

**Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего профессионального образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской
Федерации»**

Факультет «Финансы и кредит»

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»

_____ Б.Б. Рубцов зав. Кафедрой

«__» _____ 2012 года

Магистерская диссертация

Алмазовой Натальи Евгеньевны

на тему:

**«Создание хедж-фонда в оффшорной зоне: выбор юрисдикции,
структуры, контрагентов»**

направление подготовки – 080100.68 – «Экономика»

Магистерская программа – «Финансовые рынки и финансовый
инжиниринг»

Научный руководитель:

Доцент, Ребельский Николай Михайлович _____

Москва – 2012

Содержание

Введение	3
Глава 1. Понятие и сущность хедж-фондов	8
1.1. Понятие и роль хедж-фондов в управлении рисковым капиталом	8
1.2. Типовая структура хедж-фондов: организационные и правовые аспекты в международной и российской практике	14
1.3. Состав, структура и особенности управления финансовыми активами хедж-фонда	21
Глава 2. Выбор и анализ оффшорной юрисдикции для организации хедж-фонда	Ошибка! Закладка не определена.
2.1. Понятие и роль оффшорных зон в организации финансирования венчурного капитала	Ошибка! Закладка не определена.
2.2. Анализ юрисдикции фонда – Багамские острова	30
2.3. Анализ юрисдикции фонда – Каймановы острова	Ошибка! Закладка не опре
2.4. Анализ юрисдикции фонда – Люксембург	40_Тoc277065057
Глава 3. Анализ затрат по организации и поддержанию хедж-фонда в оффшорной зоне	73
3.1. Затраты на регистрацию и обеспечение жизнедеятельности хедж-фонда	54
3.2. Анализ затрат на создание и поддержание хедж-фонда на Багамских островах	63
3.3. Анализ затрат на создание и поддержание хедж-фонда на Каймановых островах	73
3.4. Анализ затрат на создание и поддержание хедж-фонда в Люксембурге	73
Заключение	Ошибка! Закладка не определена.
Список используемой литературы	Ошибка! Закладка не определена.
Приложение 1	95
Приложение 2	99

Введение

Хедж-фонды существуют более чем пятьдесят лет, однако наибольшее их влияние на инвестиционный мир начало проявляться с начала 90-х годов двадцатого столетия. Альфред Винслоу Джонс, по профессии социолог и известный как профессиональный журналист, основал партнерство в Нью-Йорке в 1949 году, которое стало известным как первый хедж-фонд. Джонс хотел защитить свои сбережения от рыночного риска. По его подсчетам, используя техники коротких продаж, он мог бы защитить свой портфель на падающих рынках. Использование леввериджа¹ позволило ему усилить длинные и короткие позиции в портфеле. В результате успешная стратегия Джонса привела к увеличению первоначальных инвестиций на 670% в период с 1955 по 1965 года.

Интерес к хедж-фондам был относительно невысок вплоть до 1990 года, когда знаменитые менеджеры хедж-фондов Джулиан Робертсон, Михаэль Стэнхард и Джордж Сорос взойшли на олимп хеджевых инвестиций. Если в 1990 году существовало около 100 хеджевых фондов с активами под управлением около 38.9 млрд. долларов, то к 1995 году эта цифра возросла до 185.7 млрд. долларов, инвестированных в более чем 170 фондов альтернативных инвестиций. В 2005 году объем активов под их управлением вырос до 1.1 трлн. долларов, распределенных среди 8,500 хедж-фондов, 196 из которых контролировали около 730 млрд. долларов.

В настоящее время существует около 15400 хедж-фондов, имеющих только одну стратегию инвестирования, и более 6100 фондов фондов (funds of funds). Каждый год появляется от 800 до 1000 новых хедж-фондов, 36% из которых с одной стратегией инвестирования зарегистрированы в США, но подавляющее большинство – 64% – в оффшорных зонах. Среди фондов

¹ Левверидж (от англ. *leverage* — действие рычага): соотношение заемного капитала и собственного капитала компании

фондов аллокация абсолютно идентичная: 18% зарегистрированы на американском континенте, в то время как 82% на территории так называемых оффшорных юрисдикций.

Описанная выше тенденция не случайна. По сей день использование оффшорных территорий в бизнесе служит способом оптимизации корпоративной структуры компаний и холдингов. Особенно ярко это прослеживается на примере страховых и финансовых предприятий. Оффшоры используются как крупными компаниями, так и владельцами небольшого частного бизнеса по всему миру. Оффшорные структуры направлены на оптимизацию налогооблагаемой базы, обеспечение надежной защиты прав собственности, а также на сохранение конфиденциальности в вопросе конечных собственников. При этом государство имеет ограниченный контроль над такими компаниями².

В качестве **цели** данного исследования выступает создание алгоритма организации хедж-фонда как финансового института, генерирующего повышенную прибыль и хеджирующего денежные средства инвестора в условиях любой рыночной конъюнктуры. Для получения оптимального чистого денежного потока предлагается выбрать определенную оффшорную зону, в рамках инкорпорации в которой учредитель фонда сможет снизить свои издержки за счет отсутствия налогов, либо их пониженных ставок.

Для выполнения указанной цели автор исследования сосредоточился на выполнении ряда следующих задач:

- изучить теоретические особенности функционирования оффшорных юрисдикций;
- проанализировать экономические и организационные детали деятельности хедж-фондов;

²Guide to sound practices for European hedge fund managers, The Alternative Investment Management Association Limited (AIMA), 2002. - 116 p.

- определить классификацию инвестиционных стратегий, используемых данными фондами;
- определить различные стороны влияния деятельности хедж-фондов на мировые финансовые рынки;
- рассмотреть типовую структуру оффшорного хедж-фонда;
- выбрать и проанализировать ряд оффшорных юрисдикций, подходящих для учреждения инвестиционного фонда;
- выстроить организационную и правовую структуру функционирования на примере конкретного фонда;
- провести анализ затрат по созданию и ведению фонда в рассмотренных юрисдикциях и выбрать наиболее оптимальный вариант.

Актуальность темы исследования объясняется быстрым усилением роли хедж-фондов на глобальной экономической арене и уровня оказываемого ими влияния на мировые финансовые рынки в условиях практически полного отсутствия механизмов государственного надзора за инвестиционной деятельностью подобных институтов.

Степень изученности проблемы. Для подготовки данного диссертационного исследования использовались труды как зарубежных, так и российских ученых. В целях анализа деятельности хедж-фондов и применяемых ими стратегий, в процессе изучения теоретических и практических подходов к регулированию их деятельности, использовались труды, в первую очередь, зарубежных ученых: Г.Адами, Н. Аменк, Дж. Андраде, М. ДЖ. Астарита, Р. Гибсон, Дж. Мартин, Дж. Нейл, К. Трише, А. Фрэнклин, В. Фунг, Г. Эллисон, Р. Штольц, а также материалы, публикуемые лучшими международными консалтинговыми компаниями («PricewaterhouseCoopers», «Deloitte&Touche», «Roche & Duffay»), плюс те немногие учебные пособия по международной экономике и оффшорному

бизнесу отечественных экономистов, доступные для публичного пользования: монографии и публикации в научных журналах В. Костикова, В. Котикова, А. Е. Лукьяновой, Э. М. Сердинова.

Что касается научных работ, защищенных на подобные темы, необходимо отметить, что особенности инвестиционной деятельности хедж-фондов в России пока остаются мало изученными. Во многом это связано с эффектом "неприсутствия" хедж-фондов на российском финансовом рынке, что влечет за собой недостаточную актуальность их глубокого исследования в нашей стране. В итоге научных работ, посвященных данной теме, единицы.

Вышеописанное еще раз подчеркивает насущную необходимость изучения комплекса вопросов, составляющих отличительные черты данного исследования: детальное изучения хедж-фондов в целях рассмотрения их сущности и отличительных особенностей, тенденций и факторов развития, оценки их позитивного и негативного влияния на финансовую среду, как в глобальном, так и в страновом аспектах, описании их внутренней организации, налогового регулирования в странах инкорпорации большинства хедж-фондов – оффшорных юрисдикциях.

Объектом исследования является организационная и правовая структура оффшорного хедж-фонда.

Предметом исследования - совокупность международных правовых и финансовых аспектов, которые являются основополагающими при определении оптимальной структуры оффшорного инвестиционного фонда.

Российские инвесторы и инвестиционные компании активно используют оффшорные юрисдикции в своих структурах, и это касается не только крупных международных компаний: учредителями фонда могут быть также и физические лица. Все, что необходимо для учреждения фонда и получения дохода, это инвестиции, которые, благодаря льготному

оффшорному режиму, при грамотном управлении будут достаточно рентабельными.

1 Понятие и сущность хедж-фондов

1.1 Понятие и роль хедж - фондов в управлении рисковым капиталом

Существует множество определений хедж-фондов. Трудность подбора наиболее приемлемого связана с тем, что необходимо выделить, в первую очередь, стандартные черты, присущие любому виду коллективных инвестиций, а также специфические особенности, присущие только хедж-фондам и делающие их уникальными в своем роде.

На наш взгляд, следует привести два определения хеджевых фондов: исходя из особенностей управления активами, присущими только данному виду фондов, либо исходя из юридической структуры хеджевых фондов.

Рассмотрим первый подход. Хедж-фонд рассматривается как активно управляемый инвестиционный пул, в противопоставлении пассивно управляемому индексному фонду. Однако это теоретический подход, поскольку современные хедж-фонды имеют множество разных инвестиционных стратегий и различаются по целому ряду других параметров. Результат фонда, в большинстве своем, зависит от успеха управляющего, который, как правило, должен обыграть бенчмарк³ (к примеру, индекс MSCI), чтобы показать достойный результат и мотивировать инвестора вкладывать деньги именно в этот фонд, а не в другой. Управляющие хедж-фондов серьезно замотивированы на результат, поскольку менеджер фонда получает ориентировочно 2-3% от активов под управлением плюс премию за результат в размере 20% заработанной прибыли. Во взаимных фондах большинство менеджеров получают зарплату только в зависимости от капитала, находящегося под управлением, что делает их менее заинтересованными в конечном результате. Управляющие

³ Бенчмарк (от англ. benchmark — «ориентир», «эталон»): нечто, что служит эталоном для сравнения.

хедж-фондов используют все виды финансовых инструментов и не ограничены в своем выборе стратегий инвестирования. Также используется леверидж, чтобы увеличить эффект от принимаемых решений.

Делая вывод из вышесказанного, можно отметить, что хедж-фонды не лимитированы юридически в выборе финансовых инструментов или стратегий инвестирования. Также нет ограничений по объему принимаемого риска. Это подводит нас ко второму определению хедж-фонда. Почти все подобные финансовые институты юридически созданы так, чтобы обходить национальное инвестиционное законодательство. Хедж-фонды обычно создаются в форме ООО (limited liabilities companies), либо ограниченных партнерств (limited partnerships). Это делается в целях избежания двойного налогообложения. Для более оптимального налогового планирования фонды также регистрируются в оффшорных зонах. Преимущества данного подхода рассматриваются более подробно во второй главе. Если провести обобщение двух подходов к понятию хедж-фонда, можно дать следующее определение.

Хедж-фонд - это активно управляемый инвестиционный пул, не ограниченный нормативным регулированием, либо подверженный слабому регулированию, недоступный широкому кругу лиц и управляемый профессиональным управляющим в целях получения абсолютного дохода, отличающийся уникальной структурой вознаграждения за управление активами, а также наличием собственного вклада управляющего в капитале фонда. Последний фактор повышает мотивацию управляющего и способствует принятию разумного уровня риска.⁴ Хеджирование - один из основных элементов хедж-фондов и их важнейшая функция, которая подразумевает защиту от рисков потери активов, используя различные инвестиционные стратегии и финансовые инструменты.

⁴ Robert A.Jaeger. All about Hedge Funds. The easy way to get started.McGraw-Hill, 2003.-p.48

Рассмотрим, какими же преимуществами обладают хедж-фонды по сравнению с взаимными фондами:

1. Независимость от рыночной конъюнктуры. Наличие в одном портфеле как длинных, так и коротких позиций делает возможным хедж-фондам зарабатывать на растущем и на падающем рынке.
2. Высококвалифицированные управляющие. Хедж-фонды привлекают самых успешных и опытных управляющих. Это связано с тем, что управляющий хедж-фонда в качестве компенсации за свою работу получает не только долю от управляемого им капитала (0,1%-3%), но и определенный процент с прибыли (20%-30%). Подобная система оплаты делает труд управляющего хедж-фондом гораздо более высокооплачиваемым, нежели труд управляющего обычным взаимным фондом. Кроме того, управляющий хедж-фондом из-за своей прямой заинтересованности будет стремиться получить максимальную отдачу от инвестиций.
3. Эффективная система вознаграждения управляющего. Как уже рассматривалось ранее, вознаграждение управляющего фондом складывается из двух составляющих: фиксированной и «за результат». Наличие второй составляющей, безусловно, стимулирует менеджера к более эффективной работе. Кроме того, принцип выплаты вознаграждения «за результат» имеет свои особенности. В первую очередь, оно зависит от величины прибыли, полученной в отчетный период. В случае если в какой-то из отчетных периодов фонд сработал с видимым убытком, тогда в отчетном периоде фиксируется полученный размер убытка. А вознаграждение самой управляющей компании выплачивается только после покрытия убытка за предыдущий период. Подобный принцип расчета вознаграждения менеджера еще больше повышает эффективность его работы.

4. Использование новейших достижений в сфере финансовых технологий. Работа хедж-фонда основана на активном управлении вложенными средствами. Это заставляет менеджеров хедж-фондов использовать в своей работе последние достижения из области информационных технологий, финансовых вычислений.
5. Отсутствие регуляторного контроля государства. Особенность хедж-фондов в том, что они не подпадают под контроль государственных органов, в том числе по причине регистрации в оффшорных зонах (Каймановы острова, Бермуды, Багамы, Ирландия, Люксембург). Причина их учреждения на данных территориях – низкие расходы на поддержание жизнедеятельности фонда, ведение отчетности и большая свобода действий.
6. Свобода выбора инвестиционного стиля. Хедж-фонды свободны в выборе стратегий инвестирования, тогда как в других формах организации фондов действия управляющих серьезно ограничены законодательством. Например, взаимные фонды имеют строгие ограничения по покупке традиционных ценных бумаг: акций, облигаций и др. Хедж-фонды, кроме этого, в своей деятельности могут использовать любые формы производных: опционы, конвертируемые облигации, валюты, короткие продажи.
7. Диверсифицированность портфеля. Хедж-фонды могут позволить себе иметь в своем портфеле различные виды инструментов, что делает их портфель диверсифицированным, и, как следствие, менее рискованным.
8. Широкое использование технологий риск-менеджмента. Потенциальные риски хедж-фонды измеряют через современные методики риск анализа, такие как: Value-at-Risk, стресс-анализ, моделирование Монте-Карло, оценки кредитоспособности контрагентов. Все это хеджирует риск вложений в хедж-фонды.

9. Участие управляющего в капитале хедж-фонда. Менеджер фонда часто вносит собственные средства в уставный капитал. Это рассматривается инвесторами как гарантия результатов деятельности хедж-фонда.
10. Сравнение с индексом. Показатели деятельности хедж-фондов, как правило, противопоставляют какому-либо бенчмарку (как правило, индексу, например, MSCI). Управляющий фондом должен обыграть индекс, причем не всегда положителен тот факт, что менеджер значительно превосходит данный эталон, так как это может говорить о том, что управляющий не придерживается первоначальной стратегии инвестирования. Когда индекс-бенчмарк идет вниз, то для менеджера серьезным результатом будет считаться даже тот факт, что активы фонда держатся в цене на прежнем уровне, что и ранее. Для самого управляющего хедж-фондом, конечно, такой исход будет неудовлетворительным, так как лишит его дополнительного вознаграждения.

Все перечисленные преимущества хедж-фондов делают их более доходными в сравнении с традиционными паевыми фондами (взаимными фондами). Увеличение доходности хедж-фонда достигается также и за счет активного привлечения заемных средств. Кроме того, хедж-фонды выигрывают и по критерию риска.

Стоит сказать и о роли хедж-фондов на международной и российской арене. Важнейшая роль хедж-фондов прослеживается на рынке капиталов, потому что они поддерживают рост экономики, инвестируя туда, куда остальные управляющие не могут вложить средства из-за ограниченности инвестиционных стратегий. Кроме этого, хедж-фонды предоставляют развивающимся экономикам (хедж-фонды Emerging Markets управляют активами на сумму более 250 млрд долларов США, по данным Barclayhedge),

необходимый рисковый капитал⁵. Также хедж-фонды играют важнейшую роль по отношению к институциональным инвесторам, предоставляя им ликвидность.

Хедж-фонды способствуют улучшению состояния рынков через получения прибыли за счет нахождения временной неэффективности рынков, неверной оценки активов, неверного размещения капитала. Хедж-фонды, благодаря своей свободе в выборе инвестирования, участвуют в сложных, неликвидных, трудно оцениваемых инвестициях, тем самым создавая баланс на рынках активов.

⁵ James R. Hedges IV. Hedges on hedge funds. How to successfully analyze and select an investment, John Wiley & Sons, Inc. 2005. – 233 p.

1.2 Типовая структура хедж-фондов: организационные и правовые аспекты в международной и российской практике

Хедж-фонд является центром сложного образования, состоящего из многих частей. Подобная структура позволяет менеджерам сосредоточиться на управлении активами, делегировав остальные функции третьим сторонам.

Для формирования хедж-фонда необходим стартовый капитал на сумму около 60-100 млн. долларов, персонал и необходимая инфраструктура, которая рассматривается ниже в разделе 1.3. Следует отметить, что содержание и обслуживание инфраструктуры фонда составляет значительную часть постоянных затрат фонда. На ее поддержание ежегодно уходит 1-2% от стоимости активов фонда. Как показывает практика, более 60% разорившихся фондов уходят с рынка именно из-за операционного риска, а не инвестиционного. Иначе говоря, доходы от работы фонда не окупали расходы на его содержание и обслуживание⁶.

Ниже на схеме №1 приводятся основные звенья организационной структуры хедж-фонда.

⁶ Гунько В., Апель А., Соколов И. Обналичивание и оффшорный бизнес в схемах. - СПб., 2005.



Схема 1-Типовая организационная структура хедж-фонда

Спонсор/инвесторы

Спонсором и зачастую крупным участником хедж-фонда является его учредитель. В качестве учредителя он становится главным держателем голосующих акций, посредством которых осуществляет контроль над деятельностью совета директоров. Голосующие акции, как правило, не дают своему владельцу право на долю прибыли от управления фондом.

Кроме того, спонсор нередко бывает одним из инвесторов и в этом качестве владеет долей акционерного капитала в форме неголосующих акций. Неголосующие акции подразделяются на несколько типов, но все они дают право на участие в прибыли.

Инвестиционный управляющий/Инвестиционный консультант

Инвестиционный управляющий является лицом или компанией, которая определяет инвестиционную стратегию хедж-фонда, принимает конкретные инвестиционные меры по ее осуществлению, а также берет на

себя руководство по операционной деятельности фонда. В некоторых случаях в этой деятельности ему помогает инвестиционный консультант. Расходы управляющего покрываются из платы за управление активами, которая составляет, как правило, 1-2% от суммы инвестированных средств (management fee), а также получает вознаграждение за результат (performance/incentive fee) около 20% от прибыли.

Совет директоров

На совет директоров хедж-фонда возложена функция контроля всех аспектов его деятельности. Совет директоров наблюдает за деятельностью инвестиционного управляющего и остальных фирм. В его задачу также входит разрешение конфликтов, когда интересы акционеров входят в противоречие с деятельностью инвестиционного управляющего. Члены совета директоров несут персональную ответственность, вплоть до уголовной, за соблюдение фондом принципов и правил, заявленных в инвестиционном меморандуме.

Банк/кастодиан

В роли кастодиана должен выступать банк с хорошей репутацией, в функцию которого, прежде всего, входит хранение активов инвестора, то есть ценных бумаг и денежных средств. В ряде случаев кастодиан не располагает ими в реальности, он просто берет их на баланс через систему центрального депозитария той страны, в которой находится. Кастодиан также может заниматься проведением и оформлением сделок, однако эта функция чаще переходит к брокеру. Кастодиан также готовит отчеты о сделках, проходящих через счет фонда, и иногда может проверять соответствие инвестиционной политики управляющего заявленным целям.

Администратор

Основной функцией администратора является определение стоимости чистых активов фонда (NAV-net asset value). Калькуляция NAV осуществляется, как правило, на дату подписки на акции фонда или их погашения, и обычно приходится на первый рабочий день месяца. Для

некоторых фондов с большей ликвидностью расчет NAV осуществляется еженедельно или ежедневно. Наибольшие проблемы возникают при независимом определении стоимости тех активов, для которых не существует ликвидного рынка.

Большинство администраторов осуществляет также целый ряд других функций таких, например, как то оплата счетов, рассылка отчетов акционерам, составление бухгалтерской отчетности и другие. Часто администратор берет на себя задачи платежного агента, который проводит подписку на акции фонда и их погашение.

Аудитор:

Проверяет соответствие финансовой отчетности фонда нормам бухучета и финансового законодательства. Как правило, фонд проводит аудит своей отчетности на ежегодной основе.

Брокер/Первичный брокер (prime broker):

Если обычные брокеры проводят разовые сделки для хедж-фондов, первичный брокер берет на себя гораздо больше функций. В роли первичного брокера, как правило, выступает инвестиционный банк с мировым именем (Morgan Stanley, Goldman Sachs, Merrill Lynch). Поскольку в структуре такого банка находятся и брокерская компания, и трейдинговое подразделение, и операционный офис, и управляющая компания, то он в состоянии предоставить хедж-фондам целый спектр услуг: брокерское подразделение проводит сделки хедж-фонда, а затем закрывает сделку и отчитывается о ней перед кастодианом. Зачастую первичный брокер и сам выполняет функции кастодиана. Управляющая компания первичного брокера может давать акции в долг. Помимо этого, первичный брокер может предоставлять фонду кредитное плечо⁷.

С позиции юрисдикции все хедж-фонды можно разделить на оншорные и оффшорные. Особенность заключается в том, что в силу

⁷ Котиков В., Нейл Д. Хедж-фонды: Игра на рынке по новым правилам. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.- с.136

американоцентризма мирового финансового рынка оншорными фондами считаются те, которые зарегистрированы в США. Соответственно оффшорными все оставшиеся. Однако большая часть оффшорных фондов на практике зарегистрирована именно в оффшорных зонах, интересующих инвесторов предоставляемыми налоговыми льготами и упрощенной процедурой регистрации.

Наиболее широко используемыми на практике юридическими формами организации оффшорных хедж-фондов являются: ограниченное товарищество (Limited partnership - LP), компания с ограниченной ответственностью (Limited Liability Company – LLC) и паевой траст (Unit Trust).

В основе ограниченного товарищества лежит учредительный договор, в соответствии с которым прописывается ответственность генерального партнера (General partner) и ограниченных партнеров (Limited partners). Генеральный партнер – это физическое или юридическое лицо, стоящее у истоков создания фонда, берущее на себя управление капиталом самого партнерства, а также повседневными операциями. Генеральный партнер несет неограниченную ответственность по обязательствам партнерства. Ограниченные партнеры являются только пассивными инвесторами, не несут ответственности свыше вложенного ими капитала и не участвуют в управлении компанией. Также они не могут продавать или передавать свои паи другому лицу без согласия генерального партнера. Отличительной чертой ограниченного партнерства является «сквозное» налогообложение, в соответствии с которым налоги взимаются не с самой компании, а индивидуально с каждого партнера по определенным налоговым ставкам.

Компания с ограниченной ответственностью (Limited liability company) является более современной и широко используемой формой юридической организации хедж-фондов в оффшоре. Участники LLC уже не являются

партнерами, а именуются членами и имеют право осуществлять руководство самостоятельно или делегировать его наемному менеджменту. Права собственности и голоса распределяются в каждом случае по-разному в зависимости от потребностей компании. К примеру, могут существовать различные классы акций для самих учредителей, ключевых инвесторов и оставшихся участников. При такой схеме правом голоса будут обладать, как показывает практика, только учредители. Ключевые инвесторы, предоставляющие стартовый капитал фонду, могут обладать акциями с чуть более низкой ликвидностью, которая компенсируется меньшей платой за управление активами или снижением вознаграждения управляющих. Участвовать в фонде могут все категории инвесторов: физические лица, юридические лица, резиденты и нерезиденты, корпорации. Компания с ограниченной ответственностью является весьма привлекательной структурой, так как совмещает в себе преимущества ограниченной ответственности по обязательствам компании для всех ее членов со сквозным налогообложением партнерства. Иногда LLC могут получать статус «освобожденной компании» (exempt company), который позволяет им не предоставлять реестр акционеров для публичной инспекции, не организовывать ежегодные собрания акционеров, что еще более упрощает их создание.

Что касается паевых трастов (unit trust), то их инвесторы в соответствии с принципами траста передают свое имущество в доверительное управление менеджеру траста и получают статус бенефициаров. Как и другие виды трастов, паевый траст может быть ликвидирован по решению всех держателей паев в любой момент времени. Так как в ряде юрисдикциях выгоднее иметь паи, чем акции, некоторые оффшорные хедж-фонды выбирают именно эту структуру⁸.

⁸ Котиков В., Нейл Д. Хедж-фонды: Игра на рынке по новым правилам. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.- с.136

В российской практике хеджевые фонды до недавних пор не регулировались законодательством. Хедж-фонды впервые начали подвергаться регулированию в 2008 году ввиду издания приказа №08-19 ФСФР (Федеральной службы по финансовым рынкам), который утверждал состав и структуру активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов. Исходя из документа, хедж-фонд является разновидностью инвестиционных фондов. Приказ также устанавливает требование к юридической форме хедж-фондов: они могут быть организованы как акционерные инвестиционные фонды, закрытые, интервальные паевые инвестиционные фонды.

Таким образом, до сих пор в России нецелесообразно создавать хедж-фонды ввиду высоких налоговых ставок и жестких требований регулятора.

1.3 Состав, структура и особенности управления финансовыми активами хедж – фонда

Управляющие хедж-фонда должны уметь управлять не только длинными позициями, но и короткими, особенно в условиях падающего рынка. Классический портфель хедж-фонда состоит в основном из акций для получения долгосрочной премии за риск. Управлением таким портфелем занимаются традиционные менеджеры, реализующие стратегию «покупать и держать» (“buy and hold”). Всем известный принцип портфеля Марковица помогает составить диверсифицированный портфель, в котором активы не коррелируют между собой. Поскольку количество подходящих активов невелико, то институциональные инвесторы предпочитают обращаться именно к альтернативным стратегиям, которые используют хедж-фонды. Количество таких стратегий теоретически неограниченно, что позволяет найти множество вариантов диверсификации портфеля. Хедж-фонды применяют альтернативные методы инвестирования, чтобы достичь абсолютную доходность.

Индустрию хедж-фондов можно разделить на 4 основные группы стратегий:

1. Фонды акций
2. Макро фонды
3. «Нейтральные» фонды
4. Событийно-управляемые фонды.⁹

Хедж-фонды обычно торгуют на рынке акций, используя кредитное плечо и короткие продажи. В отличие от менеджеров взаимных фондов

⁹ Edward J.Stavetski. Managing Hedge Fund Managers. Quantitative and qualitative performance measures.- Wiley finance series. 2009- p. 275

задача управляющих хедж-фондов состоит в получении дохода вне зависимости от рыночных колебаний. По этому критерию хедж-фонды можно разделить на:

- фонды, использующие длинные позиции
- фонды, использующие короткие позиции
- конъюнктурные фонды.

Первый тип фондов будет направлен на формирование портфеля, состоящего из длинной позиции (покупок) не менее 50%, вследствие чего большая часть его доходов будет определяться движением рынка.

Фонд, ориентированный на короткие позиции, будет всегда иметь чистую короткую позицию к рынку не менее 50% портфеля.

Конъюнктурные фонды не используют только длинные, либо короткие позиции. Менеджеры данной группы делятся на агрессивных и консервативных. Последние ориентируются на акции, пытаясь оставаться нейтральными по отношению к рынку. Задача захеджировать риск изменения направления движения рынка перед менеджерами не стоит. Консервативные менеджеры не стремятся иметь в своем портфеле чистые открытые позиции, которые бы отразились на доходности фонда при небольшом изменении рынка. В отличие от них агрессивные управляющие занимают либо длинную к рынку позицию, либо короткую в зависимости от конъюнктуры¹⁰.

Макро фонды ориентируются на глобальные движения рынка. Они играют на финансовых рынках акций, облигаций, валюты и товаров. Если, к примеру, управляющий макро фондом предполагает, что американский

¹⁰ Миклашевская Н.А. Международная экономика: учебник МГУ им. Ломоносова. – М.: «Дело и Сервис», 2008.- 368 с.

фондовый рынок вырастет сильнее немецкого, то он откроет длинную позицию на индекс американского рынка и, соответственно, короткую на индекс немецкого рынка. Однако основная масса макро фондов инвестирует не в отдельные акции и облигации, а в деривативы, например, во фьючерсные контракты.

Менеджеры нейтральных хедж-фондов стараются оставаться нейтральными к рынку через хеджирование своих позиций. Этого эффекта можно достичь через балансировку длинных и коротких позиций.

Нейтральные фонды подразделяются на четыре группы: 1. Фонды акций, которые используют длинные и короткие продажи на однородных рынках. 2. Фонды облигаций: покупают перспективные облигации и продают неинтересные варианты. Перспективные облигации, как правило, приносят больший доход, вследствие чего у портфеля возникает положительная разница доходностей. Леверидж только усиливает этот эффект. 3. Фонды конвертируемых ценных бумаг: покупают облигации или привилегированные акции со встроенным опционом на покупку обычных акций и продают соответствующую акцию. 4. Фонды множественных стратегий, которые включают в себя все ранее рассмотренные стратегии, построенные по принципу нейтральности к рынку.¹¹

Событийно-управляемые фонды основываются на операциях реструктуризаций компаний и их задолженности. Существует две группы подобных фондов: специализирующиеся на арбитраже, связанном со слиянием компаний и с долгами проблемных компаний. К примеру, во время слияния компания-агрессор покупает акции приобретаемой компании с премией к рыночной цене. При объявлении о поглощении делается заявление о возможной будущей цене покупки. Например, если

¹¹ Robert A. Jaeger. All about hedge funds. The easy way to get started. Mc-Graw-Hill, 2003.-p.309

рыночная цена 50 долларов, компания-агрессор выкупает по 80 долларов. В этой ситуации хедж-фонд покупает акции приобретаемой компании и пытается получить спрэд между рыночной ценой и ценой при поглощении.

Что касается долгов проблемных компаний, то такие бумаги, как правило, торгуются на вторичном рынке значительно ниже номинала. Это позволяет хедж-фондам скупить их, а затем реализовать по номиналу, что в сумме дает ощутимую прибыль. Доходность подобных стратегий зависит от исхода конкретных сделок и не коррелирует со стандартными показателями, такими как процентные ставки, экономический рост и другие.

2. Выбор и анализ оффшорной юрисдикции для организации хедж-фонда

2.1 Понятие и роль оффшорных зон в организации финансирования венчурного капитала

Термин «оффшорный» (в переводе с английского - «вне берега») не является официально закрепленным. Понятие «оффшор» - экономико-географическое и применяется в налоговом планировании по отношению к компаниям, зарегистрированным в странах, полностью освобожденных от уплаты налогов по месту инкорпорации.

Финансовые центры оффшорного бизнеса привлекательны для иностранных капиталовложений по причине предоставления особых налоговых и других видов льгот, снижая или целиком исключая налогообложение доходов иностранных компаний, учрежденных в месте расположения оффшорного центра.

Следует помнить, что налоговые льготы оффшорным компаниям предоставляются при условии соблюдения определенных требований. Одним из таких требований является, к примеру, отсутствие в стране регистрации служебных офисных помещений, в которых могла бы осуществляться хозяйственная деятельность. Также не допускается получение прибыли от любых местных источников. Более того, у таких компаний отсутствует юридическое право заниматься бизнесом на территории страны, которая зарегистрировала оффшорную компанию.

При условии соблюдения вышеперечисленных условий оффшорные компании не только освобождаются от налогообложения по месту регистрации, но также:

а) оптимизируют расходы на продление сроков регистрации компании;

б) имеют право не предоставлять финансовую отчетность, юридическая же отчетность сводится к минимуму.

В дополнении к этому в оффшорных юрисдикциях гарантированно высокий уровень банковской и коммерческой тайны, равно как и лояльность властей, и анонимность для реальных владельцев организации. Для оффшорных компаний процедура регистрации очень проста, а использование оффшорных зон для регистрации предприятий помогает расширить уровень региональной диверсификации их деятельности до международной.

Оффшорные юрисдикции отличаются по нескольким параметрам:

- Основанием для освобождения от уплаты налогов (полное отсутствие налогов, обложение налогом доходов, полученных на территории этих стран)
- Удобство работы компании на территории данной юрисдикции (требования к составу директоров и акционеров, к уставному капиталу, также расходы, связанные с созданием, содержанием, обслуживанием компании)
- Надежность, опыт и профессионализм регистрационных агентов, в дальнейшем предоставляющих обслуживание компаний
- Репутация юрисдикции на международной арене (ее отсутствие в «черных списках», соответствие законодательства требованиям таких международных организаций, как ОЭСР, ФАТФ и других, публичная доступность информации о директорах и акционерах компании)
- Стабильность законодательства¹².

В соответствии с вышеперечисленными характеристиками оффшорные зоны можно разделить на три группы.

1 группа. К ней относятся страны с низким налогообложением и также не требующие отчетности. Как правило, в этом качестве выступают небольшие государства третьего мира. Самые известные из них - Багамские острова,

¹² Оффшор для чайников.-М.: ООО «И.Д.Вильямс», 2011.-144с.:ил.

Британские Виргинские острова, Каймановы острова, острова Теркс и Кайкос, Панама. Все данные зоны характеризуются высокой степенью конфиденциальности для учредителей оффшорных компаний (в государственный реестр компаний заносится минимум сведений) и почти полным отсутствием контроля властей за деятельностью подобных компаний. Именно поэтому крупные компании и банки часто не хотят иметь с такими компаниями финансовых отношений. На территории данных оффшорных территорий с компаний обычно не взимаются налоги, однако за такую привилегию они платят ежегодный фиксированный сбор государству.

2 группа. В данную группу входят страны, предоставляющие оффшорным организациям значительные налоговые льготы, но при этом требующие от них предоставления финансовой отчетности. К данной страновой группе можно отнести Делавэр, Вайоминг (США), Кипр. Регистрация и обслуживание компаний на данных территориях значительно дороже, но и престиж страны достаточно высок.

3 группа. Последняя группа оффшорных зон - это государства, формально не выступающие в качестве оффшорных, налоговое законодательство которых подразумевает умеренно низкое налогообложение для широкого ряда операций и групп инвесторов (обычно иностранных). В некоторых случаях для снижения налогообложения используются международные соглашения об избежании двойного налогообложения. К этой группе стран традиционно относят Великобританию, Бельгию, Австрию, Нидерланды, Швейцарию, Люксембург, Лихтенштейн.

Резюмируя вышеуказанное, можно сделать вывод, что сегодня по всему миру присутствует большое количество государств, отвечающих признакам оффшорных зон.

Оффшорные компании имеют ряд характерных особенностей, делающих их привлекательными для инвесторов:

1. Отсутствие налогообложения/его льготный режим - основная характеристика оффшорных зон, делающая их привлекательными для инвесторов;
2. Конфиденциальность ведения бизнеса – проблема, насущная для бизнеса во всем мире, решается также с помощью оффшорных компаний;
3. Низкие расходы на регистрацию и обслуживание компаний;
4. Отсутствие необходимости по предоставлению финансовой и бухгалтерской отчетности государственным регулирующим органам;
5. Упрощенная процедура регистрации компании;
6. Имидж иностранной фирмы;
7. Мягкие требования к первоначальному уставному капиталу: отсутствует необходимость изымать собственные средства из оборота;
8. Возможность использовать номинального директора в качестве публичного управляющего – дает возможность не раскрывать конечного бенефициара компании;
9. Возможность открытия счетов по всему миру¹³.

Оффшорные компании имеют также ряд недостатков. К примеру, налоговые службы чаще проверяют сделки, совершенные с участием оффшорных компаний. Более того, законы многих стран (в частности, США и Великобритании) имеют очевидную антиоффшорную направленность.

Роль оффшоров: глобализация мировой экономики, наиболее отчетливо проявившаяся в финансовом секторе, по-новому осветила проблему оффшорных финансовых юрисдикций и зон. Так, 2000 год ознаменовался созданием Форума финансовой стабильности (Financial

¹³ Ушаков Д.Л. Оффшорные зоны в практике российских налогоплательщиков.- М.: «Юристъ», 2005. - 496 с.

Stability Forum) при поддержке глав центральных банков и министерств финансов государств «большой семерки». Целью форума явилось определение системных рисков развития глобальной экономики и обсуждение международных правил и стандартов финансовых институтов. На данном форуме также был озвучен рейтинг надежности оффшорных стран. В первую группу этого рейтинга (с высшей степенью прозрачности) включили: Гонконг, Сингапур, Люксембург, Швейцария, Дублин, острова Гернси, Мэн, Джерси. Вторая группа: Андорра, Бахрейн, Барбадос, Бермуды, Гибралтар, Лабуа (Малайзия), Макао, Мальта, Монако. В третью группу вошли: Ангилья, Антигуа и Барбуда, Аруба, Белиз, Британские Виргинские острова, Каймановы острова, острова Кука, Коста-Рика, Кипр, Ливан, Лихтенштейн, Маршалловы острова, Маврикий, Науру, Антильские острова (Нидерланды), остров Ниуэ, Панама, остров Сент-Китс и Нвейс, Сент-Люсия, Сент-Винсент и Гренадины, Самоа, Сейшелы, Багамы, Теркс, Кайкос, Вануату¹⁴.

На сегодняшний день нельзя дать однозначную оценку индустрии хедж-фондов. С одной стороны, в характере функционирования хедж-фондов проявляются глобальные тенденции либерализации экономической сферы. С другой стороны, именно на данные страны приходится внушительная доля операций по отмыванию денег, добытых нелегальным путем, осуществляются банковские аферы.

¹⁴ Владимирова М.П., Теунаев Д.М., Стажкова М.М. Оффшоры. Инструмент международного налогового планирования. - М., 2005.

2.2 Анализ юрисдикции фонда – Багамские острова

2.2.1 Репутация юрисдикции

Багамские острова не входят в «черные» списки стран, уклоняющихся от сотрудничества, разработанные FATF (Financial Action Task Force on Money Laundering) и OECD (Organization for Economic Cooperation and Development).

2.2.2 Законодательное регулирование

Законодательство Багамских островов основано на нормах общего англо-саксонского права, поэтому основные нормы права объединены в следующих законах:

- Закон о компаниях – The Companies Act;
- Закон об инвестиционных фондах – The Investment Fund Act;
- Закон о партнерствах, освобожденных от налогообложения – The Exempted Partnership Act;
- Закон о международных компаниях – The International Business Companies Act.

Государственным органом, регулирующим инвестиционную деятельность, является Комиссия по ценным бумагам (the Securities Commission of the Bahamas).

2.2.3 Типы фондов

В данной юрисдикции существуют следующие типы фондов:

- Профессиональный фонд рассчитан на институционального инвестора (банки, страховые компании и т.д.);
- SMART фонд - особая форма фонда, которая при соблюдении определенных условий подлежит специальному регулированию;
- Признаваемый иностранный фонд, управляемый и администрируемый на Багамских островах, имеющий лицензию

одной из признанных юрисдикций. Основной целью создания является размещение на бирже;

- Стандартный фонд, не относимый к иным категориям фондов (наиболее распространенный тип фондов).

Исходя из условий, поставленных при создании фонда, для учредителей наиболее приемлемым типом фонда является *стандартный тип фонда*. Ниже приводится характеристика требований, предъявляемых к его организационно-правовым формам.

2.2.4 Стандартный тип фонда

Фонд может быть создан либо как освобожденное партнерство с ограниченной ответственностью, либо как освобожденная компания (освобожден от большинства налогов, если не ведет деятельность на территории Багамских островов).

Отличие компании от партнерства в том, что в момент регистрации компании необходимо предоставить информацию о конечных владельцах (физических лицах) в государственные органы. При регистрации партнерства в государственные органы необходимо предоставить информацию только о Генеральном партнере, о партнерах с ограниченной ответственностью информация не предоставляется.

Что касается информации о владельцах и партнерах, то и о компании и о партнерстве она должна храниться только в компании-администраторе, осуществляющей создание фонда. Комиссия по ценным бумагам имеет доступ к данной информации только в рамках проверки деятельности компании-администратора.

По общему правилу, деятельность инвестиционного фонда подлежит лицензированию Комиссией по ценным бумагам.

Важно, что не существует ограничений на структуру инвестиционного портфеля фонда. Это позволит учредителям фонда вести довольно гибкую инвестиционную политику.

Компания и партнерство с ограниченной ответственностью имеют различия в управлении и контроле.

Так, компания должна иметь как минимум двух акционеров. Партнерство должно иметь как минимум одного Генерального партнера.

В компании акционеры, директора и сотрудники не обязаны быть резидентами Багамских островов. В партнерстве одним из Генеральных партнеров должен быть гражданин Багамских островов или компания, зарегистрированная в соответствии с Законом о Компаниях 1992 года или Законом о Международных Коммерческих Компаниях 2000 года.

Собрания акционеров и директоров в компании и партнерстве должны проводиться минимум один раз в год, но не обязательно на Багамских островах. Также возможно проведение собраний по телефону. Однако с точки зрения риска возникновения налогооблагаемого присутствия в иных юрисдикциях рекомендуется проводить собрания акционеров и директоров в юрисдикции инкорпорации фонда. Все важные решения должны быть оформлены и приниматься советом директоров, который должен проводиться как минимум один раз в год. Обязательно наличие администратора фонда и секретаря компании. При этом компании, оказывающие услуги доверительного управления и администрирования, должны быть независимы друг от друга.

Что касается налогового статуса, то компания имеет право получить освобождение от налогообложения на 20 лет с момента регистрации при соблюдении следующих условий:

- компания не имеет права вести бизнес с резидентами Багамских островов;
- компания не имеет права владеть недвижимостью на Багамских островах;
- компания не имеет права заниматься банковским или страховым бизнесом.

Партнерство с ограниченной ответственностью после получения регистрационного свидетельства освобождается от налогообложения на 50 лет с момента регистрации. Однако если среди главных партнеров есть резидент Багамских островов, возможно возникновение последствий, связанных с валютным регулированием. В остальном, условия аналогичны компании.

Компания обязана уплатить при регистрации Государственный регистрационный сбор, который составляет около 1 000 долларов США. Лицензионный сбор в данном случае составляет примерно 1 000 долларов США и уплачивается единовременно, далее ежегодно выплачивается 500 долларов США.

Что касается партнерства, то здесь ежегодный сбор составляет всего около 500 долларов США.

Важно, что на Багамских островах доход, получаемый фондом, выплата доходов инвесторам, доходы, получаемые при выходе инвесторов из фонда, не облагаются налогами ни в партнерстве, ни в компании.

Также доходы управляющей компании фонда не подлежат налогообложению на Багамах, включая прибыль, распределяемую в пользу акционеров.

Требования к составлению и подтверждению отчетности равны как для компаний, так и для партнерств с ограниченной ответственностью: фонды обязаны вести и ежегодно предоставлять финансовую отчетность, подтвержденную независимым аудитором, в Комиссию по ценным бумагам. Данная отчетность должна быть доступна инвесторам не позднее, чем через четыре месяца после окончания финансового года, установленного фондом (этот срок может быть увеличен Комиссией по ценным бумагам).

К стандартным типам фонда не предъявляются требования к лицензированию управляющей компании, а наличие депозитария не является обязательным. Но если он есть, то депозитарий и администратор фонда должны быть независимыми компаниями.

Таблица сравнительных характеристик компании и партнерства с ограниченной ответственностью дана в Приложении 1.

2.3. Анализ юрисдикции фонда – Каймановы острова

2.3.1 Репутация

Каймановы острова в качестве безналоговой юрисдикции обладают высокой репутацией по сравнению с другими традиционными оффшорами. Конечно же, эта территория не входит в «черные» списки стран, уклоняющихся от сотрудничества, разработанные FATF и OECD.

2.3.2 Законодательное регулирование

Законодательство Каймановых островов основано на нормах общего англо-саксонского права. И в отличие от большинства остальных юрисдикций, на Кайманах довольно хорошо развито прецедентное право. Основные нормы права объединены в следующих законах:

- Закон об инвестиционных фондах – The Mutual Fund Law;
- Закон о компаниях – The Companies Law;
- Закон о партнерствах, освобожденных от налогообложения – The Exempted Partnership Law;
- Закон о конфиденциальных отношениях – The Confidential Relationships Law;
- Государственными органами, регулирующими инвестиционную деятельность, являются:
 - Центральный банк – The Cayman Islands Monetary Authority;
 - Государственный реестр компаний – The Registrar of Companies;
 - Государственный реестр партнерств – The Registrar of Limited Partnerships.

2.3.3 Типы фондов

В данной юрисдикции существуют следующие типы фондов:

1. Регулируемые (должны быть открытыми), они включают в себя:
 - Лицензируемый инвестиционный фонд (Licensed mutual fund);
 - Администрируемый инвестиционный фонд (Administered mutual fund);
 - Регистрируемый инвестиционный фонд (Registered mutual fund).
2. Нерегулируемые фонды (открытые и закрытые).

Исходя из условий, поставленных нам при структурировании фонда, для RFS Fund наиболее приемлемым типом фонда является нерегулируемый фонд.

2.3.4 Нерегулируемый фонд

Одним из требований к открытым фондам является необходимость его функционирования как освобожденного партнерства с ограниченной ответственностью или как освобожденная компания.

К другим требованиям, предъявляемым к данным организационно-правовым формам нерегулируемых фондов, стоит отнести:

1. *Конфиденциальность информации.* Подобная информация об акционерах или партнерах в освобожденной компании не подается в органы государственной регистрации (подается только о директорах), однако она должна иметься в наличии по месту нахождения органа управления или по месту юридического адреса компании. Государственные органы могут потребовать у органа управления фонда предоставить информацию о конечных владельцах только в исключительных случаях, таких как запрос в рамках международного расследования или запрос в соответствии с договорами об обмене информацией. При партнерстве требования более жесткие: информация о Генеральном партнере подается в органы государственной регистрации. При этом сам генеральный партнер должен вести учет информации о партнерах с ограниченной ответственностью. Информация о партнерах с 2009 года не является

публичной, для этого необходимо получить согласие Генерального партнера на раскрытие. Если данные о Генеральном партнере меняются, то соответствующее уведомление должно быть сделано в органы государственной регистрации.

На Кайманах информация об акционерах или партнерах, а также информация о конечных владельцах компании или партнерства должна быть также предоставлена компании-администратору, осуществляющей создание фонда.

2. *Лицензирование.* Деятельность инвестиционных фондов на Кайманах подлежит лицензированию за исключением фондов, число акционеров которых не превышает 15, при условии, что большинство акционеров такого инвестиционного фонда имеет право голоса при принятии решений относительно назначения и снятия с должности директоров фонда. Но даже если в будущем бенефициары фонда решат увеличить количество (более 15), то это будет несложная процедура, так как требования по лицензированию инвестиционного фонда на Каймановых островах минимальны.

3. *Управление фондом.* В компании необходимо наличие всего одного акционера и одного директора, и они необязательно должны быть резидентами Каймановых островов. Собрания акционеров не должны проходить на Кайманах. В данном случае его рекомендуется проводить в юрисдикции управляющей компании.

Что касается партнерства, то минимальным количеством участников является, как минимум, два партнера - Генеральный партнер и партнер с ограниченной ответственностью. При этом хотя бы один Генеральный партнер должен являться либо резидентом Каймановых островов, если это физическое лицо, либо, если это юридическое лицо - быть зарегистрированным на Каймановых островах.

4. *Налогообложение.* Компания имеет право получить освобождение от налогов на 20 лет с момента создания фонда. Данный срок может быть продлен на 10 лет. Партнерство освобождается от налогообложения на 50 лет с момента создания фонда.

Доход, получаемый фондом, выплата доходов инвесторам, доходы, получаемые при выходе инвесторов из фонда, не облагаются налогами. Это касается и партнерства, и компании. Размер пошлины за регистрацию компании составляет около 2 000 долларов США. Размер пошлины за регистрацию партнерства составляет примерно 850 долларов США.

Условия о предоставлении отчетности у компании и партнерства одинаковы: финансовая отчетность не подлежит обязательному аудиту и предоставлению в государственные органы. Тем не менее, обязательно ведение бухгалтерии фондом. Требования в отношении аудита финансовой отчетности могут быть определены инвесторами на общем собрании акционеров. Ежегодные отчеты должны предоставляться в Реестр, где подтверждается только следующая информация:

- не было изменений в уставных документах;
- требования Закона о компаниях соблюдались;
- деятельность компании осуществлялась за пределами территории Каймановых островов.

Требования к управляющей компании на Кайманах следующие: управляющая компания должна получить лицензию, но возможно и получение освобождения при условии, что инвестиционная деятельность осуществляется для компании, партнерства или траста акционерами, участниками или партнерами которого являются инвесторы, подпадающие под определение «профессионального» инвестора или самостоятельного физического лица. Под определение «профессионального» инвестора попадают, в частности, инвесторы, размер инвестиций которых в фонд составил не менее 100 000 долларов США.

Доходы управляющей компании, созданной на Кайманах, не подлежат налогообложению, как и доходы, распределяемые в пользу акционеров.

Что касается структуры фонда, то администратор фонда и депозитарий могут быть учреждены в другой юрисдикции.

Краткое изложение сравнительных характеристик обеих форм организации хедж-фондов даны в Приложении 2.

2.4. Анализ юрисдикции фонда – Люксембург

Выше нами были рассмотрены две безналоговые юрисдикции с низким уровнем регулирования. В данном разделе мы предлагаем рассмотреть высоконалоговую и высокорегулируемую юрисдикцию – Люксембург. Поводом для анализа данной юрисдикции послужили несколько причин: во-первых, Люксембург - одна из стран, где создано специальное льготное налогообложение для инвестиционных фондов; во-вторых, репутация данной юрисдикции выше, чем у островов; в-третьих, территориальное расположение гораздо удобнее для бенефициаров фонда.

2.4.1 Репутация

Безусловно, фонды, созданные на «большой земле» имеют очень высокую репутацию. Данные фонды даже нельзя назвать в прямом смысле оффшорными, так как они находятся на неоффшорной территории, но имеют льготное налогообложение, присущее оффшорам.

2.4.2 Законодательное регулирование

Нормативные акты, регулирующие бизнес Люксембургских компаний, основаны на бельгийском законодательстве, а именно на «Законе о коммерческих компаниях» (Law on commercial companies - as amended) от 15 августа 1915 года с изменениями и дополнениями и «Законе о холдинговых компаниях» (Law of holding companies) от 31 июля 1929 года.

Все фонды и инвестиционные компании в Европейском Союзе подчиняются Директиве ЕС «О рынках финансовых инструментов» (MiFID – The Markets in Financial Instruments Directive).

Для специализированных фондов в Люксембурге также действует «Закон о специализированных инвестиционных фондах» и создана специальная Комиссии по надзору за финансовым сектором Люксембурга.

2.4.3 Типы фондов

Законодательство Люксембурга предоставляет возможность создания различных типов инвестиционных фондов в зависимости от требований, предъявляемых к фонду, типа инвесторов, типа активов и т.д.

Наиболее распространенными формами создания инвестиционных фондов являются следующие:

- UCITs (Undertakings for Collective Investment in Tradable Securities)¹⁵ – наиболее регулируемый тип фонда, используемый для осуществления коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги, причем капитал привлекается по публичной подписке в странах Европейского Союза. Предусматривается обязательное наличие реестродержателя, администратора, управляющей компании и внешних аудиторов, обязательный аудит проспекта эмиссии;
- UCI (Undertakings for Collective Investment)¹⁶ – данный вид фонда используется для коллективных инвестиций в активы, капитал привлекается по публичной подписке на территории Люксембурга и используется для диверсификации рисков;
- SICAR (societe d'investissement en capital a risque)¹⁷ – используется для инвестирования активов в ценные бумаги, представляющие рисковый капитал, для публичного размещения акций. Для таких типов фондов требуемый уставный капитал должен быть не менее 1 млн. евро, а также обязательным является опубликование проспекта эмиссий и годовых отчетов;
- SPF (societe de gestion de patrimoine familial)¹⁸ – частный инвестиционный фонд, создаваемый исключительно для владения собственными активами, при этом имеется запрет на осуществление любой экономической деятельности. То есть цели владельцев данного фонда ограничиваются лишь приобретением, владением, управлением и

¹⁵ UCITs (Undertakings for Collective Investment in Tradable Securities) – вид фонд коллективного инвестирования в обращающиеся ценные бумаги.

¹⁶ UCI (Undertakings for Collective Investment) – вид фонда коллективных инвестиций.

¹⁷ SICAR (societe d'investissement en capital a risque) - фонд инвестиций в рисковый капитал.

¹⁸ SPF (societe de gestion de patrimoine familial) – фонд по управлению семейным имуществом.

отчуждением финансовых активов, а ведение коммерческой деятельности не допускается. Участниками могут быть только физические лица, управляющие собственными активами, либо доверительные собственники или посредники, действующие в интересах таких инвесторов. Публичное размещение акций компании или их котировка на бирже не допускается¹⁹.

- SIF (Specialised Investment Fund)²⁰ – специализированный инвестиционный фонд коллективных инвестиций в активы.

Требования к лицензированию деятельности фонда коллективных инвестиций зависят от типа создаваемого инвестиционного фонда.

Например, наиболее регулируемым типом инвестиционного фонда является фонд коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги (UCITS), а наименее регулируемым – фонд коллективных инвестиций в активы (SIF (далее – СИФ)).

Исходя из условий, поставленных при структурировании фонда будущими владельцами, наиболее приемлемым типом фонда в Люксембурге является СИФ.

2.4.4 Специализированный инвестиционный фонд (СИФ)

СИФ может быть создан в форме:

- Компании (юридического лица) с переменным капиталом, который в каждый момент времени соответствует стоимости чистых активов фонда (SICAV - Societe d'investissement a capital variable);
- Фонда финансового капитала (FCP - Fonds commun de placement), который не является юридическим лицом и представляет собой люксембургский эквивалент концепции трастового паевого фонда. FCP признается «прозрачным» с позиции налогообложения в

¹⁹ Дюмулен И.И. Международная торговля. Экономика, политика, практика. –М.: ВАВТ, 2010. – 230 с.

²⁰ SIF (Specialized Investment Fund)²⁰ – специальный инвестиционный фонд.

Люксембурге. Управление FCP осуществляет управляющая компания, которая должна быть также расположена в Люксембурге.

Вне зависимости от юридической формы создания инвестиционного фонда, его деятельность является регулируемой в Люксембурге.

К фонду, созданному в Люксембурге, предъявляются следующие требования:

- Имущество фонда должно учитываться в специализированном депозитарии;
- Фонд должен иметь аудитора;
- Учет ценных бумаг, выпущенных фондом, должен осуществляться трансфертным агентом (регистратором);
- Администрирование деятельности фонда (включая ведение бухгалтерского учета) должно осуществляться специализированной компанией – администратором.

Важно, что депозитарий, регистратор и администратор должны быть расположены в Люксембурге, однако, существует возможность привлекать субподрядчиков, которые могут быть расположены в иных юрисдикциях. СИФ обязан подавать годовую финансовую отчетность по МСФО, подтвержденную аудитором, в уполномоченный орган не позднее 6 месяцев после окончания финансового года.

Что касается лицензирования фонда, то на практике СИФ может создаваться без предварительного разрешения Комиссии по ценным бумагам, однако запрос на получение разрешения на осуществление инвестиционной деятельности должен быть подан в соответствующий регулирующий орган в течение одного месяца с момента создания фонда.

Минимальный размер капитала СИФ установлен в размере 1,25 млн. евро.

Конфиденциальность информации об акционерах и партнерах фонда довольно высока. Функции по ведению и хранению реестра акционеров

фонда осуществляются трансфертным агентом. Данная информация не должна подаваться в регулирующие органы Люксембурга и не является публичной. Важно учесть, что информация в отношении прямых акционеров управляющей компании подлежит раскрытию регулирующим органам Люксембурга и является публичной.

Если организационно-правовой формой фонда будет является SICAV, то структура управления инвестиционным фондом не требует наличия управляющей компании, т.е. фонд может иметь внутреннюю структуру управления. Но на практике, для фондов, созданных в форме SICAV, все-таки рекомендуется использовать управляющую структуру, которая может быть расположена как в Люксембурге, так и в любой другой юрисдикции.

На фонд, созданный в форме SICAV, будут распространяться требования, установленные законодательством в отношении компаний, в том числе необходимость осуществления тех или иных корпоративных процедур. В частности, проведение собрания акционеров такого инвестиционного фонда является обязательным.

Если формой организации фонда будет выбрана FCP, то в данном случае инвестиционный фонд не является юридическим лицом и, соответственно, не может существовать без управляющей компании, которая должна быть расположена в Люксембурге. Но УК²¹ в Люксембурге может, в случае необходимости, использовать в качестве субподрядчика УК из другой юрисдикции.

Порядок управления определен, главным образом, в договоре на управление данным фондом, которым регулируются, в том числе, вопросы необходимости и порядка проведения собрания пайщиков фонда. УК действует от своего имени, но должна указывать, что осуществляет деятельность в качестве управляющего данным фондом. Смена УК возможна в обоих случаях и должна быть одобрена регулятором фонда.

²¹ Управляющая компания

УК может создать собственную инфраструктуру по поддержанию деятельности фонда в Люксембурге, либо использовать организацию, оказывающую профессиональные услуги, в том числе для осуществления администрирования, оценки чистых активов фонда, подготовки отчетности, решения вопросов, связанных с выпуском и погашением долей в фонде, и т.д.

В случае передачи административных функций внешнему администратору УК фонда должна осуществлять следующие функции:

- Контролировать деятельность администратора и инвестиционного консультанта;
- Следить за финансовыми показателями инвестиционных портфелей и, в случае необходимости, пересматривать их структуру;
- Принимать решения относительно добавления новых инвестиционных портфелей;
- Принимать стратегические решения относительно деятельности фонда.

При создании фонда в Люксембурге взимается пошлина в размере 1250 евро.

Существует ежегодный налог на размещение ценных бумаг, который составляет 0,01% от стоимости чистых активов фонда²².

Что касается доходов, получаемых люксембургским фондом, то они не подлежат налогообложению в Люксембурге, что и привлекает многих инвесторов.

Выплата доходов инвесторам освобождена от налога у источника в Люксембурге.

Так как для FCP будет необходимо создать УК, то важно рассмотреть ее налогообложение в Люксембурге.

УК, расположенная в Люксембурге, является плательщиком следующих налогов:

²² Шевчук Д. А. Оффшоры: инструменты налогового планирования. – М.: ГроссМедиа, 2008. – 200 с.

- налог на прибыль по ставке 28,59%;
- дивиденды, распределяемые компанией, подлежат обложению налогом у источника выплат по ставке 15%, которая может быть снижена в соответствии с положениями соответствующих договоров об избежании двойного налогообложения или Директивы ЕС «О дочерних и материнских компаниях».

УК Фонда, созданного в форме FCP, может быть освобождена от налогообложения в Люксембурге в случае одновременного выполнения следующих условий:

- УК была создана специально для управления единственным FCP;
- УК создана в форме общества с ограниченной ответственностью и финансируется только за счет увеличения уставного капитала;
- Уставный капитал УК составляет не менее 125 тыс. евро и полностью оплачен при инкорпорации.

В случае выполнения вышеназванных условий УК фонда FCP будет освобождена от уплаты вышеназванных налогов (за исключением взноса, который рассчитывается по ставке 0,01% от стоимости чистых активов).

Однако в свете последних решений Комиссии Европейского Союза, использование льготы, описанной выше, может быть оспорено. В связи с этим вместо применения льготного режима может быть рекомендовано признание УК в качестве налогоплательщика Люксембурга и использование ряда иных механизмов для снижения налоговой нагрузки для УК в Люксембурге²³.

Услуги, оказываемые инвестиционному фонду, не подлежат обложению НДС в том случае, если такие услуги подпадают под определение «управленческих услуг». Перечень услуг, удовлетворяющих такому определению, достаточно широкий и включает услуги, связанные с администрированием фонда (включая расчет стоимости чистых активов

²³ Дюмулен И.И. Международная торговля. Экономика, политика, практика. –М.: ВАВТ, 2010. – 230 с.

фонда, ведение бухгалтерского учета и т.д.), инвестиционные консультации, и т.д. Однако услуги, которые носят мониторинговый или контролирующий характер (например, услуги депозитария), подлежат обложению НДС по ставке 12%.

Доходы, полученные инвесторами при выходе из фонда, созданного в форме компании, облагаются в Люксембурге по следующим эффективным ставкам:

- Для инвесторов-компаний, не являющихся резидентами Люксембурга:
 - Если доля владения не превышает 10% , то ставка равна 0% ,
 - Если доля владения превышает 10% и срок владения меньше 6 месяцев – ставка 28,59% ;
- Для инвесторов-компаний, являющихся резидентами Люксембурга - 28,59 %.²⁴

Доходы, полученные инвесторами при выходе из фонда, созданного в форме имущественного комплекса (FCP), не облагаются в Люксембурге при определенных условиях.

Также не облагаются налогами доходы, получаемые инвесторами в виде дивидендов.

Ниже приведена сводная таблица характеристик трех возможных юрисдикций для хедж-фонда (Таблица 1):

Таблица 1.

Критерии	Багамские острова	Каймановы острова	Люксембург
Репутация как юрисдикции для создания фонда	Достаточно высокая	Достаточно высокая	Высокая

²⁴ Как работать с офшорами / Натесова А.// «Финансовый директор». – 2009. - № 2.

Приемлемый тип фонда	Стандартный фонд	Нерегулируемый фонд	СИФ (SICAV или FCP)
Раскрытие информации об акционерах/ партнерах	Компания – информация об акционерах предоставляется в государственные органы в момент регистрации Партнерство – информация о Генеральном партнере предоставляется в государственные	Компания – информация об акционерах не подается, должна находится на месте управления компании Партнерство – только информация о Генеральном партнере	Информация об акционерах не ведется Трансфертным агентом, не является публичной - о
Требование к резидентству участников	Акционеры компании не обязаны быть резидентами Багамских островов Генеральный партнер должен быть резидентом Багамских	Акционеры компании не обязаны быть резидентами Каймановых островов Генеральный партнер должен быть резидентом	Акционеры не обязаны быть резидентами Люксембурга Партнеры/пайщики не обязаны быть резидентами Люксембурга

Лицензирование	Подлежит	Подлежит, за исключением некоторых случаев. Также в некоторых случаях процедура	Подлежит
Отчетность	Ежегодный аудит отчетности обязателен. Ведение бухгалтерского учета обязательно	Ежегодный аудит отчетности не обязателен. Ведение бухгалтерского учета	Ежегодный аудит отчетности обязателен. Ведение бухгалтерского учета

Управление и контроль	Наличие как минимум 2-х акционеров (для компании) или 1-го Генерального партнера (для партнерства) Собрание акционеров должно проводиться один раз в год, не обязательно на Багамских островах	Наличие 1-го акционера и 1-го директора (для компании), наличие 1-го Генерального партнера и 1-го партнера с ограниченной ответственностью (для партнерства) Собрания акционеров могут проводиться не	Наличие как минимум 1-го участника (для SICAV и FCP) Собрания акционеров/пайщиков должны проводиться не менее 1 раза в год не обязательно в Люксембурге*
Налоговый статус	Может быть получено освобождение от налогообложения при выполнении определенных условий	Может быть получено освобождение от налогообложения при выполнении определенных	«Прозрачный» для целей налогообложения

Сборы	Регистрационные сборы – 2 000 долл. США, Ежегодные платежи – 1 500 долл. США для компании, 500 долл. США – для партнерства	Регистрационн ые сборы: для компании – не более 2 000 долл. США, для партнерства – 850 долл. США Незначительны е ежегодные	Регистрационны й сбор – 1 250 евро, Ежегодный налог на размещение ценных бумаг – 0,01% от стоимости чистых активов
УК	Нет требований к лицензированию	Подлежит лицензирова нию с некоторыми исключениям	Подлежит лицензированию
Администратор и Депозитарий	Могут быть учреждены в другой юрисдикции	Могут быть учреждены в другой юрисдикции	Должны быть расположены в Люксембурге

Проанализировав две безналоговые и одну низконалоговую юрисдикции для создания фонда, следует выделить наиболее выгодные позиции, а также отметить, что для учредителей фонда в данных юрисдикциях является менее привлекательным.

Рассмотрим преимущества Багамских островов как юрисдикции для организации фонда: это, во-первых, достаточно высокая репутация; акционеры могут быть нерезидентами Багамских островов; собрание акционеров может проводиться вне оффшора один раз в год; есть возможность освобождения от налогов; регистрационные сборы и ежегодные пошлины невысокие; УК фонда можно не лицензировать; администратор и депозитарий могут быть учреждены в других юрисдикциях.

К «минусам» данной юрисдикции можно отнести следующее: информация об акционерах и партнерах предоставляется в государственные органы в момент регистрации; Генеральный партнер должен быть резидентом Багамских островов; фонд подлежит лицензированию; обязателен ежегодный аудит отчетности.

Теперь рассмотрим преимущества Каймановых островов как юрисдикции фонда: достаточно высокая репутация; информация об акционерах не подается в государственные органы; акционеры могут не быть резидентами Каймановых островов; возможно избежание процедуры лицензирования; не обязателен ежегодный аудит отчетности; собрание акционеров может проводиться вне оффшора, при этом частота проведения собраний не регулируется; есть возможность освобождения от налогов; в нашем случае можно не лицензировать УК; регистрационные сборы и ежегодные пошлины невысокие; администратор и депозитарий могут быть учреждены в других юрисдикциях.

Единственное затруднение в организации фонда на Кайманах, так же как и на Багамах, связано с особенностями его учреждения. Так, если учредителями фонда будет принято решение основать фонд с организационно-правовой формой в виде партнерства, то потребуются назначение Генерального партнера – резидента данных юрисдикций. В данном случае он будет номинальным партнером (директором), но юридически организаторы фонда несут некоторые риски.

К преимуществам Люксембурга в качестве юрисдикции фонда относится: высокая репутация самой юрисдикции; информация об акционерах не подается в государственные органы; акционеры или партнеры могут не быть резидентами Люксембурга; собрания акционеров могут проводиться не на территории Люксембурга.

Отрицательными моментами при выборе данной юрисдикции являются: лицензирование фонда; ежегодная аудиторская отчетность; некоторые статьи по деятельности фонда облагаются налогами; наличие

налога на размещение ценных бумаг; УК подлежит лицензированию; администратор и депозитарий должны быть расположены в Люксембурге.

Глава 3. Анализ затрат по организации и поддержанию хедж-фонда в оффшорной зоне

3.1 Затраты на регистрацию и обеспечение жизнедеятельности хедж-фонда

Затраты, с которыми сталкиваются учредители фонда, делятся на два вида. В первую группу входят расходы, необходимые на начальных этапах организации фонда. Во вторую группу включают затраты, необходимые для дальнейшего ежегодного поддержания жизнеспособности фонда.

К первичным расходам относят: оплату юридического адреса фонда, регистрационные сборы, услуги регистрирующей компании, подготовка пакетов документов по учредителям фонда²⁵.

В процессе жизнедеятельности фонду будет необходимо ежегодно оплачивать сборы и пошлины по месту его регистрации.

В момент создания фонда в зависимости от его юрисдикции может появиться необходимость оплатить часть капитала фонда.

Одной из главных задач на этапе учреждения фонда становится назначение инвестиционного менеджера, т.е. управляющей компании фонда. На практике речь идет о заключении договора с профессиональными управленцами, имеющими большой опыт управления фондовыми инвестициями. Поскольку управляющая компания фонда несет полную ответственность за результаты работы фонда (в том числе материальную ответственность перед инвесторами), ее роль не ограничена только номинальной стороной.

На практике, возможно предусмотреть участие непосредственных учредителей фонда в управлении его активами, но всегда подобного рода участие происходит под контролем инвестиционного менеджера.

²⁵ Кучеров И.И. Налоговое право зарубежных стран: Курс лекций. – М.: «ЮрИнФор», 2008. – 374с.

Рассмотрим вышеописанную ситуацию на примере создания фонда под названием RFS (Russian Financial Situation) Fund. Учредители фонда решают, что управляющей компанией фонда RFS будет компания Wealth Management (инкорпорированная в США), поскольку она имеет репутацию одной из лучших компаний по управлению небольшими инвестиционными фондами. Управляющая компания Wealth Management в ходе своей деятельности будет работать совместно с дочерней компанией RFS Fund - Prezident Invest Ltd. (зарегистрированной на Кипре), которая будет выступать в качестве инвестиционного советника в отношении управляющей компании (Investment advisor). Подробная схема структуры фонда представлена ниже на рисунке №3.

Мы исходим из предположения, что учредители фонда нанимают лучших профессионалов, легко ориентирующихся на международных фондовых рынках, которые будут выступать в качестве инвестиционных советников (т.е. оказывать консультационные услуги инвестиционному менеджеру), находясь при этом в Москве в представительстве кипрской компании Prezident Invest Ltd.

По документообороту это будет выглядеть таким образом: управляющая компания фонда будет подавать запрос на получение консультационной услуги в кипрскую компанию-консультанта Prezident Invest Ltd. Она, в свою очередь, подает запрос на консультацию в свой московский офис, откуда получает отчет об инвестиционных возможностях и перспективах развития экономики и направляет консультации УК фонда (Рисунок №3).

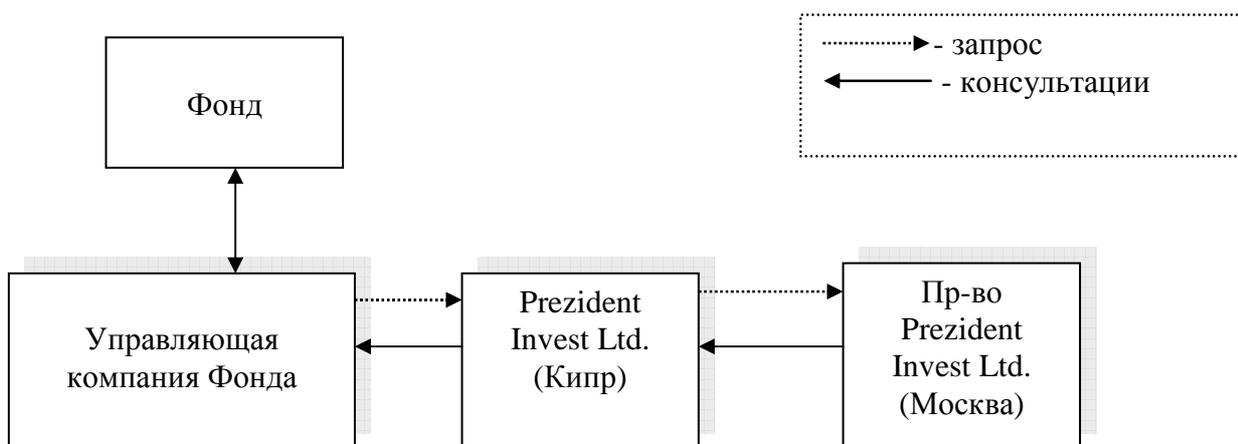


Рисунок 3- Консалтинг фонда

Для подобной схемы необходимо рассчитать будущие затраты на оплату услуг УК Prezident Invest Ltd., а также сотрудников офиса московского представительства компании (зароботная плата менеджеров и секретаря, годовые бонусы при успешной реализации инвестиционной политики, оплата офиса и т.д.). Остальные расходы по данным статьям будут описаны ниже.

Как правило, оплата услуг управляющей компании фонда составляет 1-2% от активов, находящихся под управлением. Wealth Management будет получать 1% от годового объема инвестиций на ежемесячной основе. Также организаторами фонда предусмотрено вознаграждение для менеджмента при росте инвестиций под управлением. Вознаграждение, в таком случае, составит 20% от годового прироста капитала и будет выплачиваться по окончании финансового года.

При ведении учета фонда следует рассматривать затраты на администрирование, а именно периодический регулярный расчет стоимости чистых активов, ведение реестра акционеров, осуществление выплат по дивидендам и др., которые будет нести администратор фонда.

Предположим, что функции администратора на себя возьмет компания Trident Trust Company (Кипр). Данная компания довольно известна, с широким спектром услуг, начиная от регистрации и видения оффшорных компаний и заканчивая администрированием фондов с полным пакетом услуг. Ее офисы расположены более чем в 22 странах мира. Подразумевается, что услуги трансфертного агента, регистратора фонда и бухгалтерии фонда будут вестись также данной компанией. В год стоимость полного пакета таких услуг может составить 90 000 долл. США.

Немаловажно учесть и затраты на открытие счетов в банках и в брокерских домах. Как правило, брокерские компании не взимают дополнительной платы за открытие счета, но начисляют комиссии за ведение счетов и оказание финансовых услуг на ежемесячной основе. В подобные комиссии не включаются комиссии от купли-продажи ценных бумаг, так как они включаются в стоимость самих ценных бумаг.

Для первоначальной инвестиционной деятельности в качестве брокера была выбрана компания Unicredit Securities Ltd. (Кипр). Затраты на ведение счета депо и расчетного счета будут составлять 350 долл. США в месяц.

За открытие счетов банки, в основном, берут низкие комиссии. Комиссия за ведение счетов списывается с каждого счета в отдельном порядке каждый календарный месяц. Учредителями фонда был выбран банк HSBC (Швейцария). Годовая комиссия выбранного банка составит примерно 1 000 долл. США. Дополнительным условием банка является наличие на счету неснижаемого остатка в размере 50 000 долл. США (если речь идет о долларовом счете) и не менее 30 000 евро при выборе еврового счета.

При открытии счетов в банке и брокерской компании необходимо собрать два пакета документов. В них должны войти, во-первых, нотариально заверенные документы с апостилем, подтверждающие

регистрацию фонда, во-вторых, копии договоров с управляющей компанией, а также аудиторами фонда. Один пакет документов составит примерно 2 500 долл. США в денежном эквиваленте.

Как известно, аудит является одной из самых затратных статей фонда. Сумма расходов на аудит зависит от того, необходимо его проведение ежегодно или несколько раз в год, а также выбранная в качестве аудитора компания. Если это всем известная компания, входящая в Большую Четверку (PricewaterhouseCoopers (PWC), Deloitte, Ernst&Young, KPMG), то аудит может стать одной из самых затратных статей бюджета компании.

Пусть в рассматриваемой нами ситуации учредители фонда в качестве аудиторской компании выбрали Deloitte & Touche (филиал компании Deloitte, зарегистрированный на Кайманских островах). Ежегодные расходы на проведение аудита в данной организации составляют 55 000 долл. США.

Ниже приведена схема структуры фонда с уже непосредственно выбранными контрагентами (Рисунок 4).

Ошибка! Источник ссылки не найден.

Рисунок 4. Структура фонда

В качестве директоров фонда выступают физически лица - резиденты выбранной юрисдикции. Их роль в управлении фондом будет номинальная (как это часто происходит в международной финансовой практике).

Оплачиваться услуги директоров будут на квартальной основе. Для слаженного функционирования фонда требуется назначение, как минимум, двух директоров с возможностью замещения друг друга, правом отдельной подписи. Средняя ежеквартальная плата директорам составит 5 000 долл. США на человека.

Схема работы с инвесторами предполагает, что на их имя будут выпущены акции. Список инвесторов будет вестись в виде реестра акционеров компании. В качестве акционеров выступят оффшорные компании с бенефициарами физическими лицами из России. В течение первых пары лет функционирования фонда ожидается наличие не более 5 инвесторов.

Выше рассмотрены основные затраты по созданию и ведению фонда. Ниже представлена классификация затрат в зависимости от выбранной юрисдикции фонда (Каймановы острова, Багамские острова и Люксембург). С целью структурирования затрат необходимо разделить их на два блока. Первый включает все затраты по регистрации фонда, которые необходимо учесть сразу при его создании. Второй блок содержит все периодические затраты на ежегодной основе. В данном блоке целесообразно выделить «постоянные» и «переменные» затраты. Данное деление обусловлено спецификой каждой группы затрат: первый блок - затраты, которые фонд будет нести вне зависимости от выбора юрисдикции, второй блок - затраты, которые будут напрямую зависеть от юрисдикции фонда.

В таблице ниже приведены затраты, которые будут учтены в дальнейших расчетах относительно каждой юрисдикции. Объективно, приведенный перечень не является исчерпывающим для всех типов фондов. Однако перечисленные статьи расходов входят в категорию основных и определяющих для любого хедж-фонда (Таблица 2).

Таблица 2 - Статьи затрат по фонду

Затраты на первоначальную регистрацию фонда Единоразовые	Затраты на обеспечение жизнедеятельности фонда
<ol style="list-style-type: none">1. Оплаченный минимальный уставный капитал компании ;2. Услуги агента по регистрации хедж-фонда;3. Пошлины и сборы по регистрации хедж-фонда;4. Оплата за лицензию фонда;5. Комиссия за открытие брокерских счетов;6. Комиссия за открытие банковских счетов;7. Затраты на апостилированные пакеты документов по фонду	<p>Постоянные</p> <ol style="list-style-type: none">1. Зарплата менеджеров и секретаря в московском представительстве кипрской компании;2. Аренды офиса, бухгалтерия и т.д. (в Москве);3. Ежегодные бонусы менеджерам московского представительства;4. Оплата консультационных услуг кипрской компании Prezident Invest Ltd;5. Оплата услуг управляющей компании Wealth Management;6. Выплата вознаграждения управляющей компании;7. Оплата услуг компании Trident Trust Company (администрирование, ведение реестра, трансфер-агент, бухгалтерия, юристы);8. Услуги брокерской компании;9. Комиссия банка;10. Аудит фонда.

	Переменные
	<ol style="list-style-type: none">1. Оплата юридического адреса;2. Ежегодные пошлины и сборы;3. Налоги;4. Лицензионные сборы;5. Услуги номинальных директоров фонда.

Делая вывод из вышесказанного, выбор юрисдикции для создания хеджевого фонда зависит от трех различных типов затрат: единовременных, постоянных и переменных.

3.2 Анализ затрат на создание и поддержание хедж-фонда на Багамских островах

3.2.1 Затраты по регистрации фонда включают в себя:

1. Минимальный оплаченный уставный капитал хедж-фонда:

При условии выбора общества с ограниченной ответственностью в качестве организационно-правовой формы, для ее создания на Багамских островах предусмотрен минимальный уставной капитал в размере 50 000 долл. США. Особых требований по условиям оплаты уставного капитала (с разбивкой по частям и т.д.) нет. Ввиду возможности не оплачивать минимальный уставный капитал вовсе, примем как аксиому, что и в дальнейших рассуждениях будет применяться принцип минимальных затрат. Таким образом, в данном случае расходы на оплату уставного капитала учитываться не будут.

2. Плата агенту за регистрацию фонда в стране учреждения фонда: данную услугу будет оказывать компания Trident Trust Company, обладающая разветвленной сетью филиалов, в том числе и на Багамах. Взнос компании за данную услугу составит 1150 долл. США.

3. Пошлины и сборы по регистрации фонда: на Багамских островах составят 350 долл. США.

4. Затраты на лицензирование фонда: получение годовой лицензии при создании хедж-фонда составит 1 000 долл. США.

5. Затраты на открытие брокерских счетов: как правило, инвестиционные дома не взимают плату за открытие брокерских счетов. Расходы возникнут

исключительно ввиду необходимости подготовки документов для брокерской компании. Подобный пакет документов, как правило, включает в себя:

- Сертификат о регистрации компании (Certificate of registration/Certificate of Incorporation);
- Сертификат о благополучии компании (Certificate of Good standing);
- Устав компании или меморандум фонда (Offering memorandum);
- документ, подтверждающий налоговый статус хедж-фонда (Tax certificate);
- документы, подтверждающие наличие директоров у фонда и, в некоторых случаях, доверенных лиц (Certificate of Incumbency, паспорта, резолюции директоров);
- документы на акционеров (List of shareholders, паспорта)

Указанные выше документы необходимо нотариально заверить и скрепить апостилем согласно международным юридическим требованиям. Стоимость подобного пакета бумаг составит 2 500 долл. США. Заверением документов будет заниматься Trident Trust Company, стоимость услуг которой составляет приблизительно 400 долл. США. Итак, суммарные затраты по данной статье расходов составят 2 900 долл. США.

6. Затраты на открытие банковских счетов: выбранный нами банк HSBC взимает комиссию за открытие банковского счета в размере 100 долл. США²⁶. Удобно открывать счет в двух валютах – в долларах и в евро. Для открытия любого из счетов банк потребует стандартный пакет документов, который рассматривался выше. Ориентировочная стоимость такого пакета, учитывая также услуги агента, составит 2 900 долл. США. Дополнительно

²⁶ Корнеева Е. Оффшорный мир. Взгляд изнутри. - М.: «Экономика», 2005. – 318 с.

оплачивается такая услуга, как переговоры с банком. В случае Trident Trust Company услуга будет стоить 950 долл. США.

Банк устанавливает собственные требования к размеру неснижаемого остатка на каждом из счетов: на счету в валюте евро неснижаемый остаток составит 30 000 евро (при курсе к доллару 1/1.33) и 50 000 долл. США для долларового счета. Сумма расходов в 90 000 долл. США не будет отнесена на затраты, поскольку эти деньги не будут израсходованы. Однако учредитель хедж-фонда должен иметь их в виду при создании фонда.

7. Дополнительные апостилированные пакеты документов: дополнительные нотариально заверенные и апостилированные пакеты документов об учреждении фонда и его структуре будут необходимы в различных ситуациях, более подробно разобранных выше. Стоимость по их подготовке составит 2 900 долл. США каждый.

Важно понимать, что в данной работе не учитываются так называемые прочие расходы, такие как командировочные, почтовые издержки и т.д.

3.2.2 Постоянные ежегодные затраты на поддержание фонда

Постоянные затраты - это такие затраты, которые учредителям фонда необходимо нести на ежегодной основе без привязки к конкретной юрисдикции.

Постоянные затраты включают:

1. Зарботную плату менеджеров и секретаря московского кипрской компании: предполагаемая зарплата менеджеров составляет 5 000 долл. США gross (до вычета налогов) каждому на ежемесячной основе. Секретарю предполагается платить ежемесячный оклад в размере 1 700 долл. США gross.
2. Расходы на аренду офиса и ведение бухгалтерии: аренда сравнительно небольшого офиса в бизнес-центре класса «А» в Москве будет стоить 5 500 долл. США (включая НДС) ежемесячно. Бухгалтерский учет будет отдан на аутсорс московской компании, предоставляющей подобные услуги. Ежемесячный платеж за ведение бухгалтерии составит около 2 000 долл. США в месяц (включая НДС).
3. Ежегодные бонусы менеджерам московского представительства:
Ежегодный бонус одного менеджера составляет 15 000 долл. США gross при достижении фондом определенных показателей прибыльности. Бонус секретаря составляет 7 000 долл. США gross. Условие выплаты бонусов – достижение доходности фондом в 18 и более процентов годовых.
4. Расходы на консультационные услуги кипрской компании Prezident Invest Ltd: фактически Prezident Invest Ltd. будет номинальным консультантом

для УК фонда. Ежеквартальная оплата услуг компании составит 10 000 долл. США.

5. Расходы за услуги управляющей компании Wealth Management: ежемесячные отчисления составят 5 000 долл. США. Данная сумма интерпретируется следующим образом: Wealth Management взимает 1% от суммы активов под управлением ежегодно. Поскольку в первый год инвесторы собираются вложить в хедж-фонд 9 млн. долл. США, соответственно, в год УК получит 60 000 долл. США.
6. Выплату вознаграждения управляющей компании Wealth Management при росте прибыли фонда: управляющая компания согласно договору получает 20% от суммы прироста чистых активов под управлением. Вознаграждение выплачивается на ежеквартальной основе, при этом в условиях договора указано, что управляющая компания должна поддерживать доходность фонда выше рынка, как минимум, на 18% в год. Таким образом, если годовая доходность фонда превышает 18% от уровня рынка, то УК получит вознаграждение в размере 20 % от прироста прибыли. Известно, что учредители фонда вкладывают 9 млн. долл. США в фонд. В случае если УК удастся увеличить активы фонда на 18% за год, вознаграждение компании составляет 324 000 долл. США. В принятии инвестиционных решений управляющая компания фонда непосредственно зависит от аналитических обзоров, предлагаемых менеджерами московского офиса. Однако за управляющей компанией всегда остается право не реализовывать поручения московских менеджеров, если очевидна убыточность данных.
7. Расходы за услуги компании Trident Trust Company (администрирование, ведение реестра, трансфер-агент, бухгалтерия): за перечисленные услуги компания Trident Trust ежемесячно получает 4 000 долл. США.

Бухгалтерия фонда ведется и оплачивается отдельно в размере 2 000 долл. США в месяц. В случае необходимости получения юридической консультации учредителями фонда, стоимость одного часа труда данного сотрудника составит 100 долл. США. Оплата юридических услуг обойдется в 15 000 долл. США в год. Итого, на данную статью расходов приходится 87 000 долл. США в год.

8. Оплата услуг брокерской компании: как было сказано выше, в качестве брокера выступает компания Unicredit Securities Ltd., ежемесячная комиссия за ведение счетов которого составляет 350 долл. США. Годовые расходы за поддержание счетов составят, как минимум, 4 200 долл. США. Брокер также взимает дополнительные комиссии, к примеру, за вывод со счета денежных средств или ценных бумаг (25 долл. США за один вывод). В проводимые нами расчеты данные комиссии не входят, поскольку на первоначальном этапе сложно определить масштаб операционной деятельности по брокерским счетам. В случае возникновения необходимости использовать дополнительные услуги брокера, плата за них будет браться отдельно и будет оговариваться в договоре на оказание финансовых услуг, либо в договоре на оказание кастодиальных услуг.
9. Банковская комиссия составит 80 долл. США в месяц по двум счетам, в год - 960 долл. США. Данная комиссия взимается только за ведение счетов. Комиссия за вывод денежных средств берется отдельно.
10. Оплата аудита фонда: законодательство Багамских островов требует проведения аудита фондов на ежегодной основе. Выбранная аудиторская компания KPMG International оценивает стоимость своих услуг в размере 55 000 долл. США за проведение разового ежегодного аудита.

3.2.3 Переменные ежегодные затраты на поддержание фонда

Переменные затраты в каждой юрисдикции могут отличаться. Как правило, к ним относят следующие:

1. Плата за юридический адрес: ежегодные расходы составляют 1300 долл. США.
2. Пошлины и сборы: на практике, государственные пошлины заменяют необходимость платить налоги, если речь идет об оффшорной юрисдикции. На Багамских островах государственные пошлины не превышают 1 000 долл. США.
3. Налоги: на Багамских островах лицензированный фонд имеет статус exempt, то есть, освобожден от уплаты всех видов налогов;
4. Лицензионные сборы: на Багамских островах составят 500 долл. США в год.
5. Оплата услуг номинальных директоров фонда: ежегодная оплата номинальных директоров составляет 5 000 долл. США. При условии назначения двух директоров затраты возрастают до 40 000 долл. США (Таблица 3).

Таблица ниже дает суммарную оценку всем перечисленным выше расходам на поддержание фонда на Багамских островах.

Таблица 3- Затраты по фонду на Багамских островах

Затраты на регистрацию фонда (единовременные)	Ежегодные затраты на поддержание фонда Постоянные ежегодные затраты
1. Минимальный капитал компании	

<p>(если он должен быть оплачен) – 0 долл. США;</p> <p>2. Оплата агентских услуг по регистрации фонда - 1150 долл. США;</p> <p>3. Оплата пошлин и сборов по регистрации фонда – 350 долл. США;</p> <p>4. Лицензирование фонда -1 000 долл. США;</p> <p>5. Открытие брокерских счетов (пакет документов и услуги по заверению – 2900 долл. США;</p> <p>6. Открытие банковских счетов – 4050 долл. США;</p> <p>7. Дополнительные пакеты документов по фонду с апостилем – 5 800 долл. США.</p>	<p>1. Зарплата менеджеров и секретаря представительства кипрской компании в Москве – 140 400 долл. США;</p> <p>2. Оплата аренды офиса, бухгалтерия и т.д. (в Москве) – 90 000 долл. США;</p> <p>3. Выплата ежегодных бонусов менеджерам московского представительства 37 000 долл. США;</p> <p>4. Оплата консультационных услуг кипрской компании Prezident Invest Ltd – 40 000 долл. США;</p> <p>5. Оплата услуг управляющей компании Wealth Management – 60 000 долл. США;</p> <p>6. Выплата вознаграждения управляющей компании – 324 000 долл. США;</p> <p>7. Оплата услуг компании Trident Trust Company (администрирование, ведение реестра, трансфер-агент, бухгалтерия, юристы) – 87 000 долл. США;</p> <p>8. Услуги брокерской компании – 4 200 долл. США;</p> <p>9. Комиссия банка – 960 долл. США;</p> <p>10. Аудит фонда – 55 000 долл. США;</p> <p>Итого: 838 560 долл. США</p>
--	---

	«Переменные» ежегодные затраты (в год)
	1. Оплата юридического адреса - 1300 долл США; 2. Ежегодные пошлины и сборы - 1000 долл. США; 3. Налоги – 0 долл. США; 4. Лицензионные сборы -500 долл. США; 5. Услуги номинальных директоров фонда – 40 000 долл. США; Итого: 42 800 долл. США
Итого: 15 250 долл. США	Итого: 881 360 долл. США
Итого: 896 610 долл. США	

Таким образом, минимальные затраты фонда при его учреждении на Багамских островах составят 896 610 долл. США в год. Необходимо помнить, что управляющая компания хедж-фонда получает вознаграждение только в том случае, если годовой доход фонда превысит 18%. При условии вложения в первый год в фонд около 9 млн. долл. США. и приросте прибыли в конце первого года работы фонда до 18%, фонд заработает 1 620 000 долл. США ($9\,000\,000 \cdot 0.18 = 1\,620\,000$). Таким образом, максимальная чистая прибыль фонда составит 723 390 долл. США ($1\,620\,000 - 896\,610$). Данный результат достаточно хороший для первого года функционирования фонда.

Необходимо дополнительно понять, насколько эффективно такое управление активами, т.е. вычислить рентабельность активов (Return on assets - ROA).

$$ROA = \text{Чистая прибыль} / \text{Активы} * 100\% \quad (1)$$

$$723\,390 / 9\,000\,000 * 100\% = 8\%$$

Итак, рентабельность активов составила 8%. Для большей наглядности сравним этот результат с годовым процентом, который инвестор может заработать, вложив деньги на банковский депозит. При размещении суммы в долларах США на депозит вкладчик может заработать 3-6% годовых. Ясно, что гораздо выгоднее вложить деньги в фонд для получения более высокого процента доходности.

В случае, если доход фонда будет ниже 18% годовых, к примеру, 10%, тогда управляющая компания и менеджеры фонда не получают вознаграждения. Такой уровень прибыли предполагает получение дохода в размере 900 000 долл. США ($9\,000\,000 * 0,1 = 900\,000$), а максимальной чистой прибыли в размере 364 390 долл. США ($900\,000 - (896\,610 - 37\,000 - 324\,000)$).

Рассчитаем рентабельность активов для данного примера:

$$ROA = 364\,390 / 9\,000\,000 * 100\% = 4,05\%$$

Данный процент доходности вполне сопоставим с депозитным, что может подтолкнуть инвесторов разместить свои деньги в банке и получать такой же процентный результат.

Очевидно, что во второй год и далее не будут производиться затраты на учреждение фонда, соответственно, общие расходы должны уменьшиться на 15 250 долл. США, что, безусловно, поднимет уровень чистой прибыли.

3.3 Анализ затрат на создание и поддержание хедж-фонда на Каймановых островах

3.3.1 Затраты на регистрацию фонда

1. Минимальный оплаченный уставный капитал компании: организационно-правовой формой фонда выбрана освобожденная компания (так же как и на Багамских островах).

На Кайманах предъявляется требование к стандартному уставному объявленному капиталу — 50 000 долл. США. Специальных требований по его оплате не предъявляется.

2. Расходы на оплату агентских услуг по регистрации фонда: регистрацией фонда занимается компания Trident Trust Company, имеющая филиал на Каймановых островах. Затраты на регистрацию фонда составят 1250 долл. США.

3. Пошлины и сборы по регистрации фонда: оплачиваются в размере 750 долл. США.

4. Лицензирование хедж-фонда: возможно не осуществлять, если количество инвесторов не превысит 15.

Остальные затраты полностью аналогичны тем, что рассматривались при выборе юрисдикции - Багамские острова:

- на открытие брокерских счетов в размере 2 900 долл. США;
- на открытие счетов в банке HSBC – 4 050 долл. США;
- на дополнительные пакеты документов по фонду – 5 800 долл. США.

Итак, единоразовые затраты по регистрации фонда в юрисдикции Каймановы острова составляют 14 750 долл. США в год.

3.3.2 Постоянные ежегодные затраты на поддержание фонда

Из определения постоянных затрат следует, что они не будут меняться при переходе из одной юрисдикции в другую. Таким образом, если годовая доходность фонда будет выше 18 %, то постоянные ежегодные затраты составят 896 610 долл. США.

3.3.3 Переменные ежегодные затраты на поддержание фонда

Переменные затраты фонда варьируются в зависимости от юрисдикции. При учреждении фонда на Каймановых островах они будут следующими:

1. Плата за юридический адрес: 1 250 долл. США на ежегодной основе придется платить за наличие юридического адреса фонда на Кайманах.
2. Пошлины и сборы на Каймановых островах ежегодно не превышают 800 долл. США.
3. Налоги: фонд освобожден от уплаты налогов.
4. Лицензирование: для фонда с числом инвесторов менее 15 не осуществляется.
5. Оплата услуг номинальных директоров фонда: ежеквартальная оплата услуг одного номинального директора составит 5 000 долл. США. Заработная плата двух директоров, как в нашем случае, составит 40 000 долл. США (Таблица 4).

Таблица 4- Затраты по фонду на Каймановых островах

Затраты на регистрацию фонда (единовременные)	Ежегодные затраты на поддержание фонда
1. Минимальный капитал компании (если он должен быть оплачен) – 0	«Постоянные» ежегодные затраты (в год)

<p>долл. США;</p> <p>2. Оплата агентских услуг по регистрации фонда – 1 250 долл. США;</p> <p>3. Оплата пошлин и сборов по регистрации фонда – 750 долл. США;</p> <p>4. Лицензирование фонда - 0 долл. США;</p> <p>5. Открытие брокерских счетов (пакет документов и услуги по заверению – 2900 долл. США;</p> <p>6. Открытие банковских счетов – 4050 долл. США;</p> <p>7. Дополнительные пакеты документов по фонду с апостилем – 5 800 долл. США.</p>	<p>1. Зарплата менеджеров и секретаря представительства кипрской компании в Москве – 140 400 долл. США;</p> <p>2. Оплата аренды офиса, бухгалтерия и т.д. (в Москве) – 90 000 долл. США;</p> <p>3. Выплата ежегодных бонусов менеджерам московского представительства 37 000 долл. США;</p> <p>4. Оплата консультационных услуг кипрской компании Prezident Invest Ltd – 40 000 долл. США;</p> <p>5. Оплата услуг управляющей компании Wealth Management – 60 000 долл. США;</p> <p>6. Выплата вознаграждения управляющей компании – 324 000 долл. США;</p> <p>7. Оплата услуг компании Trident Trust Company (администрирование, ведение реестра, трансфер-агент, бухгалтерия, юристы) – 87 000 долл. США;</p> <p>8. Услуги брокерской компании – 4 200 долл. США;</p> <p>9. Комиссия банка – 960 долл. США;</p> <p>10. Аудит фонда – 55 000 долл. США;</p> <p>Итого: 838 160 долл. США</p>
--	---

	«Переменные» ежегодные затраты (в год)
	1. Оплата юридического адреса - 1 250 долл США; 2. Ежегодные пошлины и сборы - 800 долл. США; 3. Налоги – 0 долл. США; 4. Лицензионные сборы - 0 долл. США; 5. Услуги номинальных директоров фонда – 40 000 долл. США; Итого: 42 050 долл. США
Итого: 14 750 долл. США	Итого: 880 210 долл. США
Итого: 894 960 долл. США	

Итого, суммарные затраты на регистрацию фонда в юрисдикции Каймановы острова с учетом вознаграждения УК фонда и менеджеров составят, как минимум, 894 960 долл. США в год. Сравнивая полученные показатели с затратами на учреждение фонда на Багамских островах, видим, что разница незначительна. Таким образом, чистая прибыль фонда, созданного в рамках юрисдикции Каймановы острова, при прочих равных условиях не будет отличаться для фонда, зарегистрированного на Багамских островах.

Управляющая компания, как было рассмотрено выше, получает вознаграждение только в случае превышения доходности фонда в 18%. Учитывая изначальные вложения в 9 млн. долл. США. и прирост прибыли в конце первого года функционирования фонда в 18%, фонд заработает около 1

620 000 долл. США ($9\,000\,000 \cdot 0.18 = 1\,620\,000$). Итого, максимальная чистая прибыль фонда составит 725 040 долл. США ($1\,620\,000 - 894\,960 = 725\,040$).

Если доход фонда будет ниже 18% годовых, к примеру, 10%, то управляющая компания фонда остается без вознаграждения. В этом случае фонд получает около 900 000 долл. США суммарного дохода ($9\,000\,000 \cdot 0.1 = 900\,000$), а максимальная чистая прибыль фонда составит 366 040 долл. США ($900\,000 - (894\,960 - 37\,000 - 324\,000)$).

Рассматривая эффективность управления активами при регистрации фонда на Каймановых островах, учтем, что при прочих равных она мало отличается от показателей управления на Багамах.

При ежегодной доходности фонда в 18% выше рынка рентабельность активов будет равна:

$$725\,040 / 9\,000\,000 \cdot 100\% = 8,06\%$$

При 10% доходности выше рынка:

$$366\,040 / 9\,000\,000 \cdot 100\% = 4,07\%$$

Следует учесть, что начиная со второго года функционирования фонда, затрат по регистрации фонда не будет, что поднимет уровень доходности хедж-фонда.

Тем не менее, инвестирование в фонд выгодно только в том случае, если доходность фонда будет выше 15-18% годовых.

3.4 Анализ затрат на создание и поддержание хедж-фонда в Люксембурге

3.4.1 Затраты по регистрации фонда

1. Минимальный оплаченный уставный капитал компании в Люксембурге должен быть оплачен. Организационно-правовой формой было выбрано акционерное общество. Законодательство Люксембурга предусматривает в данном случае минимальный размер уставного капитала в размере 31 000 евро (около 41 000 долл. США)²⁷, при условии обязательной оплаты, как минимум, 25% капитала (около 10 250 долл. США).
2. Плата за услуги агента по регистрации фонда: решение данного вопроса контролируется Trident Trust Company, также имеющая свой филиал в Люксембурге. Затраты на регистрацию фонда в Люксембурге ощутимо выше, чем в двух рассматриваемых выше юрисдикциях, и составляют 4 000 евро (около 5 300 долл. США).
3. Пошлины и сборы по регистрации фонда составят 1 250 евро (около 1650) долл. США.
4. Лицензирование фонда: в Люксембурге обязательно, стоимость лицензии составит 2 650 евро (около 3 520 долл. США).

Стоимость остальных затрат составит: открытие брокерских счетов - 2 900 долл. США; открытие счетов в банке HSBC – 4 050 долл. США; дополнительные пакеты документов по фонду – 5 800 долл. США.

Итак, единовременные затраты по регистрации фонда в Люксембурге составят 33 470 долл. США.

²⁷ Далее все затраты в евро будут пересчитываться в доллары по курсу 1.33

3.4.2 Постоянные ежегодные затраты на поддержание фонда

Постоянные затраты останутся неизменными, за исключением расходов на услуги администратора и депозитария, которые должны быть расположены в юрисдикции фонда – то есть в Люксембурге. Администратор фонда остается прежним - это Trident Trust Company. Однако услуги филиала в Люксембурге стоят значительно дороже, а именно 85 000 евро (113 000 долл. США). В случае размещения фонда в Люксембурге нецелесообразно оставлять Unicredit Securities в качестве брокера, так как вести отдельно счет депо в другой депозитарии неудобно. В качестве замены осуществлять брокерские услуги может JP Morgan в Люксембурге, комиссия за ведение счета депо и расчетного счета которого составляет около 9 600 долл. США в год.

3.4.3 Переменные ежегодные затраты на поддержание фонда

Как и другие виды издержек, описанные ранее, переменные затраты для учрежденного в Люксембурге фонда будут также выше, чем на Багамских или Каймановых островах:

1. Плата за юридический адрес: ежегодная оплата юридического адреса составит 1 200 евро (около 1 600) долл. США.
2. Государственные пошлины и сборы: в Люксембурге составляют 550 евро (730 долл. США) на ежегодной основе.
3. Налогообложение: фонд получает освобождение от уплаты налога на прибыль. Однако налогооблагаемый доход появляется при выходе инвестора из фонда, если его доля превышает 10% от общей.
4. Лицензирование: ежегодные лицензионные отчисления составляют 2 650 евро (3 520 дол. США).

5. Оплата услуг номинальных директоров: законы выбранной юрисдикции предусматривают повышенную плату за пользование услугами номинальных директоров - 90 000 долл. США в год (Таблица 5).

Таблица 5- Затраты по фонду в Люксембурге

Затраты на регистрацию фонда (единовременные)	Ежегодные затраты на поддержание фонда
1. Минимальный капитал компании (если он должен быть оплачен) –	Постоянные ежегодные затраты (в год)

<p>10 250 долл. США;</p> <p>2. Оплата агентских услуг по регистрации фонда – 5 300 долл. США;</p> <p>3. Оплата пошлин и сборов по регистрации фонда – 1650 долл. США;</p> <p>4. Лицензирование фонда – 3 520 долл. США;</p> <p>5. Открытие брокерских счетов (пакет документов и услуги по заверению – 2900 долл. США;</p> <p>6. Открытие банковских счетов – 4050 долл. США;</p> <p>7. Дополнительные пакеты документов по фонду с апостилем – 5 800 долл. США.</p>	<p>1. Зарплата менеджеров и секретаря представительства кипрской компании в Москве – 140 400 долл. США;</p> <p>2. Оплата аренды офиса, бухгалтерия и т.д. (в Москве) – 90 000 долл. США;</p> <p>3. Выплата ежегодных бонусов менеджерам московского представительства 37 000 долл. США;</p> <p>4. Оплата консультационных услуг кипрской компании Prezident Invest Ltd – 40 000 долл. США;</p> <p>5. Оплата услуг управляющей компании Wealth Management – 60 000 долл. США;</p> <p>6. Выплата вознаграждения управляющей компании – 324 000 долл. США;</p> <p>7. Оплата услуг компании Trident Trust Company (администрирование, ведение реестра, трансфер-агент, бухгалтерия, юристы) – 113 000 долл. США;</p> <p>8. Услуги брокерской компании – 9 600 долл. США;</p> <p>9. Комиссия банка – 960 долл. США;</p> <p>10. Аудит фонда – 55 000 долл. США;</p> <p>Итого: 869 960 долл. США</p>
--	--

	Переменные ежегодные затраты (в год)
	1. Оплата юридического адреса - 1 600 долл США;
	2. Ежегодные пошлины и сборы - 800 долл. США;
	3. Налоги – 0 долл. США;
	4. Лицензионные сборы – 3 520 долл. США;
	5. Услуги номинальных директоров фонда – 90 000 долл. США;
	Итого: 95 920 долл. США
Итого: 33 470 долл. США	Итого: 965 880 долл. США
Итого: 999 350 долл. США	

Итак, для создания фонда в Люксембурге необходимо затратить гораздо больше средств, чем на Кайманах и Багамах.

Минимальные расходы с учетом вознаграждения управляющей компании фонда при регистрации фонда в Люксембурге составят 999 350 долл. США в год.

При превышении годового дохода в 18%, фонд получает доход около 1 620 000 долл. США ($9\,000\,000 \cdot 0.18 = 1\,620\,000$), тогда максимальная чистая прибыль фонда составляет 620 650 долл. США ($1\,620\,000 - 999\,350 = 620\,650$).

В случае не достижения данного показателя и получения дохода в размере, например, 10% годовых, управляющая компания фонда и ее

менеджеры не получают вознаграждения, а фонд зарабатывает около 900 000 долл. США ($9\ 000\ 000 * 0.1 = 900\ 000$). Чистая прибыль в таком случае составит 261 650 долл. США ($900\ 000 - (999\ 350 - 37\ 000 - 324\ 000) = 261\ 650$). Таким образом, процент получаемой чистой прибыли для фонда, созданного на территории Люксембурга, ниже, чем для фонда, учрежденного на Багамах и Кайманах. Для ее повышения необходимо увеличивать темпы прироста капитала или снижать суммарные затраты.

Изучая параметры эффективности управления активами для фонда, созданного в Люксембурге, мы понимаем, что она будет отличаться от той, что можно получить, зарегистрировав фонд на Кайманах или Багамах.

При 18% доходности фонда выше рынка рентабельность чистых активов будет равна:

$$620\ 650 / 9\ 000\ 000 * 100\% = 6,9\%$$

При 10% доходности выше рынка:

$$261\ 650 / 9\ 000\ 000 * 100\% = 2,9\%$$

Как видно из расчетов, при малоэффективном управлении фондом рентабельность активов будет настолько мала, что эффективнее размещать деньги в банк на депозит.

Ниже представлена сводная таблица по затратам и показателям рентабельности чистых активов по трем юрисдикциям (Таблица 6):

Таблица 6.

Затраты	Багамские острова,	Каймановы острова, долл.	Люксембург, долл. США
----------------	---------------------------	---------------------------------	------------------------------

	долл.США	США	
Минимальный капитал компании (к оплате)	0	0	10 250
Агентские услуги по регистрации фонда	1 150	1 250	5 300
Пошлины и сборы по регистрации фонда	350	750	1 650
Лицензирование фонда	1 000	0	3 520
Открытие брокерских счетов	2 900	2 900	2 900
Открытие банковских счетов	4 050	4 050	4 050
Дополнительные пакеты документов по фонду	5 800	5 800	5 800
Зарплата менеджеров и секретаря представительства	140 400	140 400	140 400
Оплата аренды офиса, бухгалтерия и т.д. (в Москве)	90 000	90 000	90 000
Бонусы менеджерам московского	37 000	37 000	37 000

представительства			
Консультационные услуги	40 000	40 000	40 000
Услуги управляющей компании	60 000	60 000	60 000
Вознаграждение управляющей компании	324 000	324 000	324 000
Услуги администратора	87 000	87 000	113 000
Услуги брокерской компании	4 200	4 200	9 600
Комиссия банка	960	960	960
Аудит фонда	55 000	55 000	55 000
Оплата юридического адреса	1 300	1 250	1 600
Ежегодные пошлины и сборы по фонду	1 000	800	800
Налоги	0	0	0
Ежегодные лицензионные сборы	500	0	3 520
Услуги номинальных директоров фонда	40 000	40 000	90 000

Итого по затратам	896 610	894 960	999 350
Чистая прибыль (1-й год)	723 390	725 040	620 650
ROA (при 18%, 1-й год)	8%	8,06%	6,9%

Имея показатели рентабельности активов по трем юрисдикциям, можно рассчитать относительную эффективность вложений. Данный параметр можно найти, используя следующую формулу:

$$E = (ROA_1 - ROA_2) / ROA_1 * 100\% \quad (2)$$

Рассчитаем относительную эффективность вложений в фонд, зарегистрированный на Каймановых островах по отношению к фонду, учрежденному на Багамских островах:

$$E_{К-Б} = (8.06 - 8) / 8.06 * 100\% = 0.74\%$$

Рассчитаем этот же показатель для фонда с Каймановых островов по отношению к Люксембургскому:

$$E_{К-Л} = (8.06 - 6.9) / 8.06 * 100\% = 14.39\%$$

Относительная эффективность вложений Багамских островов по отношению к Люксембургу будет следующей:

$$E_{Б-Л} = (8 - 6.9) / 8 * 100\% = 13.75\%$$

При расчете относительной эффективности вложений было выявлено, что Каймановы острова и Багамские острова практически равны по относительной эффективности вложений, сравнительная рентабельность Люксембурга оказалось несколько ниже.

Заключение

Оффшорные схемы организации хедж-фондов используются в наше время во всем мире достаточно широко. В первую очередь, это, конечно же, связано с тем, что подобного рода финансовые институты позволяют уменьшить налоговые издержки и тем самым увеличить прибыль акционеров. Этот фактор важен для инвестиционных фондов, так как инвесторы вкладывают в них деньги, чтобы их преумножить. Поскольку прирост инвестиционного капитала осуществляется за счет игры на биржевых площадках и доходность, в среднем, не может быть слишком высокой, управляющим фонда и акционерам очень важно иметь льготное налогообложение для управляемого ими фонда, чтобы вложения были рентабельными. В противном случае инвестору будет гораздо прибыльнее и менее затратно разместить деньги в банке на депозит.

Поэтому целью данной работы является разработка и анализ структуры оффшорного хеджевого фонда для определенно заданной группы российских инвесторов.

При выборе юрисдикции фонда необходимо учитывать следующие требования:

- юрисдикция должна предоставлять надежную защиту прав собственности и обладать достаточно высокой финансовой репутацией;
- минимальные требования к раскрытию информации об инвесторах фонда, установленные законодательством выбранной страны;
- законодательство юрисдикции должно обеспечивать минимальный доступ к информации об инвесторах фонда;
- структура фонда должна предусматривать возможность сохранения над ней контроля владельцами бизнеса при дальнейшем увеличении числа инвесторов;

- структура фонда не должна подвергаться значительному государственному регулированию.

В первой главе рассматриваются теоретические аспекты, касающиеся понятия хедж-фонда, их роли в глобальной экономике, стратегий инвестирования, выделяются основные преимущества хеджевых фондов, а также их недостатки, типовая структура создания подобного рода фондов.

Вторая глава посвящена рассмотрению вопроса оффшорных юрисдикций. Наиболее привлекательным для инвесторов в оффшорных зонах является следующее: возможность вести бизнес из любой точки мира, освобождение от основной суммы налогов, отсутствие сложных процедур регистрации и управления, возможность использования номинальных владельцев и директоров, конфиденциальность, развитая структура всех необходимых сервисов для ведения бизнеса, минимальные требования к финансовой отчетности.

Также во второй главе были разработаны и описаны возможные варианты организационной структуры фонда, подобраны компании, которые удовлетворяют данную структуру. Кроме этого, были проанализированы условия инкорпорации фонда в трех различных юрисдикциях.

В качестве наиболее подходящих стран для открытия хедж-фонда были выбраны Каймановы острова, Багамские острова и Люксембург, где существуют льготные режимы для такого вида деятельности. Как показал анализ, наиболее подходящей юрисдикцией для инкорпорации фонда в данном случае являются Каймановы острова. Учредители фонда получают там следующие преимущества: Кайманы имеют достаточно высокую репутацию в качестве низконалоговой юрисдикции и достаточно развитую инфраструктуру для учреждения фонда; информация об акционерах не подается в государственные органы, что является обязательным требованием

бенефициаров; акционеры могут не быть резидентами Каймановых островов; возможно избежание процедуры лицензирования; необязателен ежегодный аудит отчетности; собрание акционеров может проводиться вне оффшора, при этом частота проведения собраний не регулируется; есть возможность максимального освобождения от налогов; можно не лицензировать управляющую компанию; регистрационные сборы и ежегодные пошлины невысокие; администратор и депозитарий могут быть учреждены в других юрисдикциях.

Размещение фонда на Багамских островах также довольно выгодно, но в процессе анализа были выявлены несколько негативных факторов, которые можно было бы избежать, организовав фонд на Кайманах. На Багамах информация об акционерах и партнерах предоставляется в государственные органы в момент регистрации; Генеральный партнер должен быть резидентом Багамских островов; сам фонд подлежит лицензированию; обязателен ежегодный аудит отчетности.

Анализ такой юрисдикции, как Люксембург, показал, что оффшорному фонду разрешается не раскрывать информацию об акционерах, а также акционеры могут не быть резидентами данной юрисдикции, что является важным для учредителей, но в остальном требования к организации фонда довольно высокие, что ведет к дополнительным процедурам и затратам, но в то же время репутация фонда в данной юрисдикции намного выше, чем в оффшорных зонах.

В третьей главе был проведен анализ затрат, необходимых для создания и поддержания деятельности фонда в трех вышеназванных юрисдикциях. Безусловно, Каймановы и Багамские острова являются менее затратными по сравнению с Люксембургом. Как показали произведенные расчеты, доходность фонда должна быть в среднем не менее 15%, чтобы инвестиции были рентабельными во всех трех юрисдикциях. Но, поскольку

затраты ниже на Кайманах и Багамах, то и прибыльность фонда, в любом случае, будет выше, чем в Люксембурге.

Проведенные расчеты затрат и деятельности в трех юрисдикциях показали, что созданный фонд должен иметь годовую доходность не ниже 13%-15%, чтобы окупить затраты первого года и принести доход инвесторам. Это требование по доходности может быть не выполнено по разным причинам. Однако в данном случае важно учесть, что при инвестировании денег в фонд каждый инвестор сталкивается с выбором. Если эффективность управления фондом может быть не очень высокой, тогда выгоднее просто внести деньги на банковский депозит. Если предполагаемая доходность может быть гораздо выше той, которую могут предложить банки (даже не 18%, а 20% или даже 30% выше рынка), то целесообразно вкладываться в хедж-фонды. Во всех случаях инвесторы, вложившие свои деньги в ценные бумаги, понимают, что несут повышенные риски, поскольку, чем выше прибыль, тем выше риски.

Из приведенных примеров видим, что наиболее затратным учреждение и поддержание фонда будет в Люксембурге. Это логично, так как Люксембург не является безналоговой юрисдикцией, а имеет льготное налогообложение по деятельности инвестиционных фондов. Люксембург – это часть Европы, поэтому услуги по поддержанию фонда так же не могут быть ниже тех, что предлагает Европа в целом. В данном случае, наиболее обоснованной причиной для выбора данной юрисдикции является ее репутация, она, безусловно, выше, чем у полноценных оффшорных территорий. Учредители, а в перспективе и инвесторы должны будут платить за такое преимущество. Данная юрисдикция может быть рекомендована учредителям фонда, если в будущем возможно его преобразование из частного в открытый, с дальнейшим выходом на биржу. Если же таких планов не предвидится, то целесообразно рассмотреть безналоговые оффшорные юрисдикции – Кайманы и Багамы.

Относительно издержек на организацию и ведение фонда на Каймановых и Багамских островах из расчетов видим, что затраты примерно равны. Поэтому в данном случае учредители фонда вполне могут отдать предпочтение любой из территорий. Но так как для них одним из определяющих факторов является уровень конфиденциальности информации о конечных владельцах фонда, то целесообразно выбрать Каймановы острова как наиболее оптимальный вариант.

Также одну из статей затрат при организации фонда на Каймановых островах можно сократить: здесь есть преимущество в порядке проведения аудита – его можно проводить не каждый год, а, например, через год, что позволит сэкономить в среднем 25 тыс. долл. США в год.

Итак, проанализировав условия трех юрисдикций, выстроив возможную структуру фонда и просчитав возможные затраты, Каймановы острова остаются самыми привлекательными для создания хедж-фонда.

Список используемой литературы

1. Булатов А.С. Создание и функционирование компаний с российским капиталом за рубежом: Учебное пособие. - М., МГИМО, 2007. – 60 с.
2. Бушев А.Ю., Макарова О.А., Попондуло В.Ф. Коммерческое право зарубежных стран. - СПб., 2008.
3. Владимирова М.П., Теунаев Д.М., Стажкова М.М. Оффшоры. Инструмент международного налогового планирования. - М., 2005.
4. Гончаров А.А. Оффшорные правовые модели и их применение. – СПб, 2009. – 192 с.
5. Гунько В., Апель А., Соколов И. Обналичивание и оффшорный бизнес в схемах. - СПб., 2005.
6. Дюмулен И.И. Международная торговля. Экономика, политика, практика. –М.: ВАВТ, 2010. – 230 с.
7. Ерциян А.В., Азарян Р.Г. Использование оффшоров в налоговом планировании. - М.: Издательский Дом «Главбух», 2006. – 350 с.
8. Интернет-сайт компании «БКС», данные по оффшорным территориям: <http://www.bcs-offshore.com>
9. Интернет-сайт компании «Юрхаус», статьи по оффшорам. <http://www.jurhouse.ru/articles/1211/index.shtml>
10. Интернет-сайт компании Roche & Duffay. Раздел «Статьи и брошюры»: http://www.roche-duffay.ru/articles/articles_head.htm
11. Интернет-сайт электронной энциклопедии «Википедия»: <http://ru.wikipedia.org>
12. Интернет-сайт, статьи по оффшорам: www.gloffs.com
13. Интернет-сайт, статьи по оффшорным схемам: <http://www.cfin.ru>

14. Интернет-сайт ОЭСР. «Черный список» юрисдикций.
http://www.oecd.org/document/57/0,2340,en_2649_33745_30578809_1_1_1_1_00.html
15. Интернет-сайт ФАТФ. «Черный список» юрисдикций.
http://www1.oecd.org/fatf/NCCT_en.htm
16. Кабир, Л. С. Организация офшорного бизнеса. - М.: «Финансы и статистика», 2007. -144 с.
17. Как работать с оффшорами / Натесова А.// «Финансовый директор». – 2009. - № 2.
18. Климовец О.В. Международный оффшорный бизнес. – М.: «Феникс», 2007. - 320 с.
19. Корнеева Е. Оффшорный мир. Взгляд изнутри. - М.: «Экономика», 2005. – 318 с.
20. Коттке Клаус «Грязные» деньги - что это такое?- М.: «Дело и Сервис», 2006. – 270 с.
21. Курноскина О.Г. Оффшорные компании. Новые схемы налогового планирования в рамках налогового поля РФ. - М., 2006.
22. Кучеров И.И. Налоговое право зарубежных стран: Курс лекций. – М.: «ЮрИнФор», 2008. – 374с.
23. Логачёв С. В., Боева О. Ю., Троценко А. Е., Кузнецова И.В. Оффшорные и неоффшорные юрисдикции Европы, Америки, Азии, Африки и Океании: Практическое руководство. – М.: «НПК Веста», 2008. – 400 с.
24. Логика построения оптимальной корпоративной структуры / Афанасьев М. Бреев М.// «Финансовый директор». – 2009. - № 12.
25. Миклашевская Н.А. Международная экономика: учебник МГУ им. Ломоносова. – М.: «Дело и Сервис», 2008.- 368 с.
26. Михайлин А. Н. Краткий толковый словарь-справочник по внешнеэкономической деятельности: Учебное пособие. — М.: «А-Приор», 2006. — 85 с.

27. Оффшорные фирмы в международном бизнесе: принципы, схемы, методы. – М.: ДС «ЭКСПРЕСС, ИНК.», 2007. - 364 с.
28. Поляков В., Туник И. Оффшоры: пособие по увеличению прибыли. — СПб., 2008. — 233 с.
29. Поникаров В.А. Мировая экономика: учебное пособие. – М.: «Палеотип», 2006.- 216 с.
30. Толкушин А.В. Энциклопедия российского и международного налогообложения. - М.:«Юристъ», 2007. – 912 с.
31. Ушаков Д.Л. Оффшорные зоны в практике российских налогоплательщиков.- М.: «Юристъ», 2005. - 496 с.
32. Халдин М.А. Россия в оффшорном бизнесе.- М.: «Международные отношения», 2005. – 176 с.
33. Хейфец Б.А. Оффшорные юрисдикции в глобальной и национальной экономике. – М.: «Экономика», 2008. – 335 с.
34. Чашин А.Н. Оффшорные зоны. Правовое регулирование. – М.: «Дело и Сервис», 2010. – 64 с.
35. Чернявский С.П. Международный оффшорный бизнес и банки. - М., 2007.
36. Шевчук Д. А. Оффшоры: инструменты налогового планирования. – М.: ГроссМедиа, 2008. – 200 с.
37. Шимко П.Д. Международная экономика: учебник. – М.: «Юрайт», 2010. – 472 с.
38. James R. Hedges IV. Hedges on hedge funds. How to successfully analyze and select an investment, John Wiley & Sons, Inc. 2005. – 233 p.
39. Robert A. Jaeger. All about hedge funds. The easy way to get started. McGraw-Hill, 2003.- 308 p.
40. Guide to sound practices for European hedge fund managers, The Alternative Investment Management Association Limited (AIMA), 2002.- 116 p.

41. Как удвоить миллион: инструкция по выбору хедж-фонда. Forbes, апрель 2005 С.38-50

Приложение 1

*Сравнительные характеристики компании и партнерства на Багамских островах*²⁸

Компания	Партнерство с ограниченной ответственностью
Конфиденциальность информации об акционерах/партнерах	
Существует требования о предоставлении информации о бенефициарных акционерах (физических лицах) в государственные органы в момент регистрации компании	Существует требования о предоставлении информации о Генеральном партнере в государственные органы в момент регистрации партнерства (не применимо для партнеров с ограниченной ответственностью)
Информация о бенефициарных акционерах/партнерах должна храниться только в компании-администраторе, осуществляющей создание Фонда (принцип «знай своего клиента»).	
Комиссия по ценным бумагам имеет доступ к данной информации в рамках	
Лицензирование и ограничения	
По общему правилу, деятельность инвестиционного фонда подлежит лицензированию. Комиссией по ценным бумагам. Нет ограничений на структуру инвестиционного портфеля фонда	
Управление и контроль	

²⁸ Интернет-сайт компании Roche & Duffay. Раздел «Статьи и брошюры»: http://www.roche-duffay.ru/articles/articles_head.htm

<p>Компания должна иметь как минимум двух акционеров.</p> <p>Акционеры, директора и сотрудники не обязаны быть резидентами Багамских островов.</p> <p>Собрания акционеров и директоров должны проводиться минимум 1 раз в год не обязательно на Багамских островах. Также возможно проведение собраний по телефону. Однако с точки зрения риска возникновения налогооблагаемого присутствия в иных юрисдикциях мы рекомендуем проводить Собрания акционеров и директоров в юрисдикции инкорпорации Фонда.</p> <p>Все важные решения должны быть оформлены и приниматься советом Директоров, который должен проводиться как минимум один раз в год.</p> <p>Наличие администратора фонда обязательно.</p> <p>Наличие секретаря компании обязательно</p> <p>Специальных предписаний о назначении директоров фонда нет</p> <p>Компании, оказывающие услуги доверительного управления и</p>	<p>Партнерство должно иметь как минимум одного Генерального партнера.</p> <p>Одним из Генеральных партнеров должен быть гражданин Багамских островов или компания, зарегистрированная в соответствии с Законом о Компаниях 1992 года или законом о Международных Коммерческих Компаниях 2000 года.</p> <p>Остальные условия аналогичны компании</p>
--	---

<p>администрирования, должны быть независимы друг от друга</p>	
<p>Налоговый статус</p>	
<p>Компания имеет право получить освобождение от налогообложения на 20 лет с момента регистрации при соблюдении следующих условий:</p> <ul style="list-style-type: none"> • компания не имеет права вести бизнес с резидентами Багамских островов • компания не имеет права владеть недвижимостью на Багамских островах • компания не имеет права заниматься банковским или страховым бизнесом 	<p>После получения регистрационного свидетельства, партнерство освобождается от налогообложения на 50 лет с момента регистрации. Однако если среди главных партнеров есть резидент Багамских островов, возможно возникновение последствий, связанных с валютным регулированием. Остальные условия аналогичны Компании</p>
<p>Налоги и сборы</p>	
<p>Государственный регистрационный сбор, уплачиваемый при регистрации, составляет не более 1 000 долл. США. Ежегодная плата с «налогооблагаемого» капитала взимается в размере не более 1</p>	<p>Ежегодный сбор составляет около 500 долл. США. Доход, получаемый фондом, выплата доходов инвесторам, доходы, получаемые при выходе инвесторов из фонда, не облагаются налогами на</p>

<p>000 долл.США.</p> <p>При увеличении заявленного капитала сумма пошлины составит не более 800 Долл.США.</p> <p>Лицензионный сбор составляет примерно 1 000 долл. США и уплачивается одновременно и 500 долл. США, который уплачивается ежегодно.</p> <p>Доход, получаемый фондом, выплата доходов инвесторам, доходы, получаемые при выходе инвесторов из фонда, не облагаются налогами на Багамских островах</p>	<p>Багамских островах</p>
Требования к составлению и подтверждению отчетности	
<p>Фонды обязаны вести и ежегодно предоставлять финансовую отчетность, подтвержденную независимым аудитором, в Комиссию по ценным бумагам. Данная отчетность должна быть доступна инвесторам не позднее, чем через четыре месяца после окончания финансового года, установленного фондом. Этот срок может быть увеличен Комиссией по ценным бумагам</p>	
Управляющая компания	
<p>Нет требований к лицензированию УК</p>	
Администратор, Депозитарий	
<p>Депозитарий и Администратор должны быть независимыми. Наличие депозитария не является обязательным</p>	

Приложение 2

Сравнительные характеристики компании и партнерства на Каймановых островах²⁹

Компания	Партнерство с ограниченной ответственностью
Конфиденциальность информации об акционерах/партнерах	
<p>Информация об акционерах не подается в органы государственной регистрации (подается только информация о директорах), однако она должна иметься в наличии по месту нахождения органа управления/по месту юридического адреса компании.</p> <p>Государственные органы могут потребовать у органа управления фонда предоставить информацию о конечных владельцах только в исключительных случаях (запрос в</p>	<p>Информация о Генеральном партнере подается в органы государственной регистрации.</p> <p>Генеральный партнер должен вести учет информации о партнерах с ограниченной ответственностью.</p> <p>Информация о партнерах с 2009 г. не является публичной (необходимо согласие Генерального партнера на раскрытие).</p> <p>Если были внесены изменения в</p>
<p>Информация об акционерах/ партнерах, а также информация о конечных владельцах Компании/Партнерства, должна быть предоставлена компании-администратору, осуществляющей создание фонда (принцип «знай своего клиента»).</p>	
Лицензирование и ограничения	

²⁹ Интернет-сайт компании «БКС», данные по офшорным территориям: <http://www.bcs-offshore.com>

<p>Деятельность инвестиционных фондов подлежит лицензированию за исключением фондов, число акционеров которых не превышает 15, при условии, что большинство акционеров такого инвестиционного фонда имеет право голоса при принятии решений относительно назначения и снятия с должности директоров фонда. Требования по лицензированию инвестиционного фонда на Каймановых островах минимальны</p>	
Управление и контроль	
<p>Наличие одного акционера и одного директора (не обязательно резиденты Кайманских островов). Собрания акционеров не должны проходить на Кайманах</p>	<p>Минимальное количество участников – как минимум два партнера - Генеральный партнер и партнер с ограниченной ответственностью. При этом хотя бы один Генеральный партнер должен являться либо резидентом Каймановых островов, если это физическое лицо, либо</p>
Налоговый статус	
<p>Компания имеет право получить освобождение от налогообложения на 20 лет с момента создания фонда. Данный срок может быть</p>	<p>Партнерство освобождается от налогообложения на 50 лет с момента создания фонда.</p>
Налоги и сборы	

<p>Размер пошлины за регистрацию Компании составляет не более 2,000 долларов США.</p> <p>Доход, получаемый фондом, выплата доходов инвесторам, доходы, получаемые при выходе инвесторов из фонда, не облагаются налогами на Каймановых островах.</p>	<p>Размер пошлины за регистрацию партнерства составляет примерно 850 долларов США.</p> <p>Доход, получаемый фондом, выплата доходов инвесторам, доходы, получаемые при выходе инвесторов из фонда, не облагаются налогами на Каймановых островах.</p>
Требования к предоставлению отчетности	
<p>Финансовая отчетность не подлежит обязательному аудиту и предоставлению в государственные органы. Тем не менее, обязательно ведение бухгалтерии фондом. Требования в отношении аудита финансовой отчетности могут быть определены инвесторами на общем собрании акционеров.</p> <p>Предоставляется ежегодные отчеты в Реестр, где подтверждается только следующая информация:</p> <ul style="list-style-type: none">• не было изменений в уставных документах;• требования Закона о компаниях соблюдались;	
Управляющая компания	
<p>УК, как правило, должна получить лицензию. При этом возможно получение освобождения при условии, что инвестиционная деятельность осуществляется для компании, партнерства или траста акционерами, участниками или партнерами которого являются инвесторы, подпадающие под определение «профессионального» инвестора или самостоятельного физического лица. Под определение</p>	

Администратор, Депозитарий

Администратор и Депозитарий могут быть учреждены в другой юрисдикции
--

«Данная магистерская диссертация выполнена мною самостоятельно»

«___» _____ 200_ г. _____