

## **Офшорный инвестиционный фонд: к вопросу о затратах**

### **Введение**

Офшорный инвестиционный фонд – ценный инструмент привлечения и инвестирования финансовых ресурсов более или менее широкого круга инвесторов. В том числе речь может идти о средствах, хранящихся на счетах офшорных компаний. В числе наиболее распространенных юрисдикций для создания офшорных фондов можно назвать Багамские острова, Бермудские острова, Британские Виргинские острова, Каймановы острова, Ирландию, Джерси, Мальту. Среди континентально-европейских вариантов следует прежде всего упомянуть Люксембург, а также Андорру.

Как обсуждалось в других наших статьях на эту тему, деятельность инвестиционных фондов подлежит государственному регулированию даже в офшорных юрисдикциях. Однако это регулирование обычно не затрагивает характера самих инвестиций, а сводится к тому, чтобы менеджмент фонда удовлетворял определенным квалификационным требованиям. Как правило, это означает наличие у менеджера лицензии на управление фондами в данной юрисдикции или в другой стране, лицензии которой признаются в данной юрисдикции.

В связи с этим и некоторыми другими обстоятельствами, создание и поддержание деятельности офшорного инвестиционного фонда – довольно затратное мероприятие.

### **Структура и объем затрат**

Итак, основной задачей при создании фонда становится выбор менеджера фонда. Как правило, речь идет о достижении договоренности с профессиональными менеджерами, действующими в одной из «фондовых» юрисдикций. Поскольку менеджер в полном объеме несет ответственность по делам фонда (в том числе материальную ответственность перед инвесторами), его роль не может быть чисто номинальной, подобно номинальному директору «обычной» офшорной компании. В принципе возможны договоренности о тех или иных формах участия самих создателей (промоутеров) фонда в управлении средствами фонда, но в любом случае оно происходит под контролем менеджера.

Ввиду неформальной роли менеджера, оплата его услуг может составлять существенную часть затрат на ежегодное поддержание фонда. Кроме того, следует иметь в виду затраты на администрирование фонда, то есть периодическое вычисление стоимости чистых активов, ведение реестра акционеров, осуществление выплат и т.п. Эти функции могут быть возложены на того же менеджера или на отдельное должностное лицо – администратора фонда. К этому следует добавить расходы на услуги брокеров, банка, на внесение в котировочные листы, на оплату бухгалтерии и аудита, юридического адреса, ежегодных пошлин и лицензионных сборов самого фонда и т.д.

В общей сложности ежегодные расходы на содержание фонда могут составить порядка 50-100 тыс. долл. (При этом мы исходим из того, что речь идет о «настоящем» фонде, а не о номинальной структуре, используемой лишь как инструмент владения и не ведущей фактической инвестиционной деятельности.) Единовременные затраты на создание фонда также составят несколько десятков тысяч долларов (примерно от 30 и выше, в зависимости от юрисдикции).

### **Минимальный капитал**

Возникает вопрос, с каким начальным капиталом имеет смысл задумываться о создании собственного инвестиционного фонда? В большинстве офшорных юрисдикций законодательство не предъявляет сколько-нибудь ограничительных требований на сумму средств фонда. Однако, как видно из вышесказанного, если начальный капитал фонда (часто вкладываемый самими создателями фонда) составляет, скажем, 1 млн. долл., то даже при годовой доходности инвестиционных операций в 20% (брутто) львиная доля дохода будет «съедена» издержками на содержание фонда. Это не только само по себе неприятно, но и оказывает пагубное воздействие на итоговые показатели доходности фонда, а, значит, и на возможности по привлечению в него новых инвесторов. Чтобы не отпугивать инвесторов, создатели фонда иногда берут на себя обязательства по частичному возмещению ежегодных издержек фонда до тех пор, пока фонд не достигнет определенного размера (скажем, 10 млн. долл.).

Таким образом, более или менее разумным ориентиром для начала деятельности фонда представляется капитал в 3-5 млн. долл., с перспективой роста в ближайшее время до 10 млн. или выше.

### **Возможные этапы создания фонда**

В связи с вышеизложенным во многих случаях представляется разумным разбить деятельность по созданию фонда на этапы. На первом этапе может создаваться не фонд, а «обычная» офшорная компания (например, на Британских Виргинских островах). Создатели фонда вносят в капитал компании свой начальный вклад (например, 1 млн. долл.), открывают брокерские и банковские счета и начинают самостоятельно (без привлечения лицензированного менеджера) вести инвестиционную деятельность, как если бы это были счета фонда. С определенной периодичностью вычисляется стоимость чистых активов компании и т.д. Таким образом, деятельность компании полностью моделирует деятельность будущего фонда. При этом возможно и привлечение средств внешних инвесторов, но с серьезными ограничениями, о чем чуть ниже. По завершении первого года деятельности компания подводит ее итоги и проходит аудит. Если получившиеся результаты удовлетворительны, заверенная аудиторами отчетность может использоваться в дальнейшем как (неформальный) аргумент в пользу будущего фонда. Ввиду отсутствия необходимости привлечения лицензированных профессионалов ежегодные расходы в рассматриваемом случае резко уменьшаются и составляют единицы (а не десятки) тысяч долларов. Так, например, для компании с БВО ежегодные расходы могут составить порядка 3 тыс. долл. (не считая аудита).

Многие российские фондовые менеджеры давно имеют подобные компании для инвестирования офшорных средств своих клиентов. Но отношения с инвесторами, как правило, строятся на неюридической основе, а лишь на доверии между инвесторами и менеджером. Акционерами и директорами такой компании часто выступают номинальные лица, а с инвесторами не заключается никаких формальных договоров. Если речь идет о переходном этапе к созданию инвестиционного фонда, структура такой компании должна стать совершенно иной, гораздо более прозрачной. Предполагается, что инвесторы становятся зарегистрированными акционерами этой компании, то есть на имя инвесторов выпускаются акции, а их имена регистрируются в реестре акционеров компании. Отметим, что по действующему валютному законодательству РФ резидент – физическое лицо может без ограничений приобретать акции зарубежных, в том числе офшорных, компаний на сумму до 150 тыс. долл. в год. (можно и больше, но только через спецсчета). Впрочем, ничто не мешает инвестору при желании приобрести акции на имя собственной офшорной компании. Менеджер становится директором компании, чему российское законодательство также никак не пре-

пытствует. В результате отношения между инвесторами и менеджером приобретают формализованный характер. Заметим, что акционеры (инвесторы) обычно имеют право на смещение менеджера путем голосования на общем собрании акционеров. Это может показаться минусом с точки зрения менеджера, но для инвесторов немаловажен факт наличия юридического контроля над своими средствами. По сути, именно за счет этого обеспечивается возможность привлечения средств инвесторов в структуру, не имеющую разрешения на деятельность в качестве инвестиционного института. При этом возможны законодательные ограничения на число акционеров компании и др. (например, см. ниже о нерегулируемых фондах на Каймановых островах).

Получившиеся показатели доходности, естественно, играют важную роль для привлечения будущих инвесторов. На данном этапе менеджер может не тратить средств компании на выплату вознаграждения самому себе за услуги управления и администрирования, однако при исчислении показателей доходности имеет смысл принять во внимание эти статьи расходов будущего фонда. Предположим, в перспективе сумма средств фонда, как ожидается, составит 30 млн. долл., а годовые расходы на управление – 45 тыс. долл. Если в настоящее время сумма средств под управлением компании составляет 1 млн. долл., то для получения реалистического показателя доходности нужно учесть управленческие затраты в сумме 1,5 тыс. долл. (пропорционально сумме средств под управлением).

Следующий этап – создание «настоящего» фонда на базе такой компании. Можно либо перерегистрировать саму компанию как фонд (получив соответствующее разрешение или лицензию от местных властей), либо создать фонд с нуля, а компанию сделать его дочерней структурой, через которую в дальнейшем ведутся инвестиционные операции. При создании фонда уже не обойтись без привлечения лицензированных специалистов и без соответствующих расходов. Положительная инвестиционная история первоначально созданной компании может играть некоторую роль как при получении разрешения властей на деятельность фонда, так и при достижении договоренностей с профессиональными менеджерами (в части допуска создателей фонда к управлению средствами фонда). Она играет роль и для привлечения внешних инвесторов, но скорее неформальную, так как история такой компании и история фонда – все же разные вещи.

На данном (втором) этапе фонд может сначала создаваться в том или ином «усеченном» варианте. Во многих юрисдикциях государственное регулирование носит менее жесткий характер при соблюдении фондом определенных ограничений. Так, например, на Британских Виргинских островах возможно создание не только публичных фондов (которые могут привлекать средства неограниченного круга инвесторов), но также частных и профессиональных фондов (с определенными условиями в отношении числа инвесторов и квалификации инвесторов, соответственно). Для таких типов фондов получить разрешение на их деятельность гораздо проще, а, кроме того, нет требования обязательного аудита. За счет «усеченного» характера фонда не только легче пройти бюрократические формальности, но и можно сэкономить на ежегодном содержании (например, за счет того же аудита). Пример из другой юрисдикции: на Каймановых островах фонд, имеющий не более пятнадцати инвесторов, которые имеют правом большинством голосов назначать или смещать оператора фонда, вообще не подлежит государственному регулированию. Фонд, предусматривающий определенную сумму минимального вклада (40 тыс. долл. КО), подлежит лишь несложной государственной регистрации; остальные регулируемые фонды должны получить лицензию или иметь лицензированного управляющего. Сходная идеология раздельного регулирования различных типов фондов применяется и во многих других офшорных юрисдикциях.

Наконец, в дальнейшем, если дела фонда идут хорошо, можно перерегистрировать его в полноценный публичный фонд – коль скоро в этом будет необходимость. В таком случае возможен выход на самые широкие финансовые рынки, но и расходы на содержание фонда могут значительно возрасти (на маркетинговую деятельность и др.). Эту стадию мы детально рассматривать не будем. Отметим лишь, что даже публичный фонд, то есть имеющий право на привлечение средств неограниченного круга инвесторов по законодательству страны своей регистрации, не может, как правило, вести рекламную и подобную деятельность по привлечению инвесторов на территории другой страны (например, в России или в США). Для этого необходимо получение соответствующего разрешения от властей такой страны.

### Пример расчета расходов на создание и содержание фонда

Нижеследующие расчеты представляют собой лишь пример (но реалистический) для конкретного случая создания офшорного инвестиционного фонда. Конфиденциальная информация заменена крестиками.

#### Характеристики фонда:

Юридическая форма:	FCP (fonds commun de placement)
Первоначальный объем:	3 000 000 евро
Инвестиционный стиль:	Equities active trading
Уровень волатильности:	Средний
Уровень рентабельности:	Средний/высокий
Benchmark:	XXX
Расчет NAV:	Ежедневно
Депозитарий:	XXX
Администрирование:	XXX
Управление:	XXX
Брокерские услуги:	XXX
Аудит:	KPMG
Контроль и регистрация:	XXX
Котировки в:	Bloomberg
Код ISIN:	Да
Запуск:	XXX

#### Разовые и ежегодные выплаты

Услуги*	Управляющая компания	Промоутер
Учреждение**	35 000	
Сборы по подписке	0,1%	Макс. 2,9%
Управление	0,3%	Макс. 2,2%
Администрирование***		
От 3 до 6 млн. евро	0,8%	
От 6 до 12 млн. евро	0,7%	
Брокерские услуги****	0,18%	
Домицильные услуги	3000	
Трансфертный агент*****	50	

- \* Все расценки указаны в евро. Расходы по аудиту не включены.
- \*\* Расходы по учреждению фонда возлагаются на фонд и амортизируются в течение 5 лет.
- \*\*\* При данных объемах устанавливается минимум – 40 000 евро в год, которого должны достигать все комиссионные по администрированию и управлению в сумме.
- \*\*\*\* Первоначальная цена на 3-месячный период. По истечении 3 месяцев может меняться.
- \*\*\*\*\* За операцию.

### **Особые условия**

Данные расчеты предполагают следующую динамику роста фонда:

- При учреждении - 3 000 000 евро.
- По истечении 6 месяцев - 6 000 000 евро.
- По истечении 1 года - 12 000 000 евро.

### **Пояснения**

В данном случае инвестиционный фонд был учрежден в одной из европейских юрисдикций. Создание фонда происходило «в один прием», без разбивки на этапы. Расходы по созданию фонда составили 35 тыс. евро. Они были внесены Промоутером, то есть инициатором проекта, на счет управляющей компании, которая осуществляла работы по созданию фонда. Однако после учреждения (и наполнения) фонда эти средства возвращаются Промоутеру фондом. Они относятся на расходы самого фонда и списываются на финансовые результаты в течение пятилетнего периода.

Функции управляющего и администратора фонда приняла на себя лицензированная (в соответствующей юрисдикции) управляющая компания. Промоутером была достигнута частная договоренность с управляющей компанией о делегировании Промоутеру оперативного управления средствами фонда, с возможностью контроля со стороны управляющей компании в онлайн-режиме.

При своей работе фонд несет различные расходы, включая оплату услуг управляющей компании (и, косвенно, Промоутера), основные из которых приведены в таблице. Они, как правило, осуществляются за счет средств самого фонда. В конечном счете они ложатся на инвесторов фонда (в связи с чем достаточно детальная информация о них содержится в инвестиционном меморандуме или проспекте эмиссии фонда, представляемом инвестору). Однако инвестор не оплачивает эти расходы напрямую: он ощущает их лишь через изменение стоимости имеющихся у него паев (долей, акций) фонда. Кроме того, определенные сборы могут взиматься с инвестора непосредственно при осуществлении операций с паями фонда: выпуске, погашении, передаче.

В рассматриваемом случае при подписке на паи фонда с инвесторов взимается сбор за подписку. Его ставка определена по соглашению между Промоутером и управляющей компанией. Законодательство и практика данной юрисдикции не допускают установления данного сбора в размере свыше 3% от суммы, на которую подписывается инвестор. Согласно достигнутой договоренности, в данном случае 0,1% достается управляющей компании (фактически это вознаграждение за проведение контрольных процедур), остальное получает Промоутер, на которого и ложится основная работа по привлечению инвесторов в фонд. При начальной подписке паи размещаются по номинальной стоимости, в дальнейшем – в соответствии со стоимостью чистых активов фонда в расчете на пай (в обоих случаях с поправкой на указанный сбор).

При учреждении фонда предполагается разместить паев на 3 млн. евро. Из них порядка 1 млн. намерен внести сам Промоутер, а остальное предполагается получить от привлеченных им инвесторов. В дальнейшем подписка продолжается и к концу первого года деятельности сумма

сторов. В дальнейшем подписка продолжается и к концу первого года деятельности сумма средств фонда должна достигнуть 12 млн. евро.

В данном примере с инвесторов не взимается процентный сбор при погашении их паев, то есть паи погашаются в точном соответствии со стоимостью чистых активов фонда (в расчете на каждый пай). Однако как при выпуске, так и при погашении паев с инвестора взимается фиксированный сбор в пользу трансфертного агента, осуществляющего регистрацию инвесторов (50 евро за операцию).

Далее, из средств фонда выплачивается вознаграждение управляющего и администратора. В соответствии с практикой данной юрисдикции, годовое вознаграждение управляющего не может превышать 2,5% средств фонда. Согласно достигнутой договоренности, в данном случае 0,3% достается самой управляющей компании, остальное получает Промоутер, на которого и ложится основная работа по управлению средствами фонда. Вознаграждение администратора (за ежедневный подсчет стоимости чистых активов фонда и т.п.) также определяется в процентах от суммы средств фонда (по регрессивной шкале). Однако в данном случае условием управляющей компании было то, что сумма ее ежегодного вознаграждения суммарно за услуги управления и администрирования будет не ниже определенного минимума (40 тыс. евро).

Кроме того, документами фонда (инвестиционным меморандумом и договором на управление) может быть предусмотрена выплата т.н. «поощрительного вознаграждения» управляющему (или, в данном случае, Промоутеру, фактически осуществляющему функции управления). Такое вознаграждение устанавливается в зависимости от прироста чистых активов фонда в расчете на один пай. Ставка может составлять, например, 20%. То есть если управляющий обеспечил рост стоимости пая на 1 евро, с каждого пая ему причитается 20 евроцентов. Технически это вознаграждение может выплачиваться как из средств самого фонда, так и за счет соответствующей коррекции выкупной стоимости пая при его погашении. Однако в рассматриваемом случае этот вид вознаграждения не предусмотрен.

Из средств фонда выплачивается и вознаграждение брокера. Вообще говоря, оно определяется объемом операций по брокерскому счету. Однако в данном случае была достигнута договоренность об установлении ежегодного вознаграждения в размере 0,18% от суммы средств фонда, но лишь на определенный период (после чего ставка может измениться в зависимости от фактически ведущихся операций).

Из средств фонда осуществляются и другие расходы, такие как оплата юридического адреса (доминиальных услуг), плюс, в зависимости от юрисдикции, разного рода пошлин или лицензионных сборов, а также оплата услуг бухгалтеров и аудиторов. Последние расходы трудно оценить заранее, так как они существенно зависят от операций фонда. В любом случае они составят не менее нескольких тысяч евро. Все расходы могут оплачиваться через счета управляющей компании.

Как упоминалось выше, чтобы не портить картину доходности фонда, Промоутер может на первоначальный период частично взять на себя расходы по содержанию фонда, но в данном случае этого не произошло.

## **Выводы**

Офшорные фонды как инструмент привлечения и инвестирования зарубежных (в том числе офшорных) капиталов становятся все более востребованными среди российских фондовых управляющих.

Однако следует понимать, что создание офшорного фонда существенно отличается от создания «обычной» офшорной компании. Помимо прочих различий, учреждение и содержание фонда - дело довольно затратное. Ввиду этого создание фонда может быть экономически обосновано лишь при начальном капитале примерно от 3 млн. долл. Эта сумма может быть внесена самим создателем фонда или привлечена от третьих лиц.

Для оптимизации затрат возможно разбить создание фонда на этапы: вначале создать нерегулируемую компанию, затем фонд с ограниченными правами, затем, при необходимости, – полноценный публичный фонд.

С учетом сказанного, создание собственного инвестиционного фонда за рубежом – задача вполне разрешимая.

Материал подготовлен компанией Roche & Duffay  
тел. (095) 790-2660; 924-1300