджет оценивался в 750 млн долларов США, так как планировалось построить большой комплексный промышленный завод. Российские инженеры совместно с местными экспертами из научных учреждений и проектных институтов разработали проектное решение и подготовили смету на 900 млн долларов США. Международная группа привлекла инженеров, которые обнаружили, что проект, разработанный российскими специалистами, предусматривает строительство девяти производственных линий. Из них в любой момент времени в эксплуатации будут находиться шесть линий. При возникновении неполадок на какой-либо линии объем производства будет поддерживаться за счет подключения одной из трех запасных линий. Итоговый показатель надежности эксплуатации не оценивался, но можно предположить, что он, скорее всего, был на уровне 99%. Однако на международном уровне проект рассматривался иначе, так как достижение такого уровня надежности делало проект экономически нецелесообразным, притом что уровень надежности эксплуатации не являлся критически необходимым для конечных потребителей данной продукции. Проект был доработан совместно с финансовыми консультантами. В результате решение предусматривало строительство шести линий и склада запасных частей. При этом надежность эксплуатации составила предположительно 96% – 98% (т. е. можно прогнозировать, что время от времени возможно прерывание полномасштабного производства, однако наличие плана технического обслуживания и надзора обеспечит принятие надлежащих мер в подобных ситуациях). Конечное проектное решение требовало меньших капитальных затрат (т. к. оно предусматривало строительство меньшего числа производственных линий) и в целом того же уровня операционных затрат. Более низкий уровень надежности не оказывал существенного влияния на ожидаемый объем доходов в связи с наличием временного интервала между производством и поставкой потребителям: более низкий коэффициент полезного действия фактически не влиял на итоговый объем продаж или на степень удовлетворенности конечных потребителей. Доработанный проект был более эффективным с финансовой точки зрения. К разработке проектного решения можно было применить оба подхода, как российский, так и международный.

Мы привели этот пример, поскольку он демонстрирует, насколько важно принять в расчет финансовые показатели (КПЭ, рентабельность собственного капитала, коэффициент покрытия затрат на обслуживание долга) с самого начала проектирования. Данный пример также демонстрирует сильное влияние финансовых результатов на процесс принятия решений

в отношении инвестиционных проектов. Необходимо отметить, что 25 лет назад в России, скорее всего, построили бы фабрику с девятью производственными линиями, так как в то время основное внимание уделялось надежности и достижению производственных целей независимо от финансовых показателей, которые являются ключевыми в процессе принятия решений сегодня.

Данные аспекты следует обязательно учитывать в процессе принятия решений руководством организаций и в конечном счете при принятии взвешенных мер самим государством, например при разработке стандартов для прохождения государственной экспертизы строительных проектов и получения разрешения на выполнение строительных работ.

Как указывалось ранее, для принятия правильных инвестиционных решений также нужно учитывать организационную структуру самой компании с государственным участием.

В компаниях с государственным участием организационная структура традиционно выстраивалась в соответствии с функциональными линиями. Более современные компании имеют структуру, позволяющую управлять компанией как портфелем активов. Данный подход сочетается с применением системы трансфертного ценообразования, позволяющей перераспределять ресурсы между отдельными активами корпорации в случае необходимости. Он также позволяет эффективно и последовательно оценивать результаты деятельности активов/ подразделений.

Модели распределения капитала и ресурсов имеют основополагающее значение для принятия правильных решений, а также в целях обеспечения наличия информации для подкрепления решений и суждений. Данный факт не означает, что обязательство внедрить эффективную инвестиционную программу в компании с государственным участием следует использовать как инструмент реструктуризации всей компании, но в инвестиционных планах необходимо учитывать особенности бизнес-культуры корпорации.

С учетом всех этих факторов становится очевидным, что для принятия эффективных решений в отношении инвестиционных проектов необходимо обеспечить гармоничное сочетание многих аспектов и, возможно, изменить подход к организации деятельности корпорации на основополагающем уровне.

Наконец, необходимо отметить, что финансовые параметры неизбежно влияют на подход к определению показателей эффективности проекта. Это можно продемонстрировать на следующем примере.

- Обычная компания, действующая на рынке природных ресурсов, может привлечь заемные средства в объеме, равном примерно двойному размеру годового дохода этой компании (прибыли до уплаты налогов, процентов, износа и амортизации). В одних компаниях доля заемных средств больше, в других компаниях есть неиспользованный потенциал для привлечения дополнительных заемных средств. Данный уровень долговой нагрузки является грубым усреднением и признан допустимым многими международными банками.
- Большинство компаний с государственным участием получают поддержку из бюджета и поэтому имеют инвестиционную программу, которую можно использовать для обеспечения выполнения внутренних нормативов по проектам. Допустим, к примеру, что 50% затрат по проекту может взять на себя акционер.
- Таким образом, финансовые показатели каждого нового проекта должны соответствовать минимальным требуемым

значениям, для того чтобы корпорация могла избежать расходования лимита долговой нагрузки. В этом простом примере:

- o Для финансирования проекта привлекаются заемные средства (50% стоимости проекта). Таким образом, проект использует весь лимит долговой нагрузки (соотношение общей суммы займа к EBITDA [прибыль до налогообложения, процентов, износа и амортизации]) (максимум 2), определенный кредитным соглашением.
- o Проект должен начать создавать дополнительный доход (EBITDA) для восстановления лимита долговой нагрузки, определенного кредитным соглашением. В случае привлечения долгосрочного займа для финансирования проекта, годовая прибыль проекта должна составлять 25%⁸ его общей стоимости (таким образом увеличивая показатель EBITDA и восстанавливая лимит долговой нагрузки, использованный для финансирования проекта).

⁸ Необходимый уровень равняется 25%, т. к. сумма долга составляет 50% стоимости проекта. Следует отметить, что EBITDA означает прибыль до уплаты процентов, налогов, износа и амортизации, т. е. большое значение имеет тот факт, что затраты на проект капитализируются и амортизируются, а не списываются. В целом к инвестиционным проектам должен применяться такой порядок учета в соответствии с МСФО. Поэтому с точки зрения определения лимита долговой нагрузки нельзя упускать из виду порядок учета.

Приведенный выше пример показывает связь между КПЭ, которые необходимо установить для проекта, и финансовыми ограничениями, в рамках которых будет реализован данный проект. Он демонстрирует, что объем инвестиций, который компания с государственным участием способна выделить в определенный момент времени за счет своих ресурсов, может быть ограничен. Пример также указывает на то, что выполнение обязательств по направлению определенной доли оборота на инвестиционные проекты может сделать компании с государственным участием зависимыми от дополнительного государственного финансирования.

Мы намеренно рассмотрели аспекты различного характера и значимости, чтобы подчеркнуть большое количество факторов, которые необходимо учитывать при определении финансовых КПЭ инвестиционных программ. К указанным выше факторам относятся:

- Ожидаемый финансовый результат проекта относительно общей доходности активов компании с государственным участием и рентабельности ее собственного капитала.
- Влияние на лимиты, определенные кредитными соглашениями, в частности лимиты долговой

нагрузки (как указано выше, это зачастую может служить фактором, ограничивающим объем инвестиций за счет заемных средств).

- Совокупный доход с точки зрения акционеров компании с государственным участием (государства), включая, например, увеличение налоговых отчислений, повышение уровня занятости, улучшение качества жизни, рост социально-экономического благосостояния и эффективности деятельности корпорации.
- Оценка взаимосвязи между уровнем требуемых капитальных затрат и соответствующим уровнем качества обслуживания и, возможно, критическая оценка устоявшейся точки зрения в отношении того, что и как следует делать. Важно, чтобы инвестиционные решения принимали во внимание стоимость денег с учетом доходов будущих периодов и избегали неоправданного с финансовой точки зрения технического усложнения проектов.

Как отмечалось ранее, очень важно, чтобы до начала разработки финансовых и статистических КПЭ компания с государственным участием определила свои цели и задачи.

5.4 *Различия между инфраструктурными и научно-исследовательскими проектами*

Несмотря на то что общепринятый рыночный показатель ставки доходности для новых инвестиционных проектов (по опыту PwC) составляет 15%, существует множество причин, по которым для одних проектов необходимо будет установить более высокий

требуемый уровень доходности, а для других – более низкий.

Более высокий уровень доходности требуется на проектах с меньшей определенностью в отношении будущих результатов. В проектах Компонента № 2 уровень риска,

как правило, выше, чем в проектах Компонента № 1, и, соответственно, для таких проектов следует устанавливать более высокие целевые показатели доходности, чтобы иметь возможность получить финансирование/ одобрение. В то же время научно-исследовательские проекты должны быть более инновационными и, следовательно, обладать более высоким потенциалом роста.

5.5 Налоговые льготы в отношении научно-исследовательских проектов компонентов № 1 и №2

При использовании моделей из компонентов № 1 и № 2 и при правильном структурировании компания может воспользоваться налоговой льготой на НИОКР. Эта льгота представляет собой вычет определенных видов расходов с коэффициентом 1,5. Льгота была введена в 2010 году, однако по ряду причин ее использование на практике было затруднительным. В 2012 году в НК РФ (статья 262) были внесены изменения, призванные упростить возможность ее использования.

Новый закон разъясняет отдельные положения о применении льготы. Он устанавливает закрытый список статей расходов на НИОКР, которые могут быть признаны таковыми для налоговых целей, включая:

- амортизацию материальных и нематериальных активов, используемых в научно-исследовательской деятельности;
- выплаты, связанные с оплатой труда сотрудников, принимающих участие в научно-исследовательской деятельности;
- стоимость материалов, электроэнергии, топлива и водоснабжения, используемых в НИОКР;
- стоимость научно-исследовательских работ, выполненных третьими сторонами.

В отношении других расходов, напрямую относящихся к НИОКР, могут применяться вычеты в размере 75% от фонда заработной платы сотрудников, участвующих в научно-исследовательской деятельности.

В соответствии с налоговым законодательством налогоплательщик, ведущий научно-исследовательскую деятельность, включенную в утвержденный Правительством РФ перечень, имеет право вычитать соответствующие

расходы с коэффициентом 1,5. Налогоплательщик при этом должен представить в налоговые органы специальный отчет о выполнении научно-исследовательских работ. Этот отчет подается вместе с налоговой декларацией за соответствующий налоговый период, в котором были завершены соответствующие НИОКР (или этап НИОКР). В случае непредставления налогоплательщиком отчета о выполнении научно-исследовательских работ расходы на НИОКР определяются для налоговых целей в сумме понесенных расходов.

Перечень был в значительной степени пересмотрен в феврале 2012 года и в целом организован в некотором соответствии с подходом к инновациям, объявленным Правительством РФ, то есть был определен ряд приоритетных направлений НИОКР (энергоэффективность, ядерная энергетика, информационные технологии и др.), предусматривающих право налогоплательщика получать дополнительный вычет расходов.

До настоящего времени эта льгота не находила широкого применения ввиду ряда проблем, таких как:

- отсутствие в законе указаний в отношении применения льготы;
- высоконаучный характер перечня направлений деятельности, подпадающих под льготы, что усложняло его трактовку финансовыми и налоговыми департаментами компаний;
- сложность определения и надлежащего учета / документального оформления расходов на НИОКР.

Учитывая поправки к закону, внесенные в 2012 году, и общую тенденцию к инвестированию в инновации, в будущем ситуация с применением льготы, по всей вероятности, изменится. Ряд крупных частных групп уже применяют эти вычеты или принимают необходимые меры для их применения в ближайшем будущем.

5.6 Отчетность и средства контроля

Большинство организаций устанавливают совокупность правил, регулирующих инвестиционные решения. Они определяют:

- уровень полномочий (в соответствии с которым соблюдаются положения регламентов и определяется допустимый лимит ответственности);
- в зависимости от уровня полномочий необходимы соответствующие одобрения или соблюдение требований для представления на утверждение определенным комитетам (в итоге крупные проекты рассматриваются советом директоров компании).

Процесс согласования, как правило, координируется финансовой службой компании под руководством финансового директора.

В основном процесс согласования требует проверки и одобрения со стороны финансовой службы в отношении обоснованности расчетов и достаточности анализа.

Как правило, стандартный подход разработан с учетом того, сколько усилий готова приложить организация на администрирование данных вопросов, а также уровня уверенности в (а) компетентности и (б) правильности действий персонала организации.

Большинство организаций считают, что инвестиционные решения находятся за рамками обычной сферы ответственности сотрудников, и поэтому внедряют относительно сложные процедуры – в основном потому, что сотрудникам требуются разъяснения в отношении анализа потенциального инвестиционного проекта и связанных с ним затрат.

Основой процесса принятия инвестиционных решений в компании являются утвержденные регламенты и процедуры, стандартные формы и шаблоны моделей для заполнения, на основании которых вырабатываются заключения об инвестиционных возможностях. Затем процесс одобрения основывается на заключениях и размерах проекта – неубедительные заключения и крупные проекты требуют более длительного процесса одобрения или представления на рассмотрение инвестиционного комитета (который, вероятно, необходимо будет создать).

В стандартной инвестиционной заявке для внутреннего проекта требуется отразить, каким образом инвестиционный проект соответствует общим целям организации (указанным в инвестиционных принципах), а также указать КПЭ, которые необходимо достичь по проекту, равно как и возможные существующие риски, связанные с достижением этих КПЭ.

Процедуры представления отчетности и подготовки бюджета являются существенным элементом процесса закупок и организации подрядных работ по проекту.

После того, как проект утвержден, очень важно, чтобы те сотрудники, которые продвигали проект, несли ответственность за его реализацию, а также за его финансовые показатели. В противном случае у них не будет достаточной мотивации для тщательного анализа экономической целесообразности проекта на этапе его инициирования.

Существует несколько вариантов решения этого вопроса, и самый простой способ заключается в том, чтобы инвестиционный комитет регулярно получал отчеты о финансовых и качественных показателях проекта. Наиболее эффективно данная процедура работает в упрощенной форме:

- В начале проекта после утверждения заполняются шаблон плана контрольных этапов выполнения работ и финансовых показателей. Простота данной процедуры, обобщенный и стандартный формат позволяют с легкостью сравнивать проекты.
- В ходе реализации проекта результаты проекта сравниваются с данным исходным планом. Пересмотр прогнозов не допустим (если пересмотр необходим, то задачи проекта официально признаются невыполненными).

В большинстве учетных систем существуют надежные механизмы отслеживания эффективности проектов. Если такие механизмы еще не используются, то их следует внедрить.


5.7 Внутренние рынки капитала и финансирования

В большинстве организаций используется механизм трансфертного ценообразования в части распределения стоимости привлеченного акционерного капитала и заемных средств. Это означает, что привлеченные для финансирования проекта средства следует рассматривать отдельно для повышения прозрачности системы учета и контроля экономических показателей проекта. Сумма финансовых средств, необходимая для реализации проекта, является ключевой составляющей экономических показателей проекта. Корректная информация о стоимости акционерного капитала и заемных средств необходима для оценки эффективности проекта. В связи с этим появляются дополнительные вопросы о роли функции казначейства в корпорации (центр прибыли или центр затрат), а также возникает необходимость внедрения системы распределения стоимости заемных средств и собственного капитала по функциям (и проектам) в организации.

Процесс перераспределения финансирования внутри корпорации может происходить следующим образом:

- Подразделение, ответственное за привлечение денежных средств и управление капиталом, рассчитывает необходимую доходность капитала (к выплате акционерам) и среднюю и предельную стоимость заемных средств. Зачастую данный процесс предусматривает различные кривые доходности (т. е. стоимость варьируется в зависимости от времени и валюты).
- После этого капитал и заемные средства распределяются внутри организации. Таким образом, казначейская функция действительно становится внутренним банком и несет ответственность перед внешними сторонами по платежам за привлеченное финансирование, а также аккумулирует доход от распределенных внутри компании средств.
- Такая система дает возможность определить критерии оценки нового проекта, поскольку новый проект требует нового финансирования и может расцениваться как новый внутренний клиент казначейской функции, на которого расходуется капитал корпорации и который должен будет приносить доход.

Вопросы разработки финансовых КПЭ рассмотрены в разделе 5.3, где представлены рекомендации в отношении показателей эффективности деятельности корпорации и приведены примеры типовых рыночных показателей (на основе инвестиционных проектов, финансируемых на открытом рынке). Внутри организации можно использовать такой же подход при условии наличия механизма трансфертного ценообразования, позволяющего распределять акционерный капитал и заемные средства между подразделениями компании. Это означает, что финансирование новых инвестиционных программ основано на принципе прозрачности и осуществляется за счет финансовых ресурсов, управляемых централизованно, а установленные финансовые КПЭ соответствуют специфике организации.



6. Компонент № 3: инвестирование за пределами организации

Рассматриваемый в данном разделе компонент должен стать частью инвестиционной программы каждой компании с государственным участием. Именно он, вероятно, будет отвечать потребностям в инвестициях в развитие инфраструктуры инновационных проектов, а не только в инвестициях в модернизацию существующей инфраструктуры. Если Россия предполагает делать упор на развитие лидирующих на рынке технологий и сервисов, то компании с государственным участием должны быть готовы работать с компаниями за пределами своей организации (в России и за рубежом), сочетая свои собственные знания и опыт с идеями ведущих изобретателей и новаторов.

Это может оказаться действительно выгодным сочетанием. Большинство инновационных компаний, находящихся на ранней стадии развития, испытывают разочарование в результате влияния таких факторов, как:

- количество времени, необходимое на поиск средств;
- потребность в рекомендациях и консультациях со стороны опытных предпринимателей, являющихся экспертами в той или иной области;
- неспособность получить доступ к крупным клиентам и играть существенную роль на рынке предлагаемых товаров/ услуг;
- разочарование (что часто наблюдается в России) в связи с существенным числом административных барьеров, возникающих на пути развития бизнеса;

- неспособность защитить свои идеи и изобретения (отчасти это связано с особенностями законодательной системы, но и с отсутствием финансовых и политических возможностей для защиты своих идей от конкурентов).

Компании с государственным участием имеют все необходимые возможности для того, чтобы исключить подобные проблемы, предоставляя не просто финансирование, но и так называемое умное финансирование. Небольшому бизнесу предоставляется возможность быстрого развития и защиты своей позиции на рынке (а также возможность справиться со многими перечисленными выше проблемами) путем взаимодействия с крупной компанией.

Существует множество примеров сотрудничества между крупным бизнесом и частными предпринимателями, когда выгоды от их союза дают колоссальный эффект. Можно привести целый ряд примеров. Один из наиболее известных касается сотрудничества компаний Microsoft и IBM в начале 80-х годов прошлого века. Компания Microsoft (в то время небольшая компания), убедив IBM перейти на использование операционной системы Microsoft (которую компания Microsoft на тот момент еще даже не разработала), в то время намеревалась получить лидирующее положение на рынке, предлагая эту программу как стандартную платформу всем конкурентам, работающим в сфере производства компьютеров, и в конечном итоге опередила саму IBM по уровню рыночной капитализации.

Основными элементами успешной внешней инвестиционной программы являются:

- грамотное структурирование инвестиций и закрепление имущественных прав;
- привлечение опытного персонала для самостоятельного управления инвестиционными средствами;
- необходимость удостовериться в том, что инвестиционная программа учитывает требования рынка, путем привлечения соинвесторов в лице сторонних фондов или привлечения портфельных управляющих для управления инвестициями в интересах самой компании с государственным участием;
- готовность участвовать в проектах в роли миноритарного акционера, не имея полного контроля над деятельностью компании, при этом уделять достаточное внимание процессу

инвестирования и быть в состоянии принять необходимые меры в нужный момент;

- потенциально инновации должны приносить пользу и конкурентам корпорации. В конечном итоге конкуренты получают к ним доступ в любом случае, и наиболее оптимальным является предоставление доступа к инновационным технологиям, гарантирующее корпорации, разработавшей оригинальную идею, инвестиционный доход;
- предоставление не только финансирования, но и доступа к рынкам сбыта, инфраструктуре, внутренним теоретическим наработкам, знаниям и опыту;
- внедрение соответствующих процедур отчетности и мониторинга;
- инвестирование в тех областях, где может возникнуть конкурентное преимущество

благодаря взаимодействию между профильным бизнесом компании с государственным участием и объектом инвестирования (например, железнодорожная компания инвестирует в создание новых скоростных рельсовых технологий, электрораспределительная компания – в разработку «умных электросетей», химическая компания – в разработку новых химических соединений, нефтеперерабатывающая компания – в новые присадки к нефтепродуктам и т. д.).

Далее в настоящем разделе детально рассматриваются основные вопросы, которые необходимо учитывать при создании собственной структуры инвестиционного фонда либо при использовании уже существующих структур инвестирования, выступающих в качестве получателей средств.

6.1 Создание собственного инвестиционного фонда: основные юридические и налоговые аспекты возможных структур инвестиционного фонда, контроль, бюджет и распределение капитала

В последние годы многие компании с государственным участием, а также частный капитал создали собственные инвестиционные фонды. Это не простой процесс. Кроме того, ввиду своего особого статуса компании с государственным участием дополнительно должны обращать внимание на следующие аспекты:

- Компании с государственным участием несут ответственность перед обществом и государственными органами за использование своих средств. Таким образом, любые инвестиции во «внешние» самоуправляемые структуры потребуют более тщательного надзора и контроля.
- Юридические и налоговые условия в России неидеальны для деятельности инвестиционного фонда (учитывая возможность двойного налогообложения

доходов от инвестиций), что может также повлиять на выбор инвестиционных проектов. Чтобы исключить налоговые и юридические вопросы из контекста своих инвестиционных решений и инвестиционной политики, большинство фондов (не имеющих значительной государственной поддержки и (или) льгот) учреждаются за пределами России. Обычно выбираются юрисдикции, среди которых могут быть страны, которые российские государственные органы признают «налоговыми гаванями» (например, Каймановы острова, Британские Виргинские острова, Бермуды и т. д.) Вместе с тем минимизация налогов не является тем, чем должны в действительности заниматься компании с государственным

участием, учитывая, что российское государство является их акционером. Таким образом, необходимо предусмотреть правильный баланс между необходимостью минимизации влияния налоговых и юридических вопросов на инвестиционные решения с одной стороны и необходимостью создания структуры, которая не вызывала бы вопросов со стороны государства как основного акционера, — с другой.

- Кроме того, как указывалось выше, инвестиции могут осуществляться как внутри России, так и за ее пределами, что может потребовать использования зарубежных инвестиционных структур.
- Должен ли фонд управлять только средствами компании с государственным участием или будут привлекаться сторонние инвесторы?
- Инвестиционная политика и связанные с ней вопросы (например, должен ли фонд всегда инвестировать только совместно с другими фондами; должен ли фонд вкладывать средства в миноритарные пакеты или инвестиции должны осуществляться только при наличии контрольного пакета; должен ли фонд использоваться только для поддержки проектов, которые тесно связаны с профильной деятельностью компании с государственным участием, и т. д.).

Использование «внешних» инструментов для инвестирования в инновационные проекты может в большой степени помочь ответить на вышеуказанные вопросы. Такие инструменты могут регулироваться как российским, так и зарубежным правом.

6.1.1 Российские инвестиционные инструменты

Российское законодательство предусматривает различные организационно-правовые формы, которые могут быть использованы для целей осуществления инвестиций. К таким формам, в частности, относятся фонды целевого капитала некоммерческих организаций, различные виды инвестиционных фондов (акционерный инвестиционный фонд, открытый, интервальный, закрытый паевой инвестиционный фонд), инвестиционные товарищества и проч.

Особое внимание мы бы хотели уделить таким применимым для инвестиционной деятельности формам, как инвестиционные товарищества, хозяйственные партнерства и закрытые паевые инвестиционные фонды. Далее мы более подробно рассмотрим основные характеристики указанных инструментов.

Что касается иных российских инструментов инвестирования, то они или редко используются на практике, или не используются вовсе в силу присущих им недостатков и (или) специфической сферы применения (например, акционерные инвестиционные фонды – открытые акционерные общества, исключительным предметом деятельности которых является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты). Иные типы паевых инвестиционных фондов (открытые и интервальные паевые инвестиционные фонды) также не могут использоваться для инвестирования в какие-либо венчурные проекты в силу законодательных ограничений на виды активов, в которые такие фонды могут инвестировать⁹.

Далее мы подробнее рассмотрим основные черты инвестиционного товарищества и закрытого паевого инвестиционного фонда как наиболее применимых форм инвестирования.

6.1.1.1 Инвестиционное товарищество



⁹ См. приказ ФСФР № 10-79/пз-н от 28.12.2010 «Об утверждении положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов».

Общая информация

Инвестиционное товарищество – это новая форма для коллективных инвестиций, существующая с начала 2012 года.

Конструкция инвестиционного товарищества по своей сути представляет собой аналог существующего в некоторых странах ограниченного партнерства (limited partnership).

Как поясняют разработчики Федерального закона «Об инвестиционном товариществе» (вступившего в силу 1 января 2012 года), существовавшие в российском праве организационные формы, такие как командитное товарищество и простое товарищество (формы, наиболее близкие к используемым за рубежом аналогам для инвестиций данного вида), не имели широкого применения ввиду наличия ряда недостатков, снижающих их привлекательность для инвесторов (например, наличие в традиционном простом товариществе солидарной ответственности всех товарищей по всем общим обязательствам независимо от оснований их возникновения).

Предполагалось, что форма инвестиционного товарищества, будучи лишенной данных недостатков, будет активно использоваться для организации инвестиций в бизнес-проекты, требующие объединения имущества и управленческих навыков. Однако, несмотря на декларируемую на законодательном уровне гибкость инвестиционного товарищества при реализации инвестиционных проектов, этот институт на текущий момент является новым для российского рынка и правоприменительная практика в отношении инвестиционного товарищества пока еще не сформирована. Поэтому оценить практические преимущества и недостатки данного вида инвестиционного инструмента в настоящее время достаточно сложно.

Создание и существование

Инвестиционное товарищество не является юридическим лицом. По договору инвестиционного товарищества, двое или несколько лиц обязуются соединить свои вклады и осуществлять совместную инвестиционную деятельность без образования юридического лица. Для этих целей товарищи подписывают договор инвестиционного товарищества, требующий нотариального удостоверения, и вносят вклады в общее имущество товарищей.

В течение срока действия договора инвестиционного товарищества товарищи получают прибыль от совместной деятельности, а по истечении срока действия договора инвестиционного товарищества или по достижении установленной им цели – свою долю в общем имуществе товарищей.

Договор инвестиционного товарищества заключается сроком до 15 лет и прекращается вследствие: истечения предельного срока договора инвестиционного товарищества, достижения цели, указанной в договоре инвестиционного товарищества, возникновения ситуации, когда в договоре инвестиционного товарищества участвует только один товарищ.

Выход из договора инвестиционного товарищества, в том числе путем передачи товарищем своих прав и обязанностей третьему лицу, возможен при наличии согласия всех товарищей.

Товарищами в рамках инвестиционного товарищества могут быть коммерческие и некоммерческие организации, индивидуальные предприниматели, иностранные юридические лица и организации, с учетом определенных ограничений. При этом количество товарищей не может превышать пятидесяти.

Управление

Товарищи подразделяются на простых и управляющих. Различия в статусе касаются прав и обязанностей товарищей, их функций и ответственности.

Управляющий товарищ (управляющие товарищи), помимо осуществления вклада в инвестиционное товарищество, ведет общие дела от имени товарищества. На одном из управляющих товарищей – уполномоченном товарище – лежат обязанности по ведению обособленного учета доходов и расходов инвестиционного товарищества, открытию банковского счета инвестиционного товарищества, а также обязанность по ведению налогового учета.

Управляющий товарищ имеет право на получение вознаграждения за ведение общих дел инвестиционного товарищества. Размер такого вознаграждения регулируется договором инвестиционного товарищества и максимальным размером не ограничивается. Управляющим товарищем может быть только юридическое лицо.

Принятие решений, касающихся общих дел инвестиционного товарищества, осуществляется по общему согласию всех товарищей. Кроме того, может быть создан специальный комитет товарищей – инвестиционный комитет. К компетенции инвестиционного комитета может относиться:

- утверждение и изменение политики ведения общих дел (инвестиционной декларации);
- принятие решений об одобрении или об отказе в одобрении сделок;
- принятие решений об обращении в суд для признания недействительной сделки, совершенной управляющим товарищем, и проч.

Инвестирование и распределение дохода

Товарищи могут вкладывать в инвестиционное товарищество только денежные средства, в то время как управляющие товарищи в качестве вклада могут внести любое имущество, а также знания, умения и деловую репутацию.

Объектами инвестирования являются не обращающиеся на организованном рынке акции, доли, облигации хозяйствующих субъектов, финансовые инструменты срочных сделок и доли в складочном капитале хозяйственных партнерств.

По общему правилу прибыль от совместной деятельности распределяется между товарищами пропорционально их вкладам. Однако договором инвестиционного товарищества может быть предусмотрено непропорциональное распределение прибыли.

В течение срока действия договора инвестиционного товарищества раздел общего имущества товарищей и выдел из него доли в натуре по требованию товарища не допускаются, однако иное может быть предусмотрено договором инвестиционного товарищества.

Ответственность

Ответственность товарищей по обязательствам товарищества различается в зависимости от статуса товарищей и основания возникновения ответственности (солидарная ответственность всем своим имуществом либо ограниченная стоимостью доли в общем имуществе).

Специальные ограничения и требования

Товарищи и другие лица не вправе размещать рекламу совместной инвестиционной деятельности, а также привлекать новых товарищей посредством публичной оферты.

Договор инвестиционного товарищества может содержать

запрет на передачу товарищем своих прав и обязанностей по договору инвестиционного товарищества, полностью или частично, другому товарищу либо третьему лицу. Передача прав и обязанностей по договору инвестиционного товарищества управляющим товарищем не допускается.

Конфиденциальность

Условия договора инвестиционного товарищества не подлежат раскрытию и охраняются в соответствии с режимом коммерческой тайны. Возможность раскрытия существенных условий договора инвестиционного товарищества для широкого круга лиц или доступ третьих лиц к определенным сведениям об инвестиционном товариществе ограничены.

Налогообложение инвестиционного товарищества

Одним из ключевых преимуществ осуществления инвестиций с помощью данного инструмента является отсутствие налогообложения доходов на уровне инвестиционного товарищества. Это связано с тем, что заключение договора товарищества не приводит к образованию отдельного юридического лица, а значит, инвестиционное товарищество не будет признаваться плательщиком налога на прибыль.

Налогообложение доходов инвестиционного товарищества возникает только на уровне его участников, при этом прибыль (убыток) каждого участника договора инвестиционного товарищества определяется пропорционально установленной таким договором инвестиционного товарищества доле участия каждого такого участника в прибыли инвестиционного товарищества. Ответственность за определение прибыли (или убытка) каждого

участника договора инвестиционного товарищества возлагается на одного из управляющих товарищей (который обязательно должен быть либо российской организацией, либо иностранной организацией, имеющей постоянное представительство в России). Для определения налогооблагаемой прибыли (убытка) уполномоченный товарищ обязан ежеквартально производить расчет доходов (убытков) товарищества и предоставлять его остальным участникам товарищества, а также сообщать о доле соответствующих доходов (или убытков), приходящихся на долю каждого товарища.

Прибыль (убыток) участников договора инвестиционного товарищества определяется отдельно по следующим операциям в рамках инвестиционного товарищества:

- операциям с ценными бумагами, обращающимися на организованном рынке ценных бумаг;
- операциям с ценными бумагами, не обращающимися на организованном рынке ценных бумаг;
- операциям с финансовыми инструментами срочных сделок, не обращающимися на организованном рынке ценных бумаг;
- операциям с долями участия в уставном капитале организаций;
- по прочим операциям инвестиционного товарищества.

Это, в частности, означает, что в случае убытка по одной из вышеуказанных операций такой убыток не может быть покрыт за счет прибыли по другой операции. Вместе с тем такой убыток может быть перенесен на будущие периоды в течение 10 лет и может уменьшать прибыль, полученную в будущем по соответствующим операциям.

Если один из товарищей примет решение выйти из товарищества и забрать свою долю в имуществе, принадлежащем товариществу, то у него появится обязанность по уплате налога на прибыль (или НДФЛ). Налоговая база в таком случае будет рассчитываться как разница между доходами, полученными в результате выхода, и стоимостью оплаченного этим товарищем вклада и (или) сумм, уплаченных им приобретения прав по договору инвестиционного товарищества. Если же в результате выхода из товарищества участник несет убыток, то для целей налога на прибыль он будет квалифицироваться как убыток, понесенный по операциям с необращающимися ценными бумагами.

Необходимо отметить, что дивиденды, полученные в рамках инвестиционного товарищества, включаются в доходы от долевого участия у участников инвестиционного товарищества, что позволяет облагать их по пониженной ставке.

Что же касается обложения НДС, то в большинстве своем доходы инвестиционного товарищества освобождены от обложения НДС в России, поскольку основными доходами являются доходы от участия в других организациях. Вместе с тем весь входной НДС по приобретенным товарам (работам, услугам) инвестиционные товарищества имеют право относить на себестоимость. В этой связи необходимо отметить, что услуги управляющего товарища по ведению общих дел товарищей освобождены от обложения НДС. Кроме того, передача имущества в качестве вклада по договору инвестиционного товарищества, а также передача имущества в пределах первоначального взноса участнику инвестиционного товарищества в случае выделения его доли из имущества, находящегося в собственности товарищества, не подлежат обложению российским НДС.

В отношении налогообложения имущества товарищества применяется прозрачный режим по аналогии с налогом на прибыль, то есть налогоплательщиками налога на имущество являются товарищи. При этом в отношении имущества, переданного в инвестиционное товарищество в качестве вклада, плательщиком налога признается товарищ, передавший это имущество, а в отношении имущества, приобретенного и (или) созданного в процессе совместной деятельности, — все участники договора товарищества пропорционально стоимости их вклада в общее дело.

6.1.1.2 Хозяйственное партнерство

Общая информация

Хозяйственное партнерство (далее – «ХП») – новая организационно-правовая форма российского юридического лица, введенная с 2012 года, нацеленная прежде всего на создание инвестиционного механизма, который бы соответствовал современным стандартам в инновационной сфере, а также в рамках реализации венчурных (особо рискованных) бизнес-проектов.

Разработчики Федерального закона от 03.12.2011 № 380-ФЗ «О хозяйственных партнерствах», который вступил в силу 1 июля 2012 года, отмечали, что до принятия данного закона в российском законодательстве отсутствовали соответствующие специфическим требованиям участников инновационной (в том числе венчурной) деятельности организационно-правовые формы юридического лица.

Хозяйственное партнерство занимает своего рода промежуточное положение между хозяйственным товариществом и обществом, при этом предлагает большую гибкость в отношении финансирования и управления инвестициями, а также в отношении прав на соответствующие результаты интеллектуальной деятельности. Хозяйственное

партнерство допускает заключение соглашения об управлении между участниками компании, а также (в случае необходимости) иными лицами, что позволяет принимать участие в управлении партнерством лицам, не являющимся его участниками. Данная новая организационно-правовая форма также позволяет осуществлять гибкое поэтапное финансирование.

Создание и существование

Хозяйственное партнерство – коммерческая организация, учреждаемая двумя или более лицами на неопределенный срок либо с ограничением такого срока. ХП не может иметь менее двух и более пятидесяти участников, в противном случае оно будет подлежать реорганизации или ликвидации.

Учредительным документом ХП является его устав, который может содержать лишь основные положения в отношении ХП и управления им. Более подробно деятельность и управление ХП регулируется соглашением об управлении ХП.

ХП ведет реестр своих членов. Сведения о составе участников партнерства вносятся в ЕГРЮЛ. Однако в ЕГРЮЛ не вносятся сведения о принадлежащих участникам долях в ХП.

Выход из ХП возможен только в случае, если такая возможность предусмотрена уставом ХП. Участник также вправе (если соглашением об управлении не предусмотрено иное) передать (продать) свою долю в складочном капитале другому участнику, самому ХП или третьему лицу. При этом к приобретателю переходят все права и обязанности участника, включая предусмотренные соглашением об управлении. Участники ХП пользуются преимущественным правом приобретения доли.

Стоит отметить, что ХП предполагает возможность внесудебного исключения участника в случае нарушения им обязанности по внесению вклада в складочный капитал.

Управление

По общему правилу система, структура и полномочия органов управления ХП, порядок осуществления им деятельности и ее прекращения определяются соглашением об управлении. Отдельные положения в отношении управления также должны содержаться в уставе ХП.

В ХП образуется единоличный исполнительный орган, действующий от лица ХП. Он избирается из числа членов ХП и может быть только физическим лицом. Порядок деятельности единоличного исполнительного органа ХП и принятия им решений устанавливается уставом, а также договором, заключенным между ним и ХП. Соглашением об управлении партнерством может предусматриваться необходимость дополнительного одобрения решений единоличного исполнительного органа ХП и порядок такого одобрения.

Одной из отличительных черт ХП и одновременно ключевым элементом в его управлении является соглашение об управлении, заключаемое между всеми участниками. Стороной такого соглашения может быть само ХП, а также третьи лица. Оно подлежит обязательному нотариальному удостоверению и хранению у нотариуса.

Наиболее важной особенностью соглашения об управлении является широкая диспозитивность в отношении возможности включения в него различных положений. В частности, соглашение может предусматривать право отдельных участников на непропорциональное размеру долей участие в управлении ХП, его финансировании или распределении прибыли. Договор может предусматривать создание иных органов управления, которые не являются обязательными для ХП, определять порядок их формирования, функционирования и компетенцию.

Инвестирование и распределение дохода

Само создание ХП уже является инвестицией, поэтому возможности ХП по инвестированию в хозяйственные общества ограничены. Так, ХП не может быть учредителем (участником) других юридических лиц, за исключением союзов и ассоциаций.

Инвестирование осуществляется путем вклада в складочный капитал ХП. При этом договором об управлении может быть предусмотрено последовательное внесение вкладов.

Вклад в складочный капитал ХП может осуществляться деньгами, другими вещами или имущественными правами либо иными имеющими денежную оценку правами. Ценные бумаги не могут выступать в качестве вклада в складочный капитал ХП, за исключением отдельных облигаций.

Распределение прибыли осуществляется в соответствии с соглашением об управлении и может не зависеть от размера доли участников.

Ответственность

ХП несет ответственность по своим обязательствам всем принадлежащим ему имуществом, но не отвечает по обязательствам своих участников. При этом, по общему правилу, участники также не отвечают по обязательствам ХП.

Тем не менее, в случае необходимости обращения взыскания на принадлежащие ХП исключительные права на результаты интеллектуальной деятельности, один или несколько участников ХП в определенных случаях вправе от имени партнерства полностью или частично исполнить обязательства ХП перед его кредиторами. Соответствующие участники получают право регрессного

требования к ХП и преимущественное перед остальными участниками право на получение исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности после удовлетворения требований кредиторов ХП при его ликвидации. Данный механизм призван обеспечить контроль инвесторов над результатами интеллектуальной деятельности, что является весьма актуальным при инвестициях в инновационную деятельность.

Также стоит отметить, что обращение взыскания на долю участника ХП в складочном капитале по собственным долгам участника допускается только на основании решения суда при недостатке иного его имущества для покрытия долгов. ХП предусматривает механизм, при котором при обращении взыскания на долю участника ХП другие участники или третье лицо вправе выплатить кредитору участника действительную стоимость его доли.

В случае если в течение трех месяцев со дня предъявления требования кредиторами действительная стоимость всей доли участника ХП, на которую обращается взыскание, не выплачена в соответствии с указанным выше порядком, обращение взыскания на долю участника ХП осуществляется путем ее продажи с публичных торгов.

Специальные ограничения и требования

Хозяйственное партнерство не вправе:

- осуществлять эмиссию облигаций и иных эмиссионных ценных бумаг;
- размещать рекламу своей деятельности;
- быть учредителем (участником) других юридических лиц, за исключением союзов и ассоциаций.

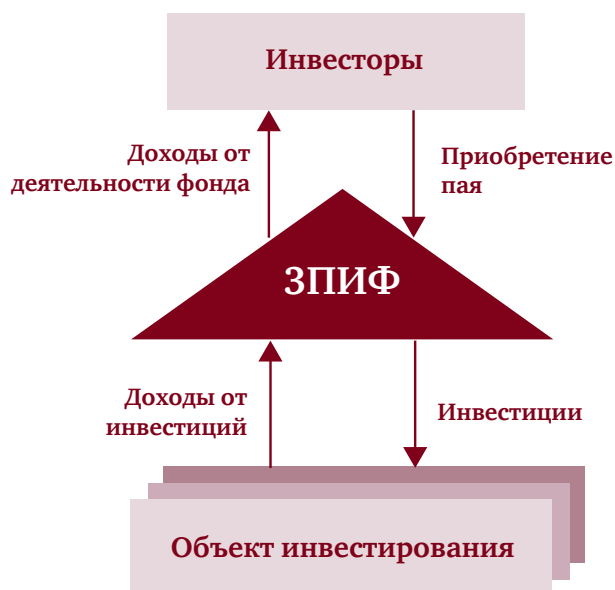
Налогообложение хозяйственного партнерства

Ввиду того, что хозяйственное партнерство (в отличие от инвестиционного товарищества) является юридическим лицом, а также ввиду отсутствия каких-либо специальных норм в российском налоговом законодательстве, налогообложение ХП происходит аналогично простому юридическому лицу (в форме акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью).

В этой связи данный инструмент с налоговой точки зрения не дает каких-либо преимуществ, так как любая прибыль, получаемая ХП, будет сначала подлежать налогообложению на уровне ХП, а затем — на уровне его участников при ее распределении.

Необходимо отметить, что существует некоторая неопределенность в отношении того, будет ли прибыль, распределяемая ХП, признаваться дивидендами для целей налогообложения. В случае если распределение прибыли из ХП будет признаваться дивидендами, то согласно российскому налоговому законодательству дивиденды, получаемые участниками ХП, могут быть освобождены от налогообложения (облагаться по ставке 0%) при условии, что на день принятия решения о выплате дивидендов участник ХП в течение не менее 365 календарных дней непрерывно владеет на праве собственности не менее чем 50-процентным вкладом (долей) в уставном (складочном) капитале выплачивающей дивиденды организации. В случае же, если такие выплаты не будут признаваться дивидендами, то такие выплаты, скорее всего, будут подлежать обложению по общей ставке 20%.

6.1.1.3 Закрытый паевой инвестиционный фонд



Общая информация

Закрытый паевой инвестиционный фонд (далее – «ЗПИФ») представляет собой традиционную для российского рынка форму коллективных инвестиций. Концепция ЗПИФа появилась в 2001 году. Однако, несмотря на гибкость и преимущества данной формы инвестирования, в целом создание и поддержание ЗПИФа является достаточно дорогостоящей и формализованной процедурой.

Создание и существование

ЗПИФ не является юридическим лицом и представляет собой обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление (далее – «ДУ») управляющей компании (далее – «УК») учредителем (учредителями) ДУ с условием объединения этого имущества с имуществом

иных учредителей ДУ, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой УК.

Имущество ЗПИФа передается в ДУ путем присоединения к правилам ДУ, разрабатываемым УК и утверждаемым Федеральной службой по финансовым рынкам.

Формирование ЗПИФа начинается не позднее шести месяцев с даты регистрации правил ДУ, а срок формирования ЗПИФа не может превышать трех месяцев. Срок существования ЗПИФа не может быть менее трех лет с начала срока формирования ЗПИФа и не должен превышать 15 лет. По общему правилу у владельца инвестиционных паев нет права требовать от УК прекращения договора ДУ паевым инвестиционным фондом до истечения срока его действия.

Каждый инвестиционный пай удостоверяет одинаковую долю в праве общей собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд. По общему правилу владельцами паев ЗПИФа могут быть как юридические, так и физические лица. В случаях, предусмотренных законом, владельцем пая может быть только квалифицированный инвестор.

Выход из ЗПИФа осуществляется с помощью специальной процедуры погашения инвестиционного пая по истечении определенного срока либо путем продажи пая третьему лицу до истечения такого срока.

Управление

Управление ЗПИФом осуществляется специальным субъектом – управляющей компанией, которая должна иметь лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг, выданную Федеральной службой по финансовым рынкам. Соответственно, в случае принятия решения об использовании ЗПИФа в качестве инвестиционного механизма потребуется либо создать собственную УК, либо заключить договор с уже существующей УК.

Управляющая компания должна иметь собственные средства в размере не менее 80 млн рублей и соблюдать другие лицензионные требования, устанавливаемые законодательством.

Помимо УК в структуру управления ЗПИФом должны входить: специализированный депозитарий, который осуществляет функцию контроля над активами ЗПИФа (дает управляющей компании согласие на распоряжение активами паевого инвестиционного фонда) (для отдельных видов имущества законодательством может быть предусмотрено иное); лицо, осуществляющее ведение реестра владельцев паев ЗПИФа; оценщик и аудитор.

УК получает вознаграждение за свою деятельность, размер которого устанавливается правилами ДУ. При этом сумма вознаграждений УК, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщика и аудитора не может превышать 10% среднегодовой стоимости чистых активов ЗПИФ. В случае установления вознаграждения УК в качестве процента от дохода от доверительного управления вознаграждение УК не может превышать 20% от суммы такого дохода. Указанные ограничения не распространяются на ЗПИФ для квалифицированных инвесторов.

В случаях, предусмотренных законодательством РФ, возможно проведение общего собрания владельцев паев ЗПИФа в целях принятия и одобрения решений, связанных с деятельностью УК по управлению ЗПИФом. В случае создания ЗПИФа для квалифицированных инвесторов, может быть создан инвестиционный комитет.

Инвестирование и распределение дохода

В доверительное управление ЗПИФом могут быть переданы денежные средства, а также иное имущество, предусмотренное инвестиционной декларацией, содержащейся в правилах ДУ. При этом в отношении состава и структуры активов существуют специальные правила.

Учредителям ДУ выдается пай – именная ценная бумага, удостоверяющая долю ее владельца в праве собственности на имущество, составляющее ЗПИФ, право требовать от УК надлежащего ДУ ЗПИФом, право на получение денежной компенсации при прекращении договора ДУ ЗПИФом.

Распределение дохода между пайщиками возможно, если это предусмотрено правилами ДУ. Доход распределяется пропорционально стоимости пая. Раздел имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и выдел из него доли в натуре не допускается по общему правилу, за некоторыми исключениями.

Ответственность

Размер ответственности для инвестора ограничен стоимостью пая. Обязательства, возникающие в связи с ДУ, погашаются за счет имущества, составляющего ЗПИФ. В случае недостаточности такого имущества взыскание может быть обращено на имущество УК.

Раскрытие информации

По требованию заинтересованных лиц паевой инвестиционный фонд предоставляет правила ДУ, а также полный текст зарегистрированных изменений и дополнений к ним; справку о стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и соответствующие приложения к ней; баланс имущества, составляющего ЗПИФ; бухгалтерскую (финансовую) отчетность УК паевого инвестиционного фонда и проч.

Налогообложение ЗПИФа

Ключевым фактором, определяющим порядок налогообложения таких инвестиционных инструментов, является то, что ЗПИФ не признается юридическим лицом и, соответственно, не является плательщиком налога на прибыль. Это означает, что все доходы, получаемые ЗПИФом от активов, не будут подлежать обложению налогом на прибыль (аналогично инвестиционному товариществу). Вследствие этого полученная ЗПИФом прибыль может реинвестироваться без уменьшения на сумму налогов, что сокращает потребность ЗПИФа в дополнительном финансировании.

Налогообложение доходов ЗПИФа возникает только на уровне инвестора (пайщика). В этой связи инвесторы ЗПИФа могут получать следующие виды доходов:

- промежуточные выплаты от ЗПИФа (например, доход от реализации одной или нескольких инвестиций);
- доход от погашения инвестиционных паев;
- доход от продажи инвестиционного пая.

Все вышеперечисленные виды доходов подлежат обложению у инвесторов — российских юридических лиц — по ставке 20%. При этом в случае получения промежуточных выплат от ЗПИФа налогообложению будет подлежать сумма всего полученного дохода (без вычета сумм, ранее проинвестированных в ЗПИФ). Это, в частности, может приводить к определенной налоговой неэффективности в случае, если через промежуточные выплаты ЗПИФ (УК ЗПИФа) будет распределять не только прирост стоимости инвестиции, но и часть ее первоначальной стоимости (например, это может произойти в случае, если ЗПИФ выходит из одной из своих инвестиций и распределяет всю сумму дохода [выручку] от реализации этой инвестиции), поскольку в этом случае у инвестора будет облагаться не только сумма прибыли от прироста стоимости данной конкретной инвестиции, но также и сумма первоначального вложения в эту конкретную инвестицию.

Что касается доходов от продажи или погашения инвестиционных паев, то налогооблагаемая база будет определяться как разница между доходами от продажи/ погашения этих инвестиционных паев и затратами на их приобретение (первоначальные инвестиции). В случае получения убытков такие убытки в общем случае могут уменьшать прибыль, полученную

от операций с некотируемыми ценными бумагами, либо переноситься на будущие периоды в течение 10 лет и уменьшать прибыль, полученную от операций с некотируемыми ценными бумагами, которая будет получена в будущие периоды. Данное правило не будет применяться в случае, если инвестор — российское юридическое лицо — обладает дилерской лицензией. В этом случае убытки от продажи или погашения паев ЗПИФа могут уменьшать прибыль, полученную налогоплательщиком — российской компанией — от прочей деятельности.

Необходимо отметить, что в отличие от инвестиционного товарищества доходы, получаемые от ЗПИФа, подлежат налогообложению только в момент их получения (а не на ежеквартальной основе). В то же самое время дивиденды, получаемые ЗПИФом от инвестиций, при их дальнейшем распределении в пользу инвесторов (пайщиков) будут, скорее всего, подлежать налогообложению по общей ставке 20% (а не по пониженной ставке, предусмотренной для дивидендов в случае с инвестиционным товариществом).

Аналогично инвестиционному товариществу услуги управляющей компании по управлению активами ЗПИФа освобождены от обложения НДС, однако услуги прочих поставщиков услуг могут подлежать обложению НДС.

Имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, подлежит налогообложению у управляющей компании. При этом налог уплачивается за счет имущества, составляющего этот паевой инвестиционный фонд.

Ниже приведена таблица, отражающая основные черты инвестиционного товарищества, хозяйственного партнерства и ЗПИФа, для сравнения указанных форм инвестирования.

Сравнение основных российских инвестиционных инструментов

	Инвестиционное товарищество	Закрытый паевой инвестиционный фонд	Хозяйственные партнерства
Юридические аспекты			
Простота учреждения	Просто	Требуется определенная процедура (создание УК или заключение договоров ДУ с уже существующей УК)	Требуется регистрация как юридического лица, разработка и подписание договора управления
Сроки создания	Может быть создано достаточно быстро	Длительные по сравнению с инвестиционным товариществом	Сравнительно быстро, но чуть дольше, чем инвестиционное товарищество
Структура управления	Управление осуществляется управляющим товарищем (управляющими товарищами), может быть создан инвестиционный комитет	УК по общему правилу самостоятельно и независимо осуществляет управление имуществом ЗПИФа. Специализированный депозитарий дает управляющей компании согласие на распоряжение активами паевого инвестиционного фонда. Для решения некоторых вопросов может созываться общее собрание владельцев инвестиционных паев	Единоличный исполнительный орган – физическое лицо – избирается из числа участников ХП. Принятие решений и голосование участники осуществляют в соответствии с договором об управлении, который может предусматривать непропорциональное голосование. Могут создаваться иные органы управления
Затраты на создание и поддержание структуры	Приемлемый уровень затрат (оплата услуг нотариуса и др.)	В случае создания УК размер ее собственных средств должен быть не менее 80 млн рублей; значительные расходы на содержание, лицензионные требования	Приемлемый уровень затрат (оплата услуг нотариуса и др.). Также присутствуют затраты на государственную регистрацию ХП как юридического лица
Вознаграждение управляющего	В соответствии с договором инвестиционного товарищества не ограничивается	Предусматривается правилами ДУ. Существуют ограничения размера вознаграждения	В соответствии с договором управления не ограничивается
Гибкость вхождения инвесторов	Подписание договора инвестиционного товарищества и вклад в общее имущество	Покупка пая ЗПИФа	Учреждение ХП, подписание договора об управлении. Принятие нового участника возможно только по решению всех участников
Количество инвесторов	От двух до пятидесяти	Ограничений нет	От двух до пятидесяти
Круг инвесторов	Невозможно участие физических лиц, за исключением индивидуальных предпринимателей	Не ограничен (кроме ЗПИФов для квалифицированных инвесторов)	По общему правилу: любые физические и юридические лица

Имущество, принимаемое в оплату вкладов	Деньги (исключение для управляющих товарищей)	Широкий круг объектов для вложения в зависимости от состава и структуры активов ЗПИФа	Нет ограничений, в случае если иное не предусмотрено договором об управлении
Простота выхода	Согласие всех товарищей, если иное не предусмотрено договором инвестиционного товарищества	Погашение пая возможно только в случаях, предусмотренных законодательством, также возможно отчуждение пая третьему лицу	Возможность и процедура устанавливается соглашением об управлении
Возможность и гибкость распределения дохода	Пропорционально вкладу. Договором инвестиционного товарищества можно предусмотреть непропорциональное распределение	Пропорционально стоимости пая	В соответствии с договором об управлении можно предусмотреть непропорциональное распределение
Государственный контроль	Специальных требований нет	Контроль за деятельностью УК со стороны Федеральной службы по финансовым рынкам	Специальных требований нет
Налоговые аспекты			
Налогообложение доходов, получаемых на уровне фонда	Отсутствует	Отсутствует	Подлежит налогообложению по общим правилам
Ведение налогового учета фонда	Ведется управляющим уполномоченным товарищем	Ведется управляющей компанией	Ведется партнерством
Уплата НДС и налога на имущество фонда	Уплачивается управляющим уполномоченным товарищем	Уплачивается управляющей компанией	Уплачивается партнерством
Обложение НДС вознаграждения управляющего	Нет	Нет	Да
Налогообложение при вхождении	Нет	Нет	Нет
Налогообложение в течение срока инвестирования	Доходы инвесторов подлежат обложению на ежеквартальной основе	Доходы инвесторов подлежат обложению только при выплате	Доходы инвесторов подлежат обложению только при выплате (в определенных случаях доходы могут быть освобождены от налогообложения)
Налогообложение при выходе	Налог на прибыль по ставке 20%	Налог на прибыль по ставке 20%	В общем случае – налог на прибыль по ставке 20%, однако при определенном структурировании ставка налогообложения может быть снижена до 0%

6.1.2 Зарубежные инвестиционные инструменты

Западный рынок уже давно предлагает российским инвесторам различные инвестиционные структуры, которые в определенных случаях могут давать инвесторам определенные преимущества перед стандартными российскими инструментами.

В частности, такие структуры позволяют более гибко, а иногда и более надежно, структурировать взаимоотношения между инвесторами, поскольку позволяют использовать английское право для построения взаимоотношений между инвесторами. Кроме того, использование иностранных инструментов может быть более понятным и привлекательным для иностранных инвесторов (в случае если рассматривается возможность построения фонда с участием иностранного соинвестора).

В связи с этим в качестве альтернативы российскому фонду инвесторами может быть выбрана иностранная организационно-правовая форма, которая позволит наиболее эффективно осуществлять деятельность по инвестированию в российские активы.

Зарубежные юрисдикции предусматривают различные механизмы для инвестирования. К таким механизмам могут относиться партнерства, инвестиционные фонды, инструменты, не являющиеся юридическими лицами, и проч.

Партнерство (Partnership)

Партнерство представляет собой юридическое лицо, созданное двумя или более лицами для целей совместного ведения бизнеса партнерами. К наиболее часто используемым видам партнерств можно отнести ограниченные партнерства (Limited Partnership – LP). Ограниченное партнерство (далее – «LP») создается одним или более партнерами с ограниченной ответственностью (в пределах размера их вклада в партнерство) и одним или более партнерами

с неограниченной ответственностью (в размере всего принадлежащего им имущества). Управление в LP осуществляют партнеры с неограниченной ответственностью. Механизм ограниченного партнерства представляет собой аналог российского инвестиционного товарищества.

Компании

Фонд в форме компании — это юридическое лицо, которое выпускает ценные бумаги, удостоверяющие право участия их владельца в капитале этого юридического лица, с целью привлечения средств инвесторов для объединения этих средств и дальнейшего их инвестирования. Ценные бумаги, удостоверяющие участие в капитале ИФ/доли (и т. п.), могут быть погашены по решению инвестора. При этом при погашении инвестор имеет право получить сумму, равную стоимости чистых активов инвестиционного фонда, приходящейся на его долю погашаемых бумаг/долей (и т.п.).

Прочие механизмы без учреждения юридического лица (в частности, трасты)

Траст представляет собой некоторый эквивалент договора между управляющим траста и его учредителем, обязывающего управляющего траста, получившего от учредителя траста и/или иных третьих лиц право собственности на имущество, переданного в траст, владеть им исключительно в интересах бенефициаров – лиц, указанных учредителем траста. При этом юридическим собственником имущества, переданного в траст, становится управляющий траста, который обязан им владеть и распоряжаться в интересах бенефициаров. Управляющий траста может инвестировать имущество, переданное в траст, в объекты в соответствии с желаниями учредителя.

Такие механизмы наиболее часто используются в целях структурирования персональных активов частных лиц.

Нам представляется, что наиболее подходящими формами для

осуществления инвестиций в инновации и науку компаниями с государственным участием в соответствии со Стратегией являются компании либо партнерства.

6.1.2.1 Основные аспекты использования иностранных инвестиционных фондов

Существует огромное количество всевозможных аспектов, которые могут влиять на структурирование иностранных инвестиционных фондов, и осветить все эти аспекты в рамках данного документа не представляется возможным. Вместе с тем хотелось бы выделить те из них, которые необходимо иметь в виду в первую очередь.

Регулирование инвестиционных фондов со стороны местных государственных органов

Условно инвестиционные фонды в целом можно разделить на регулируемые и нерегулируемые.

Регулируемые фонды, как правило, подлежат регистрации (лицензированию) в соответствующих государственных органах. При регистрации (выдаче лицензии) государственные органы, как правило, уделяют внимание таким основным моментам, как:

- управление фондом (деловая репутация лиц, привлекающих средства инвесторов и управляющих ими, их компетентность, финансовая состоятельность);
- сохранность и учет активов и обязательств (необходимость наличия независимых лиц – администратора и специального депозитария) в структуре управления инвестиционного фонда; предоставление периодической отчетности регулятору, которая должна быть подтверждена независимым аудитором);
- соблюдение законодательства о борьбе с «отмыванием денег» (наличие лиц, ответственных за сбор информации в рамках процедуры «знай своего клиента»).

Нерегулируемые фонды, как правило, могут не требовать получения лицензии. Соответственно, вышеуказанные требования могут не распространяться на нерегулируемые фонды. Вместе с тем количество акционеров/инвесторов таких фондов, как правило, ограничено, кроме того, может устанавливаться порог для минимального размера инвестиций в такой фонд.

Управление инвестиционным фондом

В зависимости от юрисдикции создания инвестиционного фонда требования к его управлению могут различаться. Степень «урегулированности» вопросов управления фонда зависит, в частности, от того, офшорная или так называемая оншорная юрисдикция выбрана для создания фонда. Например, офшорные юрисдикции, как правило, предъявляют меньше требований к управлению фондами. Однако чем юрисдикция «приличнее», тем выше требования к управлению в связи с повышенными требованиями к защите прав и интересов инвесторов, прозрачности структуры фонда и пр.

Управление инвестиционным фондом осуществляется его органами управления. Часто основным органом управления фонда является его Совет директоров. К директорам и иным должностным лицам фонда, осуществляющим, в частности, функции управления, могут предъявляться квалификационные требования (к образованию, опыту работы, специализации и пр.). Оперативное управление активами инвестиционного фонда может осуществлять управляющая компания (необходимость привлечения управляющей компании зависит от юридической формы фонда, а также от законодательства конкретной юрисдикции).

Также (как в структуре самого фонда, так и в управляющей компании, если управление осуществляется управляющей компанией) может создаваться инвестиционный комитет, который участвует в принятии решений по вопросам инвестирования.

Обеспечение деятельности инвестиционного фонда

Деятельность инвестиционных фондов определенных видов, как правило, должна обеспечиваться следующими поставщиками услуг.

Администратор. Ведет реестр акционеров фонда, обеспечивает ведение бухгалтерского учета, оценивает стоимость чистых активов фонда, осуществляет процедуры «знай своего клиента» в отношении инвесторов, отвечает за соблюдение законодательства по борьбе с отмыванием денежных средств, полученных преступным путем, осуществляет иные административные функции.

Инвестиционный консультант. Предоставляет консультации по вопросам инвестирования средств фонда, на основе которых управляющая компания/ фонд принимают решение об инвестировании средств.

Специализированный депозитарий. Обеспечивает учет и хранение имущества, принадлежащего инвестиционному фонду, а также имущества, составляющего инвестиционный фонд. Кроме того, Специализированный депозитарий осуществляет контроль за распоряжением данным имуществом.

Независимый аудитор. Для проведения ежегодного аудита финансовой отчетности фонда должен привлекаться аудитор.

Возможна ситуация, когда одно лицо может одновременно выполнять несколько функций.

Выбор юрисдикции для создания инвестиционного фонда

Выбор юридической формы для инвестирования (вида инвестиционного фонда), выбор юрисдикции фонда, а также иных компаний, которые обеспечивают деятельность инвестиционного фонда, во многом зависит от предпочтений инвесторов и стратегии инвестирования.

При анализе потенциальных юрисдикций, в первую очередь, необходимо обратить внимание на порядок налогообложения доходов фонда, репутацию юрисдикции, наличие надежных фирм, осуществляющих администрирование инвестиционных фондов, какие-либо специальные требования к фондам, их инвесторам и иным элементам структуры, простоту вхождения новых инвесторов и выхода из фонда и пр.

Кроме того, необходимо проанализировать, не существует ли каких-либо ограничений в соответствии с национальным законодательством инвестора в отношении возможности инвестирования, в частности, в зарубежные структуры. В этой связи возможность осуществления инвестиций для российских компаний с государственным участием в офшорные структуры может быть ограничена или сопряжена с рядом негативных последствий. Таким образом, создание инвестиционных фондов в «оншорных» юрисдикциях может быть более предпочтительным с указанной точки зрения. «Оншорные» юрисдикции, в свою очередь, как правило, отличаются достаточно высокой стоимостью создания и обслуживания структур инвестиционных фондов, а также более строгим подходом к регулированию таких структур.

Таким образом, необходимо выработать сбалансированный подход к выбору юрисдикции, учитывающий и ее привлекательность для инвесторов, и возможность инвестирования в структуры в данной юрисдикции с учетом существования каких-либо ограничений в соответствии с национальным законодательством инвестора.

6.1.2.2 Налогообложение иностранного инвестиционного фонда

Очевидно, что налоги представляют собой дополнительную затратную составляющую для инвесторов, сокращая их доходы от инвестиций. Следовательно, большинство предпринимателей пытаются разными способами оптимизировать налоги, которые им приходится платить. Это, однако, может быть не совсем актуально для компаний с государственным участием, так как перед ними стоят другие цели – более значительные, чем получение прибыли. Тем не менее определенные возможности налогового структурирования могут быть рассмотрены и компании с государственным участием, поскольку уплата чрезмерных/излишних сумм налоговых обязательств (особенно за пределами РФ) может оказать существенное и при этом негативное влияние на экономику инвестиционной программы.

Соответственно, с налоговой точки зрения при создании структуры фонда необходимо рассмотреть следующие основные аспекты:

- налогообложение доходов на всех уровнях, входящих в структуру фонда — от объекта инвестиций до инвестора;
- налоговые последствия, связанные с управлением фондом.

Когда доходы от инвестиций распределяются вверх по цепочке в направлении инвестора, такие доходы могут облагаться налогами на различных уровнях:

- у источника выплаты (например, в случае дохода в виде дивидендов — компания-объект инвестиций может нести обязанность по удержанию налога на доходы, полученные в виде дивидендов);

- на уровне инвестиционного фонда (на прибыль инвестиционного фонда может быть начислен налог на прибыль/ доход корпорации, т. е. на доход, полученный от компаний – объектов инвестиций);
- у источника выплаты при распределении дохода со стороны инвестиционного фонда в пользу инвестора (опять же, если фонд распределяет доход в форме дивидендов в пользу инвестора, фонд может быть обязан удержать налог у источника на дивиденды);
- на уровне инвестора.

Для того чтобы воспользоваться налоговыми преимуществами, которые дает учреждение иностранного фонда, необходимо правильно выбрать юрисдикцию, законодательство которой позволяет применять льготные условия налогообложения к приоритетным для данного фонда операциям, а также выстроить правильную структуру владения инвестициями фонда. При выборе оптимальной юрисдикции для размещения фонда и его холдинговой структуры, как правило, учитываются следующие основные моменты.

Налог у источника на доходы, от инвестиций. Некоторые виды доходов, которые могут быть получены иностранным инвестиционным фондом от российских инвестиций, подлежат налогообложению в России налогом, который должен быть удержан у источника выплаты. В рассматриваемой ситуации к таким доходам относятся дивиденды, доходы от использования в России прав на объекты интеллектуальной стоимости, а также доходы от реализации акций/ долей российских компаний, более 50% активов которых представлены российской недвижимостью. В определенных ситуациях ставку такого налога можно снизить (вплоть до нуля), если получателем соответствующего дохода является лицо — налоговый

резидент страны, у которого существует договор об избежании двойного налогообложения (ДИДН) с Российской Федерацией, и если условиями такого договора предусмотрено освобождение от налогообложения в России (либо понижение налоговой ставки) в отношении соответствующих доходов. В этой связи при использовании иностранного инвестиционного фонда особое внимание необходимо уделить структурированию владения российскими инвестициями (например, с использованием холдинговых компаний, расположенных в «благоприятных юрисдикциях», и т. п.). В настоящее время данный вопрос стал еще более актуальным в связи с тем, что российское правительство намеревается внести в налоговое законодательство ряд изменений, направленных на противодействие избежанию налогообложения с использованием офшорных юрисдикций, а также ограничить возможность использования льгот по ДИДН в неблагоприятных целях.

Налогообложение на уровне фонда.

В большинстве европейских стран, а также в офшорных юрисдикциях фонды освобождены от налогообложения. Вместе с тем, помимо налога на прибыль, необходимо учитывать и иные налоги, которые могут быть применимы к инвестиционным фондам. Например, в ряде стран некоторые виды фондов могут подлежать обложению налогом на капитал, который рассчитывается от стоимости чистых активов. Кроме того, некоторые виды расходов, которые инвестиционный фонд вынужден нести (например, расходы на управление, администрирование, аудит и т. д.), могут подлежать обложению НДС, что в конечном итоге будет являться дополнительным расходом для инвесторов, так как фонды, скорее всего, не смогут принять данный НДС к вычету.

Налог у источника на доходы, выплачиваемые из фонда инвесторам.

В Люксембурге и Великобритании, а также в офшорных юрисдикциях ставка налога на доходы, выплачиваемые в пользу инвесторов-нерезидентов из доходов фонда, составляет 0%, а в Швейцарии существующая ставка может потенциально быть снижена до 5%.

Некоторые налоговые вопросы, связанные с управлением иностранным инвестиционным фондом. Еще один важный вопрос касается того, как осуществляется управление иностранным фондом. В российском налоговом законодательстве (как и во многих зарубежных налоговых системах) существует концепция, позволяющая облагать налогом доходы иностранного лица, если такое иностранное лицо ведет бизнес / осуществляет коммерческую деятельность на территории Российской Федерации, то есть имеет постоянное представительство (далее – «ПП»). Для сектора инвестиционных фондов это означает, что если российские налоговые органы признают, что зарубежный инвестиционный фонд управляется из России, то это предполагает, что такой фонд создает ПП на территории России. Фактически это будет означать, что любой доход, относящийся к такому ПП, должен облагаться всеми действующими в России налогами, что неизбежно существенно увеличивает размер налоговых затрат для всей структуры, значительно снижая доходы инвесторов. Таким образом, если рассматривать структуру зарубежного инвестиционного фонда, необходимо тщательно проанализировать вопрос о том, каким образом осуществляется его управление, что позволит избежать (или минимизировать, насколько это возможно) таких рисков.

В этой связи особое внимание необходимо уделить вопросам корпоративного управления, в том числе организации процесса принятия решений. Кроме того, следует рассмотреть следующие вопросы: какими должны быть органы управления в фонде; граждане каких стран должны быть в составе каждого из этих органов управления; в каких юрисдикциях должны проводиться заседания органов управления; какие полномочия могут (а какие не могут) иметь сотрудники фонда и т. п. Кроме этого, может возникнуть необходимость в подготовке определенной документации, подтверждающей правильное распределение функций и обязанностей.

Следует отметить, что ответ на вопрос, возникает ли налогооблагаемое ПП, прежде всего зависит от конкретных фактов и обстоятельств деятельности налогоплательщика, а также от того, как налоговые органы будут их интерпретировать. Таким образом, тот факт, что процесс управления фондом надлежащим образом структурирован, еще не означает, что на практике будет минимизирован риск создания ПП, поскольку фактическая реализация таких мер не всегда происходит оптимальным образом. В этой связи особое значение на практике может иметь проведение регулярных проверок того, как осуществляется процесс управления фондом.

Привлечение внешнего портфельного управляющего: процесс и порядок выбора управляющего, контроль над деятельностью фонда

В связи с существованием ряда ограничений в отношении инвестиционного портфеля государственных фондов приоритетными будут являться инвестиции в частные фонды.

С точки зрения основного направления инвестиционной политики среди множества фондов, работающих на российском рынке, можно выделить локальные и международные фонды. Соответственно, рассмотрение вопроса о выборе управляющего фондом относится как к российскому, так и к международному (потенциальному) варианту.

Широко распространено неправильное представление о том, что инвестиционная политика венчурных фондов предполагает формирование инвестиционного портфеля с высоким уровнем риска. Несмотря на некоторые исключения, в целом это обычно не так. Венчурные фонды минимизируют свои риски. И работа управляющего фондом заключается в том, чтобы обеспечить минимизацию рисков путем проведения детального анализа потенциальных инвестиций и распределения средств фонда среди активов с низкой корреляцией.

6.2.1 Управляющая компания

В этой связи основными критериями при выборе управляющей компании, с точки зрения инвестора, являются:

- специализация портфельного управляющего/ фонда в области, соответствующей инвестиционным целям инвестора, включая отраслевой опыт;
- предыдущий успешный опыт управления инвестициями, а также обоснованность инвестиционных решений, реализация которых

привела к получению повышенной доходности в сравнении с показателями рынка. При этом следует учесть, что результаты, полученные в прошлом, как правило, являются плохим индикатором будущих результатов, и управляющий фондом, который в течение одного года входил в число 25% ведущих игроков на рынке, зачастую может быть не столь успешным в следующем году;

- надлежащие процедуры оценки работы фонда и внутреннего контроля для принятия правильных инвестиционных решений;
- возможность инвестиционных решений, мониторинг и эффективный надзор за деятельностью компании – объекта инвестиций;
- доступность возможности выхода из актива: продажа, размещение акций на фондовом рынке и т. п.;
- репутация компании, управляющей фондом. Надежность управляющей компании является одним из ключевых факторов для оценки кредитных рисков, принимаемых на себя инвестором.

За исключением ситуации, когда компания с государственным участием намерена учредить свой собственный фонд, она должна будет присоединиться к другим организациям в качестве «партнера с ограниченной ответственностью» в составе фонда. Партнер с ограниченной ответственностью имеет лишь ограниченное влияние на деятельность фонда, поэтому необходимо убедиться в том, что параметры фонда соответствуют инвестиционной стратегии корпорации.

6.2.2 Структура фонда

В связи с динамичным развитием большинства фондов необходимо тщательно рассмотреть следующие вопросы.

- Как долго фонд осуществляет свою деятельность? В какие активы направлены средства фонда? Какова стоимость инвестиционного портфеля на данный момент? Все эти факторы оказывают влияние на стоимость привлекаемого в фонд капитала. Корректная оценка стоимости чистых активов фонда играет важную роль, поскольку новый инвестор, приобретающий паи фонда по завышенной цене, не сможет в полной мере реализовать возможности потенциального роста стоимости активов фонда, что существенно повлияет на доходность инвестиций.
- Является ли фонд закрытым, интервальным или открытым? Если фонд является закрытым, то какой у фонда срок погашения? С одной стороны, удобно иметь фиксированную дату погашения фонда, но с другой, ограничение срока работы фонда может препятствовать участию в потенциально перспективных инвестициях, если срок инвестирования выходит за пределы даты погашения фонда. При этом нужно отметить, что по соглашению пайщиков фонда дата погашения фонда может быть изменена в случае необходимости.
- Сколько у фонда пайщиков и сколько еще пайщиков могут быть приглашены для участия в фонде? Насколько сильное влияние будет иметь компания с государственным участием на деятельность фонда? На эти вопросы нет единственно верного ответа. С одной стороны,

важно, чтобы управляющий фондом мог выполнять свою работу и принимать инвестиционные решения в соответствии с протоколами, регулирующими деятельность фонда. С другой стороны, у компании с государственным участием справедливо могут возникать различные опасения по поводу своих инвестиций или ограничения по использованию вкладываемых ею средств. В идеальной ситуации инвесторы не должны заниматься утверждением конкретных объектов инвестиций, но должно быть небольшое число инвесторов, которые в особых случаях могут пересмотреть правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

- Насколько диверсифицирован портфель фонда? Как правило, большее число активов может привести к минимизации рисков и, таким образом, обеспечить более стабильную (но менее впечатляющую) доходность. Фонды с большей концентрацией активов могут демонстрировать более высокую волатильность показателей доходности.
- Есть ли у фонда период блокирования инвестиций (lock-up period) и (или) ограничения размера средств, которые может получить инвестор в случае досрочного выхода из фонда (gate)? Данные технические условия также очень важны.
- Один из основных вопросов, которым необходимо тщательно управлять, является возможное несоответствие сроков погашения инвестиций и самого фонда.
- Многие фонды разрешают инвесторам требовать возврата своих средств, полностью или частично, до наступления срока

погашения фонда. Однако обычно действуют ограничения, такие как минимальный период времени до того момента, когда можно потребовать возврата средств, а также некоторые ограничения в отношении процентной доли средств (по периодам). Кроме того, управляющий фондом может на определенный период времени заблокировать средства. Такое ограничение известно под названием lock-up period.

В фондах с таким ограничением отзыв средств невозможен. Проведение переговоров по данным условиям является очень важным элементом любого инвестиционного соглашения с фондом, поскольку для инвестора важно иметь возможность изменить направление своих инвестиций, если его требования изменились или он не удовлетворен результатами работы фонда.

- Размер вознаграждения управляющей компании также имеет значение. Традиционно действовало правило 2% / 20%, когда управляющий фондом получал 2% за услуги по управлению фондом, а также участвовал в доходах от инвестиций в той части, которая превышала 20%. В последние годы, в связи с конкуренцией и низким уровнем доходности, рынки пересмотрели это правило в пользу нового: 1,5% / 15%. В любом случае такие вопросы рассматриваются отдельно в каждом конкретном случае. Существует также возможность потребовать согласования с управляющей компанией вопроса об участии в фонде ее собственных средств наряду со средствами инвесторов фонда.

6.2.3 Выбор управляющего фонда

Таким образом, выбор управляющей компании требует рассмотрения всех перечисленных выше вопросов, особенно вопросов, связанных с эффективностью инвестиций фонда, его прибыльностью и структурой.

Большинство фондов создаются не в соответствии с требованиями одного конкретного инвестора, а ориентированы на потребности рынка в целом. Таким образом, наиболее оптимальным вариантом будет следующий подход.

- Сформировать требования в отношении инвестиционной стратегии фонда, приемлемой для корпорации, предварительно проанализировав информацию о портфеле фонда и рынке в целом.
- Выбрать управляющую компанию и фонд, который соответствует требованиям корпорации по следующим параметрам:
 - о «аппетит» в принятии риска, ожидания по срокам погашения и отраслевой сектор;
 - о структура вознаграждения руководства;
 - о опыт работы портфельных управляющих;
 - о правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом и характер потенциальных рабочих отношений.

Проведение традиционного тендера (если только компания с государственным участием не является очень большой и не готова предложить значительную сумму инвестиций), вероятнее всего, не является оптимальным подходом. Более приемлемый вариант — это подготовка типового документа, в котором изложены руководящие принципы, определяющие ожидания корпорации в отношении управляющей компании (а также допустимый размер вознаграждения, ограничения по срокам погашения

и основного направления инвестиций), и направление запросов различным управляющим фондами с просьбой подготовить свои предложения и дать рекомендации. Принимая во внимание различные перечисленные выше факторы, после этого можно будет провести анализ полученных предложений, взвесить компромиссные варианты, которые будут возможны по каждому из них, и принять окончательное решение.

Необходимо отметить, что решение о выборе управляющего фондом и принимаемым обязательствам по размеру инвестиций в фонд должно приниматься не менее чем на пять, а возможно, и на 25 лет (в зависимости от того, какой выбирается сектор и вид предполагаемых инвестиций). Например, инвестиции в развитие инфраструктуры, как правило, делаются на 10-летний период, инвестиции в технологические компании на раннем этапе или на этапе запуска, возможно, потребуют 3–5 лет. На такие сроки, как правило, принимаются обязательства по инвестированию средств, даже если фонд работает не очень эффективно.

И, наконец, необходимо оценить приемлемость инвестиций в (а) фонд фондов и (или) (б) фонд, который инвестируют как в России, так и за её пределами. Данные аспекты являются важными, если учитывать, что речь идет о компаниях с государственным участием.

- Как видно из названия, «фонд фондов» – это инвестиционный фонд, который вкладывает средства в другие фонды. На первый взгляд этот вариант может показаться (всем, кроме самого управляющего фондом) не очень хорошей идеей, так как он неизбежно связан с необходимостью выплаты многочисленных вознаграждений управляющим компаниям этих фондов (вознаграждения должны выплачиваться управляющему фонду фондов, а также управляющим фондов, в которые направляются инвестиции).

Следовательно, можно ожидать, что фонды фондов будут иметь более низкие показатели (после вычета сумм вознаграждений), чем фонды, которые осуществляют непосредственные инвестиции. Однако следует отметить, что это зависит от того, каковы ожидания инвестора. У фонда фондов волатильность результата должна быть намного ниже, чем у обычного фонда, так как он в значительно большей степени диверсифицирован.

- Сектор технологий – это один из сегментов экономики, наиболее подверженных влиянию глобализации. И для успешного развития в рамках данного сектора корпорациям необходимо рассматривать возможности как российского, так и зарубежных рынков. Следовательно, даже если инвестиционная деятельность будет иметь исключительно «российскую направленность» (например, участие в фондах, учрежденных в России или ориентированных в первую очередь на инвестирование средств в Россию), настоящий потенциал большинства инвестиций может быть реализован, только если учитываются международные перспективы.

Необходимость подготовки отчетности и обеспечения контроля над инвестициями во внешний фонд также приводит к возникновению ряда вопросов, которые нужно рассмотреть для формирования соответствующей структуры.

- Будут ли инвестиции учитываться по первоначальной или по рыночной стоимости?
- Необходимо решить, чьими силами будет проводиться переоценка инвестиций, и установить четкую процедуру для выяснения причин и принятия дальнейших мер в том случае, если выявлены расхождения в стоимости согласно данным оценки, выполненной инвестором,

и по данным управляющей компании (на основании которых рассчитывается вознаграждение управляющей компании).

- Определение периодичности проведения переоценки инвестиций, в какие сроки после окончания периода должна быть проведена переоценка и какие подходы при этом используются. Следует отметить, что если бухгалтеры, составляющие отчетность (при проведении переоценки инвестиции) для компаний с государственным участием (инвестора), должны сформировать свое заключение, то им необходима информация, с тем чтобы они могли делать это независимо.

Получение доступа к соответствующей информации, а также формальное закрепление параметров предоставления отчетности (периодичность, объем) являются неотъемлемыми условиями любого инвестиционного соглашения.

Может также возникнуть необходимость осуществления контроля над деятельностью фонда, чтобы обеспечить инвестирование средств компании с государственным участием в правильном направлении. Контроль может быть обеспечен с помощью:

- участия в работе инвестиционного комитета в качестве члена с правом голоса (или наблюдателя), которое позволит осуществлять

надзор за деятельностью фонда. При этом желательно не пользоваться правом вето, поскольку в этом случае управляющему сложно будет выполнять свою работу;

- требования о реализации структуры с субфондом для исключения возможности вложения средств компании с государственным участием в какие-либо инвестиции, которые не соответствуют официальной инвестиционной политике такой корпорации.

6.3 Практические примеры

Как следует из представленных выше рекомендаций, инвестирование средств за пределами периметра корпорации является вполне возможным и уже осуществляется многими крупными корпорациями на международных рынках.

В этой связи хотелось бы привести несколько успешных примеров аналогичных проектов, реализованных за рубежом.

Израиль

В начале 1990-х у государства Израиль имелся довольно большой багаж инновационных разработок, которые трудно было вывести на рынок ввиду отсутствия нужного количества средств у частных предпринимателей. Чтобы решить проблему в корне, государство предприняло несколько конструктивных попыток оказания помощи инновационному сектору экономики, что позволило заложить основу последующего бурного расцвета технологий.

В 1993 году в рамках реализации программы Yozma был создан государственный венчурный «фонд фондов» Yozma («Инициатива»). Основные цели создания фонда Yozma заключались в следующем:

- способствовать созданию израильских частных венчурных фондов, которые инвестируют в израильские высокотехнологические стартапы;
- показать, что государство оказывает всестороннюю поддержку данной деятельности;
- продемонстрировать, что привлекаются известные зарубежные финансовые/инвестиционные компании (зарубежные фонды прямых инвестиций), которые готовы инвестировать в израильские технологичные молодые компании.

Под эгидой фонда Yozma и при участии государства были созданы частные фонды, каждый с капиталом 20 млн долл. США и более.

Создаваемые фонды, прошедшие конкурс, получали 8 млн долл. США из фонда Yozma (до 40% от общего размера фонда). В рамках программы фонда было создано 10 венчурных фондов: 6 фондов были сформированы в 1993 году (в том числе Gemini, Star, Concord, Pitango, Walden&Inventec); один — в 1994 году (JVP); два — в 1995 году (Medica&Euro Fund) и один — в 1997 году (Vertex). Каждый из 10 фондов имел возможность осуществить колл-опцион на государственные акции по стоимости (плюс 5–7%) в течение 5 лет. Большая часть средств сформированных фондов направлялась на финансирование стартапов, вовлеченных в развитие технологических инноваций в таких отраслях, как коммуникации, программное обеспечение, информационные технологии, полупроводники, медицинское оборудование и биотехнологии, национальная (внутренняя) безопасность. Десять фондов, созданных Yozma в период с 1992 по 1997 год, привлекли более 250 млн долл. США и инвестировали более чем в 200 стартапов. Впоследствии государство позволило их приватизировать.

Сама по себе система оказалась довольно эффективной, поскольку она стимулировала инновационную активность и экспорт высокотехнологичной продукции из Израиля. Объем средств под управлением ведущих венчурных фондов Израиля увеличился с 20 млн долл. США в 1993 году до 250 млн долл. США в 2009 году. Ежегодно в Израиле объем сделок по инвестициям в высокотехнологичные компании достигает 1,2 млрд долл. США. На сегодняшний день общая капитализация этих венчурных фондов составляет около 3 млрд долл. США.

Одним из ключевых факторов, повлиявших на успешность данного проекта, является ограниченность участия государства в деятельности венчурных фондов: для принятия ключевых решений приглашали иностранных специалистов.

Венчурные фонды в Израиле были образованы преимущественно в форме партнерства с ограниченной ответственностью, которое создавалось на десять лет и участники которого отвечали по обязательствам на сумму, не превышающую размер их дохода. Обязательным условием финансирования фонда со стороны государства было наличие в нем одного израильского частного партнера и одного известного на рынке венчурных операций зарубежного партнера. Программа Yozma была успешной еще и потому, что частные компании участвовали в развитии инновационного сектора экономики на выгодных для себя условиях. Ведь менеджеры фондов получали право выкупа государственного пакета акций через пять лет, что предопределило формирование личной заинтересованности венчурных управляющих в росте капитализации портфельных компаний.

Технологические инкубаторы Израиля

Технологические инкубаторы – это организации, которые дают начинающим предпринимателям в области технологий и инноваций мощную первоначальную поддержку. Программа инкубаторов была открыта в 1991 году и успешно функционирует на сегодняшний день. Сначала инкубаторы создавались на бюджетные средства, однако впоследствии они были приватизированы и сейчас существуют как самостоятельные бизнес-структуры. Администрированием программы занимается государство в лице министерства промышленности и торговли Израиля, вернее — его департамента науки (Office of Chief Scientist, OCS). Для принятия проекта в программу инкубатора существуют жесткие условия.

Технологические инкубаторы обеспечивают предпринимателя физическими активами, оборудованием, административной помощью и финансированием. Как правило, срок деятельности

предприятия в инкубаторе составляет 2 года. Общий бюджет на срок проекта на 2 года варьируется от 350 тыс. долл. США до 600 тыс. долл. США Государство через инкубаторы финансирует 85% бюджета проекта (гранты и льготные кредиты), финансирование осуществляется только при условии, что новое изделие будет произведено в Израиле. Затем предприниматели вернут вложенные в их проекты деньги, используя часть своих доходов от коммерциализации изобретений (3% от продаж). Доли в проекте распределяются следующим образом: 50% получает сам автор идеи, 10% – получают сотрудники и те бизнесмены, которые помогли ему работать, 20% собственности получает сам инкубатор, до 20% собственности получает тот, кто дает дополнительное финансирование (как правило, такими инвесторами становятся венчурные компании). Венчурным компаниям это выгодно, так как они знают, что проект проходит всестороннюю экспертизу. Сам инкубатор, получая 20% доли, способен возместить затраты и поощрить своих управленцев. Эту долю затем может выкупить стратегический инвестор.

Условия пребывания предпринимателей в инкубаторе увеличивают их возможности в привлечении финансовых ресурсов и поиске стратегических партнеров.

Каждый технологический инкубатор – автономная организация. Её возглавляет профессиональный директор, управление формирования политики инкубатора и комитет проектов. Последние два органа сформированы из профессионалов самого высокого уровня, работающих в промышленности, бизнесе и науке. Сюда входят лучшие управленцы и бизнесмены Израиля, профессора из научно-исследовательских институтов и общественные деятели. Бизнесмены работают на добровольной основе, а также ищут возможности для выгодного вложения своего капитала.

В настоящее время на территории Израиля создано 26 инкубаторов, каждый из которых развивает 10 стартапов одновременно. В период с 1991 по 2009 год государство инвестировало через инкубаторы в новые компании более 500 млн долл. США. Более 1200 компаний окрепли и покинули инкубатор. Общая сумма частных инвестиций в компании, покинувшие инкубатор, составила около 3 млрд долл. США.

Финляндия

В рамках финансирования и поддержки инновационной деятельности Финляндии в 1967 году Банком Финляндии путем инвестирования 17 млн евро был организован инновационный фонд «Ситра» (SITRA). Дальнейшее финансирование деятельности фонда осуществляется за счет процентов от средств фонда и инвестиционной деятельности. Рыночная стоимость капитала фонда на конец 2010 года составила 697 млн евро.

В рамках программы по развитию инноваций усилиями SITRA организована поддержка инновационных проектов предпосевной стадии (SITRA's PreSeed services), целью которой является финансирование самых ранних стадий реализации инновационных проектов. SITRA участвует в финансировании 20 международных венчурных фондов, интерес которых сосредоточен на самых ранних стадиях инновационных проектов (фонды посевного финансирования), и 15 венчурных фондов Финляндии.

На равных условиях «Ситра» инвестирует в стартапы, деятельность которых сопряжена:

- с инновационной деятельностью,
- здравоохранением,
- защитой окружающей среды.

Средний размер инвестиций фонда «Ситра» составляет от 300 тыс. до 1 млн евро, с миноритарным участием 10–30%. В большинстве случаев «Ситра» инвестирует в форме долевого участия, в некоторых случаях предоставляет конвертируемый кредит или стандартный кредит. Срок инвестирования, установленный фондом «Ситра», колеблется от 4 до 10 лет, после чего фонд выходит из проекта по заранее согласованной с соинвестором схеме. «Ситра» является активным инвестором и, как правило, назначает своего представителя в совет директоров.

7. Дальнейшие действия и шаблон внутреннего плана действий для внедрения принципов принятия инвестиционных решений

Для внедрения рассмотренных принципов требуется наличие правильно выстроенного процесса и хорошо продуманного подхода. Настоящий документ содержит большое количество информации и рекомендаций, которые должны вызвать новые вопросы, для ответа на которые потребуются дальнейшее глубокое изучение предмета.

Описанный ниже подход может быть использован для внедрения системы принципов принятия инвестиционных решений, а впоследствии — для организации процесса инвестирования.

- Определение целей и задач инвестиционной программы, необходимого объема инвестиций, ожидаемого показателя доходности и других целесообразных показателей для оценки эффективности проекта. В связи с этим, возможно, потребуется выполнить дополнительный анализ следующих показателей:
 - о необходимого объема инвестиций и временных рамок их привлечения;
 - о стоимости капитала;
 - о социально-экономических и других положительных эффектов, которые необходимо учитывать при выборе перспективных проектов и оценке их результатов.
- Определение структуры инвестиций по трем компонентам с учетом ожидаемой доходности, видов инвестиционной деятельности и соотношения между модернизационными, инновационными и прорывными технологиями.
- Выстраивание внутренних организационных процессов и распределение ответственности за реализацию инвестиционной программы среди соответствующих сотрудников, таких как финансовый директор и (или) инвестиционное подразделение корпорации.
- Определение требований и процесса составления отчетности. Необходимо обеспечить контроль рентабельности проектов, при этом добиться обоснованности и реалистичности целевых показателей.
- Создание корпоративной культуры, обеспечивающей приверженность принципам прозрачности и подотчетности как в отношении внутренних целей корпорации, так и с точки зрения внешних пользователей (аудиторов, акционеров и, возможно, широкой общественности).
- Выделение соответствующих кадровых ресурсов.

После решения глобальных задач можно приступить к рассмотрению более детальных вопросов (например, внутри каждого компонента) с целью выявления инвестиционных возможностей и последующего проведения их анализа и отбора.

Необходимо отметить, что для России открывается уникальная возможность компенсировать последствия недостаточного объема инвестиций в инфраструктуру за последние несколько десятилетий и найти решение стоящих перед ней задач, что позволит обеспечить инновационное развитие России, которая должна играть более важную роль в мировой экономике. В то же время неэффективное исполнение запланированных мероприятий не только не принесет ожидаемых результатов, но и, возможно, еще более обострит существующие в России инфраструктурные проблемы.

Заявление об ограничении ответственности

Читатель настоящего отчета понимает, что выполнение работы фирмой «ПрайсвогтерхаусКуперс Раша Б.В.» (далее – «PwC») осуществлялось в соответствии с указаниями нашего клиента, Клуба директоров по науке и инновациям (далее – «Клуб»), которому адресован настоящий отчет, и исключительно для использования Клубом и получения им единоличной выгоды.

Читатель настоящего отчета признает, что подготовка настоящего отчета осуществлялась по распоряжению Клуба, которому адресован настоящий отчет, и что наш отчет может не включать всех процедур, которые считаются необходимыми для целей читателя отчета.

Читатель соглашается с тем, что фирма PwC, ее партнеры и сотрудники не несут и не принимают на себя никаких обязательств или ответственности перед ним, будь то по договору или деликту (в том числе совершенному по неосторожности или в силу нарушения обязанности по закону), за какие-либо убытки, ущерб или расходы (вне зависимости от их характера), понесенные в результате использования настоящего отчета читателем или иным образом ставшие следствием получения читателем доступа к отчету. Помимо этого, читатель соглашается не ссылаться на настоящий отчет и не цитировать его, полностью или частично, ни в каких проспектах эмиссии, регистрационных документах, проспектах предложения ценных бумаг, информационных документах, представляемых в государственные органы, кредитных и иных договорах и документах без предварительного письменного согласия PwC.

Обращаем ваше внимание на оговорку об ограничении ответственности, представленную в начале настоящего документа. Оговорка определяет границы работ и исследований, выполненных специалистами PwC при его подготовке. Необходимо также принять во внимание тот факт, что PwC не несет ответственности за использование предоставленной информации (кроме случаев, определенных в Договоре на оказание услуг, заключенном с Клубом).

Клуб директоров по науке и инновациям (iR&D Club) – профессиональное сообщество топ-менеджеров, отвечающих в крупнейших российских компаниях за инновационное развитие, науку, технологическую политику, исследования и разработки.

Это площадка по обмену опытом и лучшими практиками, установлению горизонтальных связей, формулированию и отстаиванию интересов профессионалов в сфере управления инновациями и R&D – iR&D.

Деятельность Клуба направлена на развитие профессионального сообщества iR&D директоров, укрепление его авторитета и влияния, а также решение межотраслевых задач по направлениям: стратегии и инструменты инновационного развития и R&D, финансирование НИОКР и инноваций, кадры и образование и др.



ОАО «РВК» – государственный фонд фондов, институт развития Российской Федерации, один из ключевых инструментов государства в деле построения национальной инновационной системы. ОАО «РВК» было создано в соответствии с распоряжением Правительства Российской Федерации от 7 июня 2006 года № 838-р.

Уставный капитал ОАО «РВК» составляет более 30 млрд рублей. 100% капитала РВК принадлежит Российской Федерации в лице Федерального агентства по управлению государственным имуществом Российской Федерации.

Число проинвестированных фондами РВК инновационных компаний в ноябре 2012 года достигло 126. Совокупный объем проинвестированных средств — 10,8 млрд рублей.

Основные цели деятельности ОАО «РВК» – стимулирование создания в России собственной индустрии венчурного инвестирования и значительное увеличение финансовых ресурсов венчурных фондов.

Важным направлением работы ОАО «РВК» является создание и поддержка специализированной сервисной инфраструктуры для игроков венчурного рынка, повышение прозрачности инвестируемых фондов и компаний, обеспечение комфортных условий в России для деятельности международных инвесторов и предпринимателей, оптимизация законодательства, влияющего на развитие инновационного бизнеса.



Российский Центр технологий и инноваций (ЦТИ) PwC был открыт осенью 2009 года с целью содействия развитию инновационно-технологического рынка в России и более широкому внедрению инноваций в российскую экономику. С этой целью мы исследуем тенденции в области инноваций и технологий, а также их влияние на компании, индустрии и рынки; разрабатываем методы повышения технологического потенциала российских компаний за счет внедрения новейших моделей управления; изучаем, как налоговые, правовые и финансовые инструменты стимулируют развитие новых технологий и инновационного бизнеса; оказываем содействие ведущим регуляторам и институтам развития инновационной экономики.

Одной из наших основных задач также является консультирование быстрорастущих технологических компаний (стартапов) по вопросам развития бизнеса и привлечения капитала.

PwC в России (www.pwc.ru) предоставляет услуги в области аудита и бизнес-консультирования, а также налоговые и юридические услуги компаниям разных отраслей. В офисах PwC в Москве, Санкт-Петербурге, Казани, Екатеринбурге, Новосибирске, Краснодаре, Воронеже, Южно-Сахалинске и Владикавказе работают более 2 300 специалистов. Мы используем свои знания, богатый опыт и творческий подход для разработки практических советов и решений, открывающих новые перспективы для бизнеса. Глобальная сеть фирм PwC объединяет более 180 000 сотрудников в 158 странах.

Контакты

iR&D Club

Владимир Костеев

Директор по связям с общественностью
и органами государственной власти
vk@irdclub.ru

Анна Ненахова

Руководитель направления
«Малый инновационный бизнес и инвестиции»
(Фонд «ВЭБ Инновации»)
an@irdclub.ru

+7 (495) 772 9590 (внутр. 3788, 3830)
www.irdclub.ru

ОАО «РВК»

Гульнара Биккулова

Директор департамента развития
и стимулирования инновационных рынков
Bikkulova.GZ@rusventure.ru

Филипп Мухин

Координатор программ
по развитию венчурного рынка
Mukhin.PR@rusventure.ru

+7 (495) 777 0104
www.rusventure.ru

Центр технологий и инноваций PwC

Олег Мальшев

Партнер, Корпоративные финансы
oleg.malyshev@ru.pwc.com

Владимир Буров

Директор, Отдел по оказанию услуг
банкам и финансовым институтам
vladimir.burov@ru.pwc.com

+7 (495) 967 6000
www.pwc.ru/cti

