



Банк России



АВГУСТ 2020 ГОДА

# РАЗВИТИЕ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ МЕХАНИЗМОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ: ПРЯМЫЕ ИНВЕСТИЦИИ И КРАУДФАНДИНГ

Доклад для общественных консультаций

Москва  
2020

# СОДЕРЖАНИЕ

Глоссарий .....	2
Введение.....	4
<b>1. Жизненный цикл компаний, особенности финансирования и риски на разных стадиях .....</b>	<b>5</b>
<b>2. Прямые инвестиции .....</b>	<b>8</b>
2.1. Понятие прямых инвестиций.....	8
2.2. Риски прямого инвестирования.....	11
2.3. Мировая практика регулирования управляющих фондов прямых инвестиций.....	13
2.4. Состояние и проблемы развития прямых инвестиций в России.....	15
2.5. Сдерживающие факторы развития рынка прямых инвестиций.....	18
2.6. Мезонинное финансирование .....	19
2.7. Мероприятия по развитию прямых инвестиций в России.....	21
<b>3. Использование инвестиционных платформ в целях финансирования компаний.....</b>	<b>23</b>
3.1. Инвестиционные платформы и тенденции их развития в мире.....	23
3.2. Риски инвестирования с использованием инвестиционных платформ .....	24
3.3. Регулирование деятельности инвестиционных платформ .....	24
3.4. Состояние и проблемы развития инвестиционных платформ в России.....	25
3.5. Мероприятия по развитию инвестиционных платформ в России.....	25
<b>Заключение.....</b>	<b>27</b>
<b>Приложение .....</b>	<b>28</b>

Материал подготовлен Департаментом стратегического развития финансового рынка.

Ответы на вопросы, представленные в докладе, а также замечания и предложения к нему просим направлять до 1 ноября 2020 года включительно по адресам: [zemskovaev@mail.cbr.ru](mailto:zemskovaev@mail.cbr.ru), [zagorskiyev@mail.cbr.ru](mailto:zagorskiyev@mail.cbr.ru).

При использовании материалов доклада ссылка на Банк России обязательна.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2020

## ГЛОССАРИЙ

**Альтернативные механизмы инвестирования** – инвестиции в активы, которые не попадают в традиционные категории (публично обращающиеся акции, облигации и иные высоколиквидные инструменты) и характеризуются низкой ликвидностью, высокими рисками и высокой требуемой доходностью.

**Бизнес-ангел** – частное лицо, предоставляющее финансовые ресурсы перспективным проектам, находящимся на ранних стадиях развития (посевная и стартап).

**Бридж-заем** – краткосрочный заем, предоставляемый компаниям для покрытия потребностей в финансировании текущей деятельности до получения долгосрочного финансирования.

**Варрант/опцион эмитента** – ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный срок и/или при наступлении определенных обстоятельств акций эмитента такого опциона.

**Венчурные инвестиции** – инвестиции в компании, находящиеся на ранних стадиях развития (посевная, стартап и расширение), характеризующиеся высоким уровнем риска.

**Выход из инвестиции** – продажа инвестором доли участия в портфельной компании.

**Договор инвестиционного товарищества** – договор, в соответствии с которым двое или несколько лиц (товарищей) обязуются соединить свои вклады и осуществлять совместную инвестиционную деятельность без образования юридического лица для извлечения прибыли.

**Заем с участием в прибыли** – форма займа, при которой заимодавец получает право участия в прибыли компании в обмен на предоставление капитала.

**Инвестиционная платформа** – информационная система в сети Интернет, используемая для заключения с помощью информационных технологий и технических средств договоров инвестирования, доступ к которой предоставляется оператором инвестиционной платформы.

**Конвертируемый заем** – договор займа, в соответствии с которым долговые обязательства заемщика могут быть конвертированы в доли участия заимодавца в капитале компании-заемщика при наступлении определенных условий.

**Краудинвестинг** – разновидность краудфандинга, при которой инвесторы предоставляют финансирование проектам в обмен на долю участия в проекте.

**Краудлендинг** – разновидность краудфандинга, при которой инвесторы предоставляют краткосрочные займы юридическим и физическим лицам.

**Краудревординг** – разновидность краудфандинга, при которой инвесторы предоставляют финансирование проектам в обмен на продукты или услуги, получаемые при реализации проекта.

**Краудфандинг** – вид альтернативного инвестирования, при котором инвесторы предоставляют небольшие суммы финансирования проектам, находящиеся на ранних стадиях развития, посредством инвестиционных платформ.

**Кредитный выкуп (Leveraged Buyout)** – приобретение компании со значительным использованием кредитных средств, при котором активы приобретаемой компании являются обеспечением по кредиту, привлеченному для выкупа.

**Кэптивные инвестиционные фонды** – инвестиционные фонды, управляемые в интересах определенной группы инвесторов или финансово-промышленной группы.

**Мезонинное финансирование** – гибридная форма долгосрочного финансирования, сочетающая долговые и долевыми инструментами и позволяющая при наступлении установленных событий конвертировать долг в долю участия в капитале портфельной компании.

**Прямые инвестиции (Private Equity инвестиции, Private Equity)** – коллективное инвестирование в акции/доли в уставном капитале преимущественно непубличных компаний, обладающих значительным потенциалом роста.

**Стратегический инвестор** – инвестор, осуществляющий инвестиции преимущественно в целях интеграции объекта инвестиции в свой текущий бизнес (в отличие от **финансового инвестора**).

**Субординированный заем (долг)** – вид займа (долга), который выплачивается после исполнения обязательств по несубординированным займам (долгам).

**Финансовый инвестор** – инвестор, осуществляющий инвестиции преимущественно с целью получения прибыли от последующей перепродажи объекта инвестиции (в отличие от **стратегического инвестора**).

## ВВЕДЕНИЕ

Стимулирование инноваций и формирование благоприятных условий для ведения бизнеса являются важными факторами повышения экономического потенциала страны. Для России это особенно актуально в связи с сохраняющимися в последние годы низкими темпами экономического роста. Увеличение количества организаций, осуществляющих технологические инновации, входит в число национальных целей развития Российской Федерации на период до 2024 года, установленных майскими указами Президента Российской Федерации<sup>1</sup>.

В опубликованных Банком России *Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов* создание условий для притока в экономику долгосрочных финансовых ресурсов выделяется в ряду приоритетных задач. Для решения этой задачи планируется дальнейшее упрощение доступа компаний реального сектора экономики к традиционным каналам привлечения капитала (банковское кредитование, облигации и акции), а также развитие альтернативных механизмов инвестирования, таких как прямые инвестиции (Private Equity) и краудфандинг.

Доклад публикуется для обсуждения с участниками рынка текущей ситуации и предлагаемых Банком России мероприятий по развитию альтернативных механизмов инвестирования, способствующих притоку длинных денег в экономику. Предложения основаны на анализе мировой и российской практики, результатах опросов крупнейших финансовых организаций, проведенных Банком России.

Цель настоящего доклада – выявление барьеров развития прямых инвестиций и краудфандинга, формирование комплекса мер по их развитию и создание необходимой для этого инфраструктуры.

Позиция, изложенная в настоящем докладе, является предложением к обсуждению и не может рассматриваться как официальная позиция Банка России, нормативный документ, регламент, руководство к действию либо рекомендация для участников финансового рынка и иных лиц.

---

<sup>1</sup> Указ Президента Российской Федерации от 07.05.2018 №204 «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года».

# 1. ЖИЗНЕННЫЙ ЦИКЛ КОМПАНИЙ, ОСОБЕННОСТИ ФИНАНСИРОВАНИЯ И РИСКИ НА РАЗНЫХ СТАДИЯХ

Компании в процессе развития проходят пять основных стадий, каждая из которых имеет свои признаки, особенности финансирования, риски инвестирования (табл. 1).

ОСНОВНЫЕ СТАДИИ РАЗВИТИЯ КОМПАНИЙ И ОСОБЕННОСТИ ИХ ФИНАНСИРОВАНИЯ

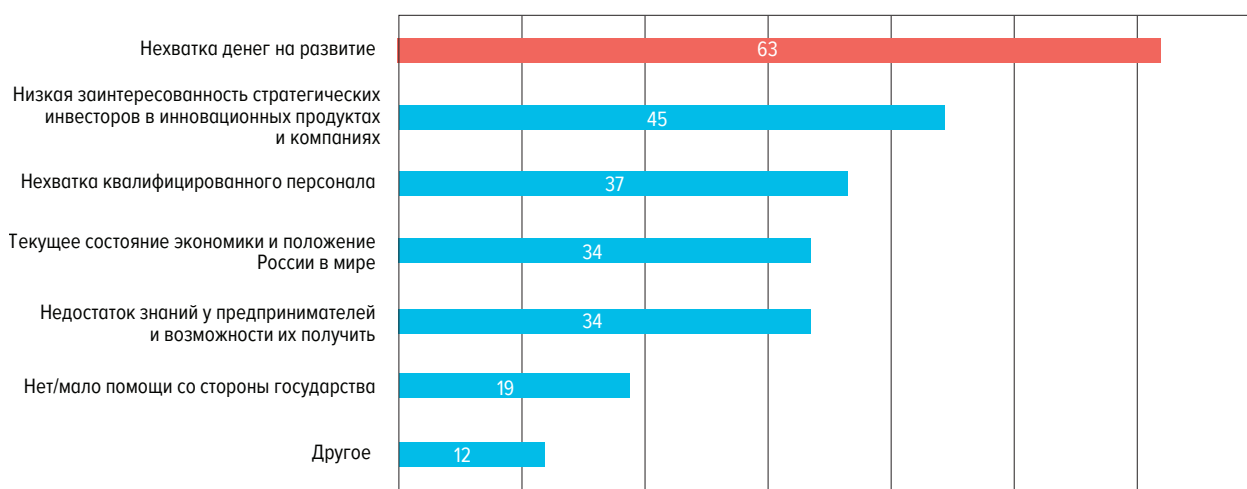
Табл. 1

	1-я стадия – посевная (Seed Stage)	2-я стадия – стартап (Startup Stage)	3-я стадия – расширение (Expansion Stage)	4-я стадия – рост (Growth Stage)	5-я стадия – зрелый рост (Mature Growth Stage)
	Ранние стадии			Стадия роста	Зрелая стадия
Цели стадии	• Разработка и тестирование идеи	• Выпуск продукта на рынок	• Формирование и укрепление позиции на рынке	• Активный рост доли на рынке	• Удержание доли на рынке
Основные признаки стадии	• Продукт – нет • Денежный поток – отсутствует или отрицательный	• Продукт – тестирование и первые продажи • Денежный поток – отрицательный	• Доля продукта на рынке начинает расти • Денежный поток может стать положительным	• Выручка от продаж продукта растет высокими темпами • Денежный поток – положительный	• Выручка от продаж стабильна, рост незначителен • Денежный поток стабилен либо растет
Доступность финансирования	Низкая		Средняя		Высокая
Потребность во внешнем финансировании	Высокая			Средняя	Низкая
Объем финансирования*	От 1 тыс. до 1 млн долл. США	От 1 до 5 млн долл. США	От 5 до 200 млн долл. США		
Источники финансирования	Собственные средства	Венчурные фонды			
	Родственники и друзья		Стратегические инвесторы		
	Бизнес-ангелы		Фонды прямых инвестиций		
	Краудфандинг		Банки		
	Гранты		Фондовый рынок		
	Акселераторы				
Риск потери капитала	Высокий		Средний		Низкий
Ожидаемая доходность альтернативных инвестиций*	50–70%	40–60%	35–50%		25–35%
Оценка стоимости компании	Высокая неопределенность: целиком зависит от потенциала будущего роста компании		Умеренная точность		Объективная
Основные инструменты финансирования (долговые, долевого и гибридные) <sup>1</sup>	Вклад в уставный капитал / покупка пакета акций				
	• Конвертируемый заем • Заем с участием в прибыли • Варрант/опцион эмитента				
	Мезонинное финансирование				
	Бридж-заем				
	Субординированный заем				
	Вексель				
Основные способы выхода из инвестиций	Продажа стратегическому инвестору				
	Продажа финансовому инвестору				
	Выкуп доли основателем или менеджментом				IPO
	Погашение займов компанией				
	Ликвидация или банкротство				

\* Методическое пособие и практические рекомендации по структурированию сделок, применению механизмов мотивации ключевых сотрудников, в том числе в зарубежных юрисдикциях, стратегии и тактике выхода на международный рынок. Подготовлено по заказу АО «РВК» «Делойт и Туш Риджинал Консалтинг Сервисис Лимитед», 2017.

## ОСНОВНЫЕ ПРИЧИНЫ, СДЕРЖИВАЮЩИЕ РАЗВИТИЕ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ НА РАННИХ СТАДИЯХ (%)

Рис. 1



Источник: Исследование российского рынка технологического предпринимательства. Startup-Barometer, 2019.

Степень уязвимости компании к рискам зависит от стадии: высокая – на ранних стадиях и умеренная – на более поздних. В связи с этим требуемая доходность на ранних стадиях инвестирования выше. Потребность компаний во внешнем финансировании различается на каждой стадии развития, как инструменты и источники финансирования.

По данным опроса предпринимателей, недостаток финансирования – один из ключевых барьеров, препятствующих развитию бизнеса на ранних стадиях (рис. 1).

Традиционные механизмы финансирования, такие как банковское кредитование и инструменты фондового рынка, используются компаниями в основном на стадиях роста и зрелости. Компаниям на ранних стадиях банковские кредиты, в особенности долгосрочные, мало доступны<sup>1</sup>, поскольку такие компании не соответствуют требованиям кредиторов к финансовому положению, сроку деятельности, наличию обеспечения, не имеют возможности регулярно погашать задолженность. Более половины кредитов, предоставленных предприятиям малого и среднего бизнеса – краткосрочные<sup>2</sup>.

Привлечение денег на фондовом рынке для молодых компаний осложняется наличием требований к сроку деятельности и объему выручки эмитента, отсутствием достаточных средств для организации выпуска ценных бумаг, низким спросом инвесторов на ценные бумаги таких компаний<sup>3</sup>.

В мировой практике одним из основных источников привлечения капитала для компаний на ранних стадиях развития являются альтернативные инвестиции: прямые инвестиции, мезонинное финансирование и краудфандинг. Инвесторы, предоставляющие альтернативные инвестиции, имеют повышенный аппетит к риску и предъявляют менее жесткие формальные требования к финансируемым компаниям (сроку деятельности, наличию обеспечения и пр.).

Ключевым фактором, определяющим риски и потенциальную доходность альтернативных инвестиций, является высокая неопределенность будущего результата инвестирования (рис. 2).

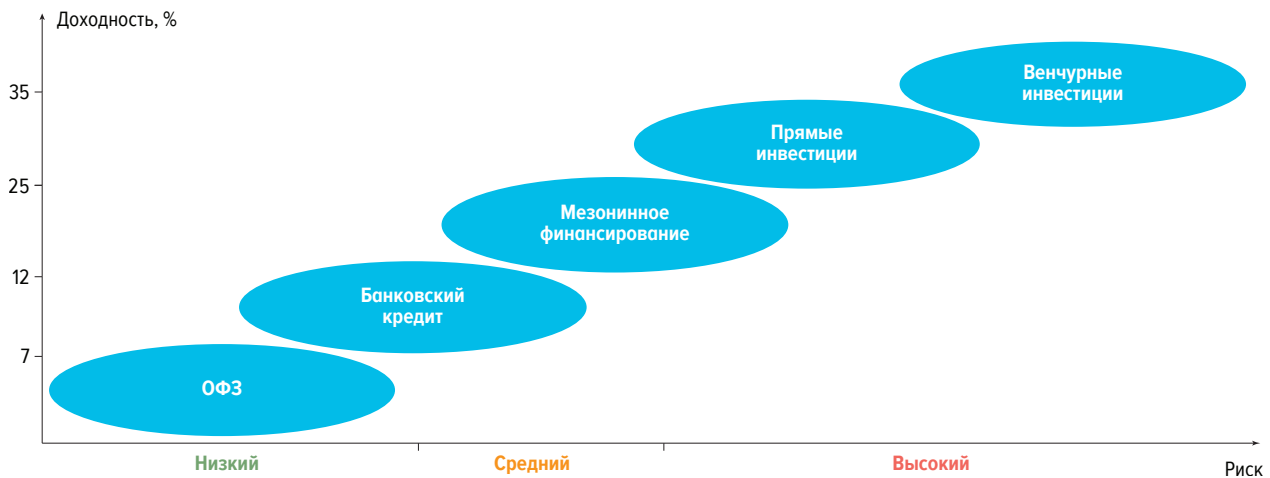
<sup>1</sup> В II квартале 2019 года доля отказов в кредитах МСП составила 41% от обратившихся компаний (источник: «Опора России»). При этом банки отмечают рост спроса на банковское кредитование.

<sup>2</sup> По данным «Эксперт РА», структура кредитов, выданных малому и среднему бизнесу, по срочности: до 1 года – 60%, 1–3 года – 20%, более 3 лет – 20%.

<sup>3</sup> По итогам 2019 года в Секторе Роста Московской Биржи обращались облигации 18 эмитентов – субъектов МСП на сумму около 24 млрд рублей. Совокупный объем размещений облигаций на Московской Бирже в 2019 году составил 3,2 трлн руб.: 299 эмитентов разместили 634 выпуска облигаций. Объем размещений компаний – субъектов МСП в Секторе Роста составил примерно 0,75% от этого числа.

ДИНАМИКА ТРЕБУЕМОЙ ДОХОДНОСТИ ПО РАЗЛИЧНЫМ ФИНАНСОВЫМ ВЛОЖЕНИЯМ  
В ЗАВИСИМОСТИ ОТ УРОВНЯ РИСКА

Рис. 2



Общая доходность портфеля альтернативных инвестиций обычно формируется за счет успешной реализации отдельных проектов, компенсирующих отрицательный результат по остальным проектам портфеля. Например, по данным Национальной ассоциации венчурных капиталистов США (National Venture Capital Association, NVCA), из 10 проинвестированных компаний высокую прибыль венчурным инвесторам приносят только 1–2 компании. Оставшиеся компании либо не возвращают вложенные средства, либо приносят нулевую доходность..

**Вопрос для обсуждения:**

*Достаточно ли развиты в России альтернативные механизмы инвестирования? Возможно ли посредством традиционных механизмов удовлетворить потребности бизнеса? Обоснуйте вашу позицию.*



## 2. ПРЯМЫЕ ИНВЕСТИЦИИ

### 2.1. Понятие прямых инвестиций

В зарубежной практике отсутствует однозначное определение понятия Private Equity. В Европейском союзе (ЕС) используется термин Venture Capital, включающий все виды Private Equity – от «посевных» инвестиций на ранних стадиях роста компании (венчурное инвестирование) до крупнейших кредитных выкупов на более поздних стадиях. В США более распространено понятие Private Equity, не включающее венчурное инвестирование<sup>1</sup> и являющееся зачастую синонимом понятия «кредитный выкуп» (Leveraged Buyout, LBO).

В целом Private Equity инвестиции можно определить как предоставление организациями и физическими лицами денежных средств непубличным компаниям в обмен на долю участия в капитале такой компании<sup>2</sup>. Дополнительными признаками, характеризующими данный вид инвестиций, являются длинный горизонт инвестирования, низкая ликвидность активов, высокие риски в сочетании с потенциально высокой доходностью, состав инвесторов и ряд других (рис. 3).

Кроме того, исследователи отмечают, что рынок прямых инвестиций имеют более слабую корреляцию с общими макроэкономическими тенденциями по сравнению с краткосрочными и высоколиквидными финансовыми инструментами, и потому такие инвестиции являются важным инструментом диверсификации портфелей институциональных инвесторов.

В России отсутствует равнозначный по смыслу перевод понятия Private Equity, и обычно используется максимально близкий термин – «прямые инвестиции», подразумевающий коллективное инвестирование в акции/доли в уставном капитале преимущественно непубличных компаний, обладающих значительным потенциалом роста. Это понятие используется и в данном докладе.

Прямые инвестиции обычно осуществляют фонды прямых инвестиций, организуемые, как правило, в форме партнерства с ограниченной ответственностью (Limited Partnership) (рис. 4).

#### ХАРАКТЕРИСТИКИ PRIVATE EQUITY

Рис. 3



<sup>1</sup> Лернер Д., Лимон Э., Хардимон Ф. *Венчурный капитал, прямые инвестиции и финансирование предпринимательства*. М.: Издательство Института Гайдара, 2016. С. 25.

<sup>2</sup> С учетом определения Private Equity из *Cambridge Business English Dictionary*.

## ТИПОВАЯ СТРУКТУРА ФОНДА ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Рис. 4



Основными инвесторами фондов прямых инвестиций в развитых странах, например в странах ЕС, являются пенсионные фонды, фонды фондов, страховые компании, суверенные фонды (табл. 2).

## ИНВЕСТОРЫ ФОНДОВ ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В ЕС

Табл. 2

№	Тип инвесторов	Доля, %
1	Пенсионные фонды	29
2	Фонды фондов	13
3	Страховые компании	11
4	Суверенные фонды	9
5	Частные инвесторы	7
6	Правительственные организации	6
7	Иные управляющие активами	6
8	Семейные офисы	6
9	Банки	5
10	Университетские фонды	5
11	Корпоративные инвесторы	2
12	Фондовый рынок	1

Источник: Investing in Europe: Private Equity Activity 2019. Invest Europe.

## ОСНОВНЫЕ ВИДЫ ФОНДОВ ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ\*

Табл. 3

Характеристика	Вид	Особенности	Показатели риска и доходности для инвесторов**
По стадиям	Венчурные фонды (Venture Funds)	Приобретение миноритарных пакетов компаний на ранних стадиях	Высокие
	Фонды роста (Growth Funds)	Приобретение миноритарных пакетов компаний на стадии роста	Умеренные
	Выкупные фонды (Buyout Funds)	Приобретение контрольных пакетов компаний на стадии роста и зрелой стадии	Умеренные
По типу продавца	Первичные фонды (Primary Funds)	Приобретение доли в компании непосредственно у компании	Высокие
	Вторичные фонды (Secondary Funds)	Приобретение компаний у других фондов	Умеренные
	Фонды фондов (Funds of Funds)	Опосредованное инвестирование путем приобретения долей в других фондах	Умеренные
Иные	Мезонинные фонды (Mezzanine Funds)	Сочетание долговых и долевого инструментов финансирования	Умеренные
	Фонды специальных ситуаций (Distressed Funds)	Инвестиции в компании в трудных финансовых условиях (например, предбанкротное состояние)	Высокие

\* Существуют и другие виды фондов прямых инвестиций, классифицированные по иным основаниям: фонды pre-IPO, специализированные и отраслевые фонды и пр.  
\*\* Экспертная оценка Банка России.

Фонды прямых инвестиций могут быть классифицированы по различным основаниям (табл. 3).

В США и ЕС преобладают венчурные и выкупные фонды. Для развивающихся рынков характерна деятельность венчурных фондов и фондов роста.

Благодаря накопленной экспертизе по развитию проектов такие фонды могут выступать центрами притяжения и роста для наиболее перспективных компаний, имеющих целью расширение текущего бизнеса.

Фонды прямых инвестиций проводят профессиональную оценку рисков проекта, его текущей стоимости, бизнес-модели, финансовых показателей, внешних факторов, влияющих на деятельность, а также прогнозируют потенциал развития и роста стоимости компании.

Степень участия фондов прямых инвестиций в деятельности компаний различная и определяется инвестиционной стратегией. Обычно такие фонды предоставляют портфельным компаниям не только капитал, необходимый для развития, но и профессиональную экспертизу (финансовую, отраслевую, управленческую и пр.), доступ к нетворкингу, а также повышают корпоративную культуру и оказывают содействие в обеспечении защиты интеллектуальной собственности. Ряд внутренних процессов портфельной компании (например, бухгалтерский учет, юридическое сопровождение и пр.) может выполняться силами управляющего фонда прямых инвестиций либо специализированной компании. Таким образом, участие фонда в деятельности портфельных компаний позволяет качественно улучшить ведение бизнеса и повысить его стоимость.

Фонды прямых инвестиций могут принимать активное участие в управлении портфельной компанией, входя в ее органы управления, либо осуществлять контроль за ее деятельностью (анализ отчетности и пр.). Например, посредством заключения корпоративного договора инвесторы могут регулировать порядок осуществления своих корпоративных прав, в том числе голосовать определенным образом, приобретать или отчуждать доли в капитале по заранее определенной цене либо воздерживаться от определенных действий<sup>3</sup>.

Отдельные управляющие фондов прямых инвестиций могут проводить достаточно агрессивную политику приобретения и управления портфельными компаниями, что может привести к изменению структуры собственности таких компаний и негативно отразиться на их текущей деятельности. В отдельных случаях привлечение прямых инвестиций может приводить к потере основателями портфельных компаний корпоративного контроля.

<sup>3</sup> Статья 67.2 Гражданского кодекса Российской Федерации.

Объектами прямых инвестиций являются в основном инновационные, технологические и иные компании (на разных стадиях развития), которые обладают значительным потенциалом роста: в России в 2019 году в общем объеме прямых инвестиций на долю компаний, занимающихся информационно-коммуникационными технологиями, приходилось 54%, разрабатывающих и внедряющих новые промышленные технологии – 35%<sup>4</sup>. Схожая ситуация наблюдалась и в странах ЕС<sup>5</sup>.

Выход из прямых инвестиций обычно осуществляется путем продажи доли участия стратегическому инвестору (крупной корпорации), финансовому инвестору (другому фонду прямых инвестиций) либо посредством первичного публичного размещения акций (Initial Public Offering, IPO). Фонды прямых инвестиций могут принимать активное участие в подготовке портфельных компаний для IPO, предоставляя необходимую экспертизу и финансирование (PE-backed IPOs).

Ожидаемая доходность от прямых инвестиций в развитых странах составляет около 25% годовых. В России лидирующие управляющие компании фондов прямых инвестиций могут показывать доходность до 150% годовых<sup>6</sup>.

При этом оценка эффективности фондов прямых инвестиций может быть весьма неточной из-за отсутствия единого подхода при выборе методов такой оценки<sup>7</sup> и из-за их недостатков<sup>8</sup>. Кроме того, в целях повышения инвестиционной привлекательности создаваемого фонда прямых инвестиций управляющие могут намеренно исказить полученную доходность по прекратившим деятельность или действующим фондам.

## 2.2. Риски прямого инвестирования

Наряду с традиционными рисками инвестирования (макроэкономическими, геополитическими, финансовыми, регуляторными, операционными и пр.), выделяются специфические риски альтернативных инвестиций. Управление такими рисками отличается от управления рисками традиционных инвестиций и требует специальных компетенций, которыми могут обладать фонды прямых инвестиций.

Выделяют следующие риски прямых инвестиций<sup>9</sup>:

**1. Риск мошенничества и недобросовестной деятельности управляющих фондов прямых инвестиций, а также менеджмента портфельных компаний.** Может проявляться в умышленной некорректной оценке активов, выводе средств, фиктивном банкротстве портфельных компаний, использовании средств компаний в личных целях менеджмента и пр.

**2. Риск правоприменения.** При возникновении споров в области прямых инвестиций их рассмотрение в судах сталкивается со значительными затруднениями в квалификации действий сторон. Это связано со сложностью структурирования сделок прямого инвестирования, зачастую осуществляющегося с привлечением иностранных участников, а также трудностью справедливой оценки стоимости непубличных активов.

<sup>4</sup> На основе материала: *Прямые и венчурные инвестиции в России в 2019 году*/Российская ассоциация венчурного инвестирования (РАВИ).

<sup>5</sup> *Investing in Europe: Private Equity Activity 2019*. Invest Europe.

<sup>6</sup> По материалам XI Российского конгресса Private Equity, состоявшегося 26.09.2019.

<sup>7</sup> *Внутренняя норма доходности (Internal Rate of Return, IRR), мультипликаторы отдачи на капитал (например, соотношение распределенного капитала к оплаченному капиталу).*

<sup>8</sup> Например, методология оценки эффективности на основе расчета отдачи на капитал не учитывает распределение денежных потоков во времени, а при оценке эффективности на основе внутренней нормы доходности может возникнуть проблема «множественной IRR».

<sup>9</sup> Авторы доклада *Risk in Private Equity. New Insights into the Risk of a Portfolio of Private Equity Funds*. BVCA, 2015 отмечают 4 типа рисков: рыночный риск, риск ликвидности, кредитный риск и риск фондирования. При этом на основе проведенного анализа экспертами Банка России выявлены риски, наиболее значимые для России.

**3. Риск некорректной оценки инвестиций.** Связан с отсутствием регулярно формирующейся цены на непубличные активы. Для определения стоимости непубличной компании управляющие фондов прямых инвестиций проводят субъективную оценку при моделировании будущего денежного потока компании или основываются на анализе сделок купли-продажи аналогичных компаний, что не отражает реальной рыночной стоимости активов. В отношении молодых компаний, не генерирующих положительного денежного потока и не имеющих наблюдаемой рыночной стоимости, вероятность ошибочной оценки выше, чем при определении стоимости компании, присутствующей на рынке более длительный срок. В связи с этим оценка эффективности прямых инвестиций затруднена, ее результаты могут быть неточными, что может оказать существенное влияние на разницу между ожидаемой и реальной доходностью фондов прямых инвестиций.

**4. Риск невозможности выхода из инвестиции.** В случае неблагоприятной рыночной конъюнктуры продажа портфельной компании и возможности выхода из инвестиции могут быть затруднены. Кроме того, в соглашении об инвестировании зачастую отсутствует право инвестора досрочно требовать возврата инвестиции. Влияние указанного риска меняется в зависимости от рыночной ситуации и согласованных условий инвестирования.

Инвесторам необходимо учитывать, что продажа доли участия в непубличной компании может быть более длительным, трудозатратным и дорогим процессом в сравнении с продажей акций публичных компаний.

**5. Риск недостаточной компетенции управляющего фонда прямых инвестиций.** Доходность инвестиций определяется качеством экспертизы при отборе проектов и управлении ими, качеством корпоративного управления и контроля, навыками реализации активов, а также другими компетенциями управляющего фонда прямых инвестиций.

**6. Риски потери корпоративного управления в портфельных компаниях.** Связаны с разногласиями, возникающими между основателями компании, органами управления и инвесторами, которые проявляются в ситуациях конфликта интересов, размывания доли, формирования органов управления, распределения прибыли, раскрытия информации и пр.

**7. Риск потери капитала в связи с неисполнением обязательств по предоставлению финансирования (риск фондирования).** При финансировании фонда прямых инвестиций инвесторы, как правило, вносят часть согласованной суммы (capital commitment) и дают обязательство о внесении оставшейся суммы по требованию инвестиционного управляющего (capital call). В случае неисполнения обязательства в полном объеме инвестор теряет ранее вложенные средства. Соответствующее условие, как правило, предусматривается в заключаемом соглашении об инвестировании.

Риск неисполнения обязательства по предоставлению финансирования снижается путем соотнесения инвестором своих будущих денежных потоков с планом по внесению дополнительных средств в фонд прямых инвестиций.

Влияние рассмотренных рисков может привести к снижению эффективности или полной потере инвестиций. Высокие ожидания инвесторов в отношении вероятности реализации рисков увеличивают требуемую доходность и стоимость привлечения инвестиций.

Риски прямых инвестиций могут быть частично снижены за счет профессиональной экспертизы фондов прямых инвестиций путем использования механизмов диверсификации портфеля активов, участия в корпоративном управлении, контроле и управлении рисками<sup>10</sup> портфельной компании. Вместе с тем к выбору управляющего фонда прямых инвестиций следует подходить с учетом анализа его опыта и деловой репутации во избежание реализации риска мошенничества и риска недостаточной компетенции управляющего фонда прямых инвестиций.

<sup>10</sup> Диверсификация портфеля клиентов, поставщиков, видов производимой продукции, каналов поставок и привлечения финансирования позволяет снизить концентрацию рисков, влияющих на ключевые показатели деятельности компании.

Отдельные риски (например, макроэкономические и геополитические риски, риск правоприменения) трудно поддаются контролю и не могут быть снижены посредством инвестирования через фонды прямых инвестиций.

### 2.3. Мировая практика регулирования управляющих фондов прямых инвестиций

**Государственное регулирование.** Распространенной мировой практикой является установление определенного уровня государственного контроля за деятельностью по управлению средствами фондов прямых инвестиций.

В *странах ЕС* деятельность управляющего фонда прямых инвестиций, под управлением которого находится не менее 100 млн евро, а в случае если управляющий не привлекает заемные средства (leveraged<sup>11</sup>) и не предоставляет инвесторам права выхода в течение 5 лет – не менее 500 млн евро, подлежит лицензированию регулирующими органами отдельных государств<sup>12</sup>. Управляющие фонды прямых инвестиций меньшего размера могут подлежать регистрации (например, в Великобритании).

Управляющие фонды в ЕС должны соблюдать следующие требования:

- к размеру первоначального капитала (300 тыс. евро – к управляющим, осуществляющим управление фондом, в котором они являются инвесторами, или 125 тыс. евро – к управляющим фондов, в которых они не являются инвесторами);
- к размеру дополнительных собственных средств (в случае превышения активами под управлением 250 млн евро требуется дополнительное внесение 0,02% от суммы превышения, но не более 10 млн евро с учетом первоначального капитала);
- действовать исключительно в интересах клиентов с должной степенью заботливости и осмотрительности, а также в интересах стабильности и целостности финансового рынка (фидуциарное обязательство);
- к необходимому опыту и репутации сотрудников;
- к обеспечению возможности проведения ежегодной независимой оценки активов фонда;
- к прозрачности деятельности: раскрытие информации инвесторам, регуляторам и клиентам, включая данные о фондах под управлением, основных рынках и инструментах, размере активов под управлением, а также сведения о вознаграждениях ключевых сотрудников;
- к наличию политики вознаграждения и мер по предупреждению конфликта интересов, наличию механизмов риск-менеджмента, управления ликвидностью и пр.

В *США* инвестирование средств фонда прямых инвестиций может осуществлять только инвестиционный управляющий, который является одновременно инвестиционным консультантом (investment adviser)<sup>13</sup>.

Деятельность по инвестиционному консультированию подлежит обязательной регистрации в Комиссии по ценным бумагам и биржам США<sup>14</sup>, если под управлением находятся активы на сумму более 110 млн долл. США. *Исключением* является деятельность инвестиционных консультантов, которые осуществляют управление средствами венчурных фондов либо непубличных фондов с активами менее 150 млн долл. США. Отдельные штаты также устанавливают исключения в отношении регистрации инвестиционных консультантов.

<sup>11</sup> С использованием банковских кредитов и иных форм заимствования.

<sup>12</sup> В соответствии с Директивой 2011/61/ЕС Европейского парламента и Совета ЕС от 8 июня 2011 года об управляющих альтернативными инвестиционными фондами (Alternative Investment Fund Managers Directive 2011/61/EU, AIFMD).

<sup>13</sup> С момента вступления в силу законодательного акта Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Закон Додда – Франка о реформировании Уолл-стрит и защите прав потребителей), содержащего Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2010 (Закон о регистрации инвестиционных консультантов непубличных фондов 2010 года).

<sup>14</sup> The United States Securities and Exchange Commission (SEC).

Зарегистрированные инвестиционные консультанты должны соблюдать следующие установленные требования:

- действовать исключительно в интересах клиентов с должной степенью заботливости и осмотрительности (фидуциарное обязательство);
- к внедрению программ и процедур контроля за соблюдением требований законодательства (compliance);
- к раскрытию информации (инвесторам, клиентам и регуляторам), а также защите персональных данных;
- к предоставлению отчетности в регистрирующий орган, содержащей в том числе информацию об объеме активов и фондов под управлением;
- к наличию кодекса этики для сотрудников;
- к содержанию договора с клиентом;
- к обеспечению возможности проведения проверок регистрирующим органом;
- к рекламе.

В *Китае* регистрация инвестиционного управляющего является обязательной для каждого фонда. К управляющим предъявляются требования к определению цели деятельности, размеру капитала, сотрудникам и должностным лицам.

Требование по государственной регистрации инвестиционного управляющего существует также в *Индии*<sup>15</sup> и осуществляется Securities and Exchange Board of India. К управляющим предъявляются требования к размеру капитала, опыту работы и репутации.

Вместе с тем регистрация либо лицензирование деятельности по управлению фондами прямых инвестиций в *Канаде*, *Гонконге* и иных государствах требуются только в том случае, если такие управляющие оказывают также услуги по управлению ценными бумагами (в Гонконге – ценными бумагами, прошедшими листинг на Гонконгской фондовой бирже). Таким образом, большинство управляющих фондов прямых инвестиций в указанных странах осуществляют деятельность без государственной регистрации либо лицензии.

Требования к инвесторам в фонды прямых инвестиций также различаются. Например, в *США* в фонды прямых инвестиций могут инвестировать только квалифицированные инвесторы (accredited investors<sup>16</sup>), однако в настоящее время обсуждается вопрос снятия указанного ограничения<sup>17</sup>. В *ЕС*, в директиве AIFMD, отсутствуют специальные требования к инвесторам в фонды прямых инвестиций, однако в статье 43 указывается, что государства – члены ЕС могут устанавливать дополнительные более строгие требования к управляющим фондов прямых инвестиций и фондам в случае их предложения непрофессиональным инвесторам. В *Великобритании*, например, дополнительные требования к инвесторам в фонды прямых инвестиций отсутствуют.

В *Китае* только квалифицированные инвесторы могут инвестировать в фонды прямых инвестиций. В *Индии* специальные требования к инвесторам в фонды прямых инвестиций отсутствуют.

В США и ЕС регуляторами финансового рынка<sup>18</sup> формируются и публикуются официальные статистические обзоры рынка альтернативных инвестиций (включая обзоры рынка Private Equity) – Private Funds Statistics (в США) и EU Alternative Investments Funds (в ЕС). Важным источником информации для инвесторов также являются негосударственные ресурсы PitchBook, Preqin и иные.

<sup>15</sup> В соответствии с SEBI Investment Advisers Regulation.

<sup>16</sup> Обладающие активами более 1 млн долл. США либо имеющие совокупный годовой доход более 200 тыс. долл. США.

<sup>17</sup> Concept Release on Harmonization of Securities Offering Exemptions, SEC. June 18, 2019.

<sup>18</sup> The United States Securities and Exchange Commission (SEC) и European Securities and Markets Authority (ESMA).

**Саморегулирование.** Регулирование отдельных аспектов деятельности управляющих компаний фондов прямых инвестиций может осуществляться также путем саморегулирования. В ЕС, например, действует саморегулируемая организация Invest Europe, в задачи которой входит разработка профессиональных и этических стандартов, регулирующих взаимоотношения между управляющими фондов прямых инвестиций, инвесторами и портфельными компаниями. Все члены *Invest Europe* должны соблюдать Кодекс поведения, разработанный организацией.

## 2.4. Состояние и проблемы развития прямых инвестиций в России

По итогам 2018 года отношение объема осуществленных прямых инвестиций к ВВП составило 0,05%, что является одним из самых низких показателей в мире. В Великобритании и США – мировых лидерах рынка прямых инвестиций – аналогичные показатели составили 2,1 и 1,8% (рис. 5).

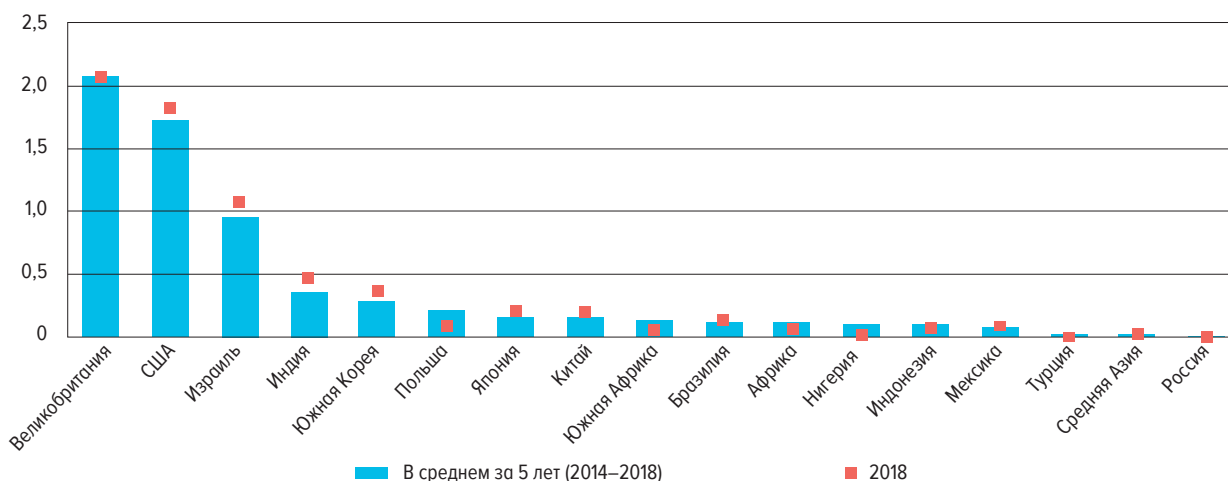
На конец 2019 года<sup>19</sup> в России насчитывалось 242 фонда прямых инвестиций<sup>20</sup>, число и объем сделок по итогам 2019 года составили 124 и 1,3 млрд долл. США соответственно. При этом число фондов, инвестирующих преимущественно в российские компании и находящихся сейчас в инвестиционной фазе, снижается: в 2019 году было создано 13 новых фондов<sup>21</sup>, по сравнению с 2013 годом, когда было создано 64 фонда, сокращение примерно в 5 раз.

Для сравнения: в Индии в 2019 году было заключено более 1000 сделок прямых инвестиций общим объемом 45 млрд долл. США<sup>22</sup>. Отставание России по названным показателям от стран с развитым рынком еще более существенное<sup>23</sup>.

Несмотря на то что по итогам 2019 года объем частных фондов прямых инвестиций в России составил примерно 72% (в 2016 году – 83%), а фондов с государственным капиталом – 28%

ОТНОШЕНИЕ ОБЪЕМА ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ К ВВП (%)

Рис. 5



\* Private Equity Invested.

Источники: EMPEA Industry Statistics Year-End 2018, Emerging Markets Private Capital Fundraising and Investment.

<sup>19</sup> Прямые и венчурные инвестиции в России в 2019 году, РАВИ.

<sup>20</sup> Здесь и далее фонды прямых инвестиций и венчурные фонды.

<sup>21</sup> Под новыми фондами понимаются как вновь созданные российские фонды прямых инвестиций, так и международные фонды, осуществляющие инвестиции в российские компании.

<sup>22</sup> India Private Equity Report 2020. Bain & Company, 2020.

<sup>23</sup> В США в 2019 году было заключено 5629 сделок объемом 207 млрд долл. США. Источник: S&P Global. Market Intelligence.



(в 2016 году – 17%)<sup>24</sup>, роль частных фондов прямых инвестиций, формируемых Almaz Capital, Russia Partners, Da Vinci Capital, Elbrus Capital, Baring Vostok и пр., на рынке прямых инвестиций снижается. Так, в 2019 году число инвестиций фондов с государственным участием составило 54% с объемом 82%<sup>25</sup>.

Основными участниками рынка прямых инвестиций в России являются акционерное общество «Управляющая компания Российского Фонда Прямых Инвестиций», акционерное общество «Российская венчурная компания» и иные компании, созданные при государственном участии.

Крупнейшие глобальные компании, формирующие фонды прямых инвестиций (например, Sequoia Capital, Tiger Global Management, Blackstone, KKR, Carlyle Group и др.), в России практически не представлены.

Прямые инвестиции в России осуществляются также инвестиционными подразделениями финансово-промышленных групп и банков (кэптивные инвестиционные фонды). Зачастую их деятельность направлена на интеграцию портфельных компаний в основной бизнес таких групп.

В рейтинге привлекательности стран в области прямых инвестиций (Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Ranking 2018) Россия находится на 39-й позиции из 125 (наилучшее значение – 1)<sup>26</sup>. При этом по уровню развития предпринимательских возможностей Россия занимает 29-ю позицию, находясь между Тайванем и Португалией. Ренкинги отдельных показателей свидетельствуют о наличии у России значительного интеллектуального потенциала для создания инновационных и способствующих росту экономики проектов.

В 2014 году в России фондами прямых инвестиций и венчурными фондами был осуществлен 41 выход из инвестиций (2 реализовано через IPO), в 2015 году – 50 выходов. В последующие годы динамика выходов была нисходящей<sup>27</sup> вследствие реализации эффекта от ранее введенных и сохраняющихся ограничительных мер в отношении России, эпизодов усиления внешнеэкономических рисков и низкой экономической активности. Основными механизмами выхода из инвестиций являлись продажа активов стратегическим и финансовым инвесторам.

В 2019 году число выходов увеличилось и достигло 55. Это является наибольшим показателем за всю историю наблюдений<sup>28</sup>. Был осуществлен выход посредством IPO (компания HeadHunter на бирже NASDAQ).

Структурирование сделок прямых инвестиций в России имеет ряд особенностей. Крупные сделки, а также сделки с участием иностранного капитала в отношении активов, расположенных на территории России, структурируются преимущественно в иностранных юрисдикци-

#### ПОКАЗАТЕЛИ, ХАРАКТЕРИЗУЮЩИЕ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКИЕ ВОЗМОЖНОСТИ В РОССИИ

Табл. 4

Показатель	Позиция России (из 125)
<b>Предпринимательские возможности</b>	<b>29</b>
Публикации в научно-технических журналах	13
Условия для запуска и ведения бизнеса	26
Проводимые корпоративные исследования и разработки	31
Уровень образования и развитие человеческого капитала	48

Источник: Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Ranking 2018.

<sup>24</sup> Прямые и венчурные инвестиции в России в 2016 и в 2019 годах, РАВИ.

<sup>25</sup> Прямые и венчурные инвестиции в России в 2019 году, РАВИ.

<sup>26</sup> Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Ranking 2018. IESE Business School.

<sup>27</sup> См. обзоры рынка прямых и венчурных инвестиций в России РАВИ.

<sup>28</sup> Прямые и венчурные инвестиции в России в 2019 году, РАВИ.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ЧИСЛА ВЫХОДОВ С УЧАСТИЕМ  
ФОНДОВ ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В РОССИИ  
В 2019 ГОДУ

Рис. 6



Источник: Прямые и венчурные инвестиции в России в 2019 году, РАВИ.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ЧИСЛА ВЫХОДОВ С УЧАСТИЕМ  
ВЕНЧУРНЫХ ФОНДОВ В РОССИИ  
В 2019 ГОДУ

Рис. 7



Источник: Прямые и венчурные инвестиции в России в 2019 году, РАВИ.

ях с использованием институтов английского права. Вместе с тем структурирование сделок в офшорных юрисдикциях не является исключительно российской спецификой: в наиболее развитых странах (США, Великобритания, Франция и др.) значительное число сделок также оформляется в иностранных юрисдикциях, что связано с удобством правовой среды, эффективными судебными системами и благоприятными налоговыми режимами.

Внедрение в российскую правовую систему инструментов структурирования сделок и защиты инвестиций, принятых в английском праве (корпоративные договоры, заверения об обстоятельствах, счета эскроу, опционные соглашения, возмещение потерь и др.), а также налоговые новации (институт «контролируемой иностранной компании» и др.) создали почву для юридического оформления прямого инвестирования в России. Проведенные Банком России интервью с участниками финансового рынка показали, что в российском праве можно реализовать большинство механизмов структурирования сделок, имеющих в английском праве.

Важным шагом по формированию комфортной правовой среды для структурирования сделок на территории России было введение института «инвестиционного товарищества»<sup>29</sup>, являющегося аналогом института limited partnership в английском праве. Данный институт – наиболее распространенный механизм правового структурирования фондов прямых инвестиций в мире. Однако по результатам изучения практики использования договора инвестиционного товарищества в России и опросов участников финансового рынка установлено, что указанный институт не получил широкого распространения<sup>30</sup> по причине отдельных недостатков его регулирования<sup>31</sup>.

Закрытые паевые инвестиционные фонды и инвестиционные товарищества являются наиболее распространенными механизмами структурирования прямого инвестирования в России. Однако могут использоваться и иные формы<sup>32</sup>.

<sup>29</sup> Регулируется Федеральным законом от 28.11.2011 № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе» (далее – ФЗ «Об инвестиционном товариществе»).

<sup>30</sup> По состоянию на начало 1 мая 2020 года с даты вступления в силу ФЗ «Об инвестиционном товариществе» было зарегистрировано 76 договоров инвестиционного товарищества (включая уже прекратившие действие). Источник: Федеральная нотариальная палата.

<sup>31</sup> Ответственность товарищей-вкладчиков всем своим имуществом по отдельным обязательствам инвестиционного товарищества, ограниченное количество участников инвестиционного товарищества (максимальное число участников – 50) и пр.

<sup>32</sup> Общества с ограниченной ответственностью, акционерные общества, различные формы некоммерческих организаций и пр.

Деятельность по доверительному управлению паевым инвестиционным фондом осуществляется на основании лицензии управляющей компании<sup>33</sup>. Ведение общих дел управляющим товарищем в инвестиционном товариществе не содержит аналогичных требований<sup>34</sup>.

Доступная статистика по структуре инвесторов фондов прямых инвестиций в России отсутствует<sup>35</sup>. Однако опрос участников финансового рынка показал, что негосударственные пенсионные фонды (НПФ) практически не осуществляют вложений в фонды прямых инвестиций, несмотря на наличие у них такой возможности, и размещают средства пенсионных резервов и инвестируют средства пенсионных накоплений преимущественно в инструменты с фиксированной доходностью и ограниченным риском.

Страховые компании не проявляют интереса к прямым инвестициям, что связано как с регуляторными ограничениями в отношении выбора инструментов для инвестирования страховых резервов<sup>36</sup>, так и со страновыми особенностями деятельности. Средний срок страхового полиса в России составляет 1,5 года, полиса инвестиционного страхования жизни – от 3 до 5 лет<sup>37</sup>.

Текущие бизнес-модели банков не стимулируют их к активному участию на рынке прямых инвестиций. Это обусловлено высокой долей краткосрочного фондирования банков и их консервативным подходом при выборе заемщиков, связанным с необходимостью соблюдения пруденциальных требований.

Физические лица также не являются значимыми участниками рынка прямых инвестиций. Их интерес по-прежнему сосредоточен преимущественно в сегменте банковских вкладов, где на долю вкладов объемом свыше 3 млн руб. по итогам первого полугодия 2019 года приходится 32,1%<sup>38</sup> и в абсолютных цифрах составляет около 9,3 трлн рублей<sup>39</sup>.

В то же время банками в рамках направления Private Banking по обслуживанию обеспеченных физических лиц предлагаются специальные продукты в области альтернативных инвестиций, включая вложения в фонды прямых инвестиций<sup>40</sup>.

## 2.5. Сдерживающие факторы развития рынка прямых инвестиций

Участники финансового рынка выделяют следующие сдерживающие факторы развития рынка прямых инвестиций в России и причины низкой заинтересованности инвесторов в прямых инвестициях:

- высокие ожидания реализации риска мошенничества и недобросовестной деятельности лица, привлекающего инвестиции, связанные с нецелевым расходованием полученных средств;
- ожидания инвесторов относительно высокой вероятности реализации риска правоприменения и трудностей защиты права собственности и интеллектуальных прав;
- низкий уровень доверия к управляющим фондов прямых инвестиций, связанный с неуверенностью в наличии у таких управляющих необходимой экспертизы по управлению фондами прямых инвестиций, а также отсутствие истории инвестирования для анализа;

<sup>33</sup> Статья 38 Федерального закона от 29.11.2001 №156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».

<sup>34</sup> Федеральный закон от 28.11.2011 №335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе».

<sup>35</sup> В обзорах рынка прямых и венчурных инвестиций РАВИ статистика по структуре инвесторов фондов представлена только по критерию «государственный/частный капитал».

<sup>36</sup> Указание Банка России от 22.02.2017 № 4297-У «О порядке инвестирования средств страховых резервов и перечне разрешенных для инвестирования активов».

<sup>37</sup> Рост российского рынка страхования ускорился: Отчет. АКРА, 2018.

<sup>38</sup> Анализ рынка вкладов в первом полугодии 2019 года. Агентство по страхованию вкладов.

<sup>39</sup> На основе статистики Банка России по объему привлеченных кредитными организациями вкладов (депозитов) физических лиц за первое полугодие 2019 года.

<sup>40</sup> По информации Forbes, банки предлагают услуги Private Banking в Москве для инвесторов с объемом размещенного капитала более 20 млн рублей.

- низкая информированность о возможностях прямых инвестиций из-за неполноты доступных статистических данных, не позволяющая достоверно оценить величину и стоимость риска для данного типа активов;
  - неопределенность относительно возможности реализации актива по окончании планового срока инвестирования (проблема выхода из инвестиции), связанная с невысокими темпами роста экономики и неблагоприятными факторами, влияющими на инвестиционный климат в стране;
  - отдельные недостатки правового регулирования – в частности, не позволяющие физическим лицам<sup>41</sup> и негосударственным пенсионным фондам<sup>42</sup> являться сторонами договора инвестиционного товарищества, неограниченная ответственность товарищей-вкладчиков по общим налоговым обязательствам;
  - отсутствие достаточного опыта оценки рисков инвестиций в фонды прямых инвестиций, поскольку институт фондов прямых инвестиций в России находится на этапе становления;
  - отсутствие инструментов минимизации рисков инвестирования в фонды прямых инвестиций по сравнению с другими альтернативными классами активов;
  - низкая заинтересованность потенциальных инвесторов (институциональных инвесторов и физических лиц) в долгосрочных прямых инвестициях в связи с высокой неопределенностью, наличием инструментов, обеспечивающих высокую безрисковую доходность, и пр.
- В приложении к настоящему докладу приведены также другие барьеры, препятствующие развитию прямых и венчурных инвестиций, сформулированные членами Консультативного совета при Банке России по прямым и венчурным инвестициям.

## 2.6. Мезонинное финансирование

Гибридной формой долгосрочного финансирования, сочетающей долговые и долевые инструменты и позволяющей при наступлении установленных событий конвертировать долг в долю участия в капитале портфельной компании, является мезонинное финансирование.

Особенность мезонинного финансирования заключается в пассивном участии мезонинного инвестора в корпоративном управлении одной или нескольких компаний, находящихся в периметре сделки, с целью контроля за реализацией проекта и обеспечения возврата инвестиций с требуемой доходностью.

Мезонинное финансирование может осуществляться как специализированными мезонинными фондами, так и при участии банков. Его наиболее распространенными инструментами являются субординированный заем, кредитный договор, вексель, договор репо, опционы, субординированные облигации и привилегированные акции, соглашения о праве требовать присоединения к продаже (*drag-along right*) и соглашение о праве присоединения к продаже (*tag-along right*) и пр.

В целях обеспечения исполнения обязательств по сделкам мезонинного финансирования инвесторами используются следующие механизмы: залог имущества, независимая гарантия, личное поручительство, корпоративный договор, штрафной опцион колл, заклад векселей, приобретение «гарантирующей» доли и пр.

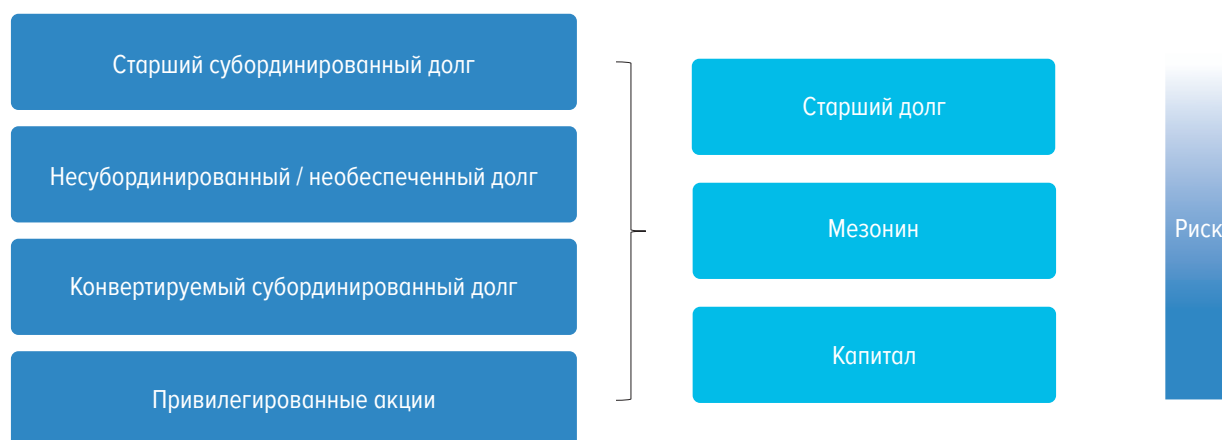
Инвесторы рассматривают мезонинное финансирование как инструмент, характеризующийся меньшим риском, чем долевое финансирование, и большим, чем долговое. Поэтому ожидаемая инвесторами доходность по сделкам мезонинного финансирования находится в промежутке между доходностью традиционных инструментов финансирования и доходностью прямых инвестиций, составляя около 25% годовых.

<sup>41</sup> Пункт 3 статьи 3 Федерального закона от 28.11.2011 № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе».

<sup>42</sup> Федеральный закон от 07.05.1998 № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах», Постановление Правительства Российской Федерации от 01.02.2007 № 63 «Об утверждении Правил размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроля за их размещением», Указание Банка России от 05.12.2019 № 5343-У «О требованиях по формированию состава и структуры пенсионных резервов».

## МЕЗОНИННОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ\*

Рис. 8



\* Private Credit Solutions. Mezzanine Financing in Emerging Markets. EMPEA, 2014.

Мезонинное финансирование используется для разных целей: выкупа компаний (Leveraged Buyout, Management Buyout), сделок слияния и поглощения (M&A), финансирования расширения деятельности, экспансии на зарубежные рынки, реструктуризации и рефинансирования.

Особенностью мезонинного финансирования является возможность применения гибкого подхода к индивидуальному структурированию сделок. Однако, когда мезонинное финансирование не имеет очевидных признаков долга или акционерного капитала, классификация таких сделок затруднена и зависит от национального и/или международного регулирования.

Понятие «мезонинное финансирование» в российском праве, как и в законодательстве других стран, отсутствует. Регулирование осуществляется в отношении отдельных элементов мезонинной сделки – например, кредитных договоров и договоров займа, опционных договоров, договоров репо, сделок с ценными бумагами и пр.

Опрос участников финансового рынка показал, что размер рынка мезонинного финансирования в России невелик, однако с точностью определить реальный объем и количество сделок практически невозможно в связи с отсутствием достоверной статистики. Осуществление сделок мезонинного финансирования требует значительных операционных издержек, поэтому средний объем таких сделок весьма велик и составляет обычно от 1 до 3 млрд рублей.

Мезонинное финансирование не пользуется популярностью у российских банков, поскольку оценка кредитного риска по проектам, привлекающим мезонинное финансирование, в соответствии с нормативными актами Банка России требует формирования повышенных резервов<sup>43</sup>. Введение данных регулятивных норм обусловлено объективной необходимостью обеспечения финансовой устойчивости банковского сектора.

Наиболее распространенной схемой мезонинного финансирования в России является предоставление банком кредита компании в рамках своей группы, которая впоследствии и осуществляет мезонинное финансирование.

По мнению участников рынка, дополнительным значимым барьером реализации сделок мезонинного финансирования в России является ограниченная практика правоприменения, в связи с чем такие сделки зачастую структурируются в иностранных юрисдикциях.

Указанные обстоятельства сдерживают развитие мезонинного финансирования в России.

<sup>43</sup> Требования по формированию резервов на возможные потери, применяемые повышенные коэффициенты риска (Положение Банка России от 28.06.2017 № 590-П «О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, ссудной и приравненной к ней задолженности»).

## 2.7. Мероприятия по развитию прямых инвестиций в России

В целях формирования благоприятной среды для осуществления прямых инвестиций, повышения интереса к ним со стороны институциональных инвесторов и физических лиц при Банке России действовала экспертная группа по развитию прямых и венчурных инвестиций с участием представителей структурных подразделений Банка России и заинтересованных участников финансового рынка, в результате работы которой были сформулированы отдельные мероприятия, вошедшие в состав мероприятий, приведенных ниже.

### **1. Снижение рисков прямых инвестиций.**

- Создание саморегулируемых организаций, объединяющих управляющие компании фондов прямых инвестиций, разработка и внедрение такими организациями профессиональных и этических стандартов деятельности.
- Установление единых принципов, предусматривающих обязательность проведения ежегодного аудита деятельности фондов прямых инвестиций и их портфелей, требований к формированию отчетности по МСФО и ее аудит квалифицированным аудитором.

### **2. Совершенствование регулирования института инвестиционного товарищества.**

- Ограничение ответственности товарищей-вкладчиков по общим налоговым обязательствам размером доли в общем имуществе инвестиционного товарищества в случае, если товарищ-вкладчик не имеет возможности влиять на инвестиционные решения инвестиционного товарищества (пункт 2 статьи 14 Федерального закона от 28.11.2011 № 335-ФЗ «Об инвестиционных товариществах» (далее – Закон) и Налоговый кодекс Российской Федерации).
- Исключение требований об обязательном нотариальном удостоверении договора инвестиционного товарищества и изменений к нему по месту нахождения уполномоченного управляющего товарища (пункт 1 статьи 8 Закона), а также об обязательном нотариальном удостоверении всех документов, связанных с договором инвестиционного товарищества, у одного нотариуса.
- Исключение ограничения, установленного в отношении максимального числа участников договора инвестиционного товарищества (пункт 6 статьи 3 Закона).
- Проработка вопроса возможности формирования конструкции «фонд фондов» на основе инвестиционного товарищества с устранением законодательно установленного ограничения на участие в инвестиционном товариществе российских образований, не имеющих статуса юридического лица (например, других инвестиционных товариществ).
- Определение перечня информации, подлежащей раскрытию в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» в отношении инвестиционного товарищества;
- Внесение информации о договорах инвестиционных товариществ и связанных с ними документов в единую информационную систему нотариата для обеспечения к ним доступа всех нотариусов.
- Допуск физических лиц, которые являются квалифицированными инвесторами, к заключению договоров инвестиционного товарищества (пункт 3 статьи 3 Закона).

### **3. Повышение прозрачности и привлекательности рынка прямых инвестиций, улучшение информированности инвесторов.**

- Формирование базы достоверных статистических данных о деятельности фондов прямых инвестиций. Доступ инвесторов к таким сведениям повысит их информированность об имеющихся возможностях по инвестированию и упростит оценку ожидаемой доходности и рисков соответствующих инвестиций.
- Обеспечение саморегулируемыми организациями посредничества между институциональными инвесторами и участниками рынка прямых инвестиций, разработка и проведение образовательных программ в области прямых инвестиций для институциональных инвесторов и управляющих фондов прямых инвестиций.

В целях проработки вопросов, препятствующих осуществлению прямых инвестиций в России, при Банке России создан Консультативный совет по прямым и венчурным инвестициям с участием представителей Банка России, Минэкономразвития России, институтов развития, институциональных инвесторов, саморегулируемых организаций и иных заинтересованных сторон.

**Вопросы для обсуждения:**

1. *Согласны ли вы с идентифицированными барьерами развития прямых инвестиций в России, перечисленными в докладе и приложении к нему? Пожалуйста, проранжируйте указанные барьеры по степени значимости их устранения для развития прямых и венчурных инвестиций (от наиболее важных к наименее). Какие другие факторы, по вашему мнению, сдерживают развитие прямых инвестиций?*

2. *Какие из предложенных мероприятий, на ваш взгляд, будут наиболее эффективны для решения текущих задач развития прямых инвестиций? Какие иные меры будут способствовать развитию прямых инвестиций в России? Обоснуйте вашу позицию.*

3. *Согласны ли вы с указанными в докладе недостатками регулирования инвестиционных товариществ и какие можете отметить дополнительно? Обоснуйте вашу позицию.*

4. *Требуется ли совершенствование регулирования сделок мезонинного финансирования и какие меры, по вашему мнению, будут способствовать развитию мезонинного финансирования в России?*

## 3. ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПЛАТФОРМ В ЦЕЛЯХ ФИНАНСИРОВАНИЯ КОМПАНИЙ

### 3.1. Инвестиционные платформы и тенденции их развития в мире

В последние годы в мире растет популярность инвестиционных платформ как источника денежных ресурсов для молодых компаний.

Основные виды инвестирования на такого рода платформах – краудлендинг, краудинвестинг и краудревординг, являющиеся разновидностями краудфандинга.

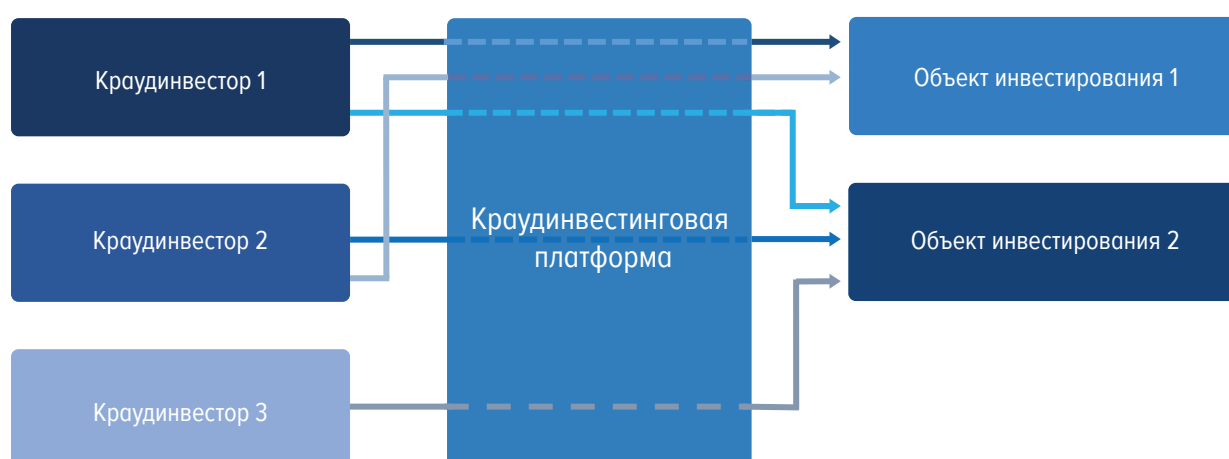
Под краудфандингом понимается коллективное инвестирование небольших сумм в проекты или компании, находящиеся на ранних стадиях развития, преимущественно через Интернет или социальные сети. По итогам 2019 года глобальный рынок краудфандинга оценивается в 13,9 млрд долл. США, и к концу 2026 года прогнозируется его увеличение до 39,8 млрд долл. США<sup>1</sup>.

Краудлендинг предполагает предоставление краткосрочных займов как юридическим, так и физическим лицам. В краудинвестинге инвесторы при инвестировании получают долю участия в проекте.

В странах с развитым рынком краудфандинга (например, США, Великобритании, Швейцарии) основными инвесторами на таких платформах выступают физические лица и институциональные инвесторы. В Великобритании около трети бизнес-ангелов инвестируют в проекты через инвестиционные платформы совместно с краудинвесторами<sup>2</sup>.

ТИПОВАЯ СХЕМА КРАУДИНВЕСТИНГА

Рис. 9



<sup>1</sup> Global Crowdfunding Market 2020. Absolute Reports.

<sup>2</sup> The 5<sup>th</sup> UK Alternative Finance Industry Report. Cambridge, 2018.



## 3.2. Риски инвестирования с использованием инвестиционных платформ

Основные риски инвестирования с использованием инвестиционных платформ в целом аналогичны рискам прямого инвестирования. Однако отсутствие возможности участия инвестора в управлении проектом/компанией самостоятельно либо через профессионального управляющего ведет к возникновению дополнительных рисков и снижает возможности инвестора по управлению ими.

Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) в отчете о результатах опроса по развитию и регулированию краудфандинга<sup>3</sup> указывает на следующие ключевые риски инвестирования с использованием инвестиционных платформ:

**1. Риск неисполнения платформой своих обязательств в связи с техническими сбоями.** Приостановка или прекращение деятельности инвестиционной платформы может привести к невозможности осуществления сделок на такой платформе и возникновению убытков инвесторов.

**2. Риск асимметрии информации.** Инвестор подвергается указанному риску, поскольку он полностью зависит от предоставленных ему сведений и не имеет возможности выполнить дополнительную проверку на уровне проекта.

**3. Риск дефолта проекта.** На инвестиционных платформах размещаются, как правило, проекты, находящиеся на ранних стадиях развития. Инвестиции в такие проекты являются наиболее рискованными, в связи с чем вероятность невозврата инвестиций крайне высока.

Для устранения указанных рисков оператору инвестиционной платформы рекомендуется проводить юридическую проверку проекта, базовую экспертизу ее бизнес-модели, а также установить ограничения на предельные объемы инвестиций в такой проект. Кроме того, целесообразно установить требования к устойчивости информационных систем операторов инвестиционных платформ, наличие резервных систем функционирования.

## 3.3. Регулирование деятельности инвестиционных платформ

Подходы к регулированию деятельности инвестиционных платформ в иностранных юрисдикциях различаются: от полного запрета до отсутствия соответствующего регулирования.

В то же время введение регулирования инвестиционных платформ создает благоприятные условия для их развития, привлечения новых проектов и инвесторов в связи с повышением прозрачности и доверия участников рынка<sup>4</sup>. В странах ЕС установлены следующие ограничения и требования<sup>5</sup>:

- лицензирование платформ;
- ограничения по объему инвестиций за 12 месяцев в один проект от одного инвестора (лимиты различаются: например, в Италии и Великобритании они составляют 5 млн евро, во Франции – 1 млн евро);
- ограничения по объему инвестиций в зависимости от квалификации инвестора<sup>6</sup>;
- в Италии действует условие о необходимости привлечения финансирования от институциональных инвесторов в качестве гарантии для краудинвесторов<sup>7</sup>;

<sup>3</sup> *Crowdfunding 2015 Survey Responses Report.*

<sup>4</sup> *Crowdfunding's Potential for the Developing World. World Bank, 2013.*

<sup>5</sup> *Regulatory Framework for the Loan-Based Crowdfunding Platforms, Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), 13 November 2018.*

<sup>6</sup> *IOSCO Staff Working Paper Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast, 2014.*

<sup>7</sup> *Lombardi R., Trequattrini R., Russo G. Innovative Start-Ups and Equity Crowdfunding // International Journal of Risk Assessment and Management. 2016. Vol. 19. Nos. 1/2.*

- в ряде стран существует период охлаждения – срок, в течение которого инвестор вправе отозвать инвестированные средства;
- в отдельных странах, например Франции, Италии, Канаде, существуют законодательные требования к оператору инвестиционной платформы о проведении обязательной проверки (due diligence) компаний, привлекающих инвестиции.

### 3.4. Состояние и проблемы развития инвестиционных платформ в России

В России общий объем заключенных сделок с использованием инвестиционных платформ в 2018 году достиг 11 млрд руб. (172 млн долл. США). Более 90% таких сделок пришлось на краудлендинг. По итогам 2019 года объем рынка краудфандинга составил 7,1 млрд руб.<sup>8</sup> (110 млн долл. США), сократившись по сравнению с 2018 годом на 53%. Доля российского рынка краудфандинга в мировом объеме краудфандинга по итогам 2019 года составила 0,8%<sup>9</sup>.

Отечественный сегмент краудфандинга находится на начальном этапе развития. Наряду с причинами, указанными в разделе 2.5, дополнительными факторами низкой популярности инвестиционных платформ в России являются:

- эффективность инвестирования ниже ожидаемой;
- высокие риски и низкий уровень доверия населения к инвестиционным платформам;
- отсутствие специальных знаний у розничных инвесторов для анализа размещенных на них проектов;
- недостаточная информированность розничных инвесторов о механизмах работы, возможностях и рисках инвестиционных платформ для принятия обоснованных инвестиционных решений и другие.

### 3.5. Мероприятия по развитию инвестиционных платформ в России

В настоящее время ведется деятельность по формированию доверительной среды в сегменте краудфандинга, повышению его прозрачности и снижению рисков для розничных инвесторов.

Принят Федеральный закон от 02.08.2019 № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». Законом определены условия предоставления доступа к инвестиционной платформе ее оператором, требования к капиталу и условия деятельности операторов, установлена обязанность по разработке правил инвестиционной платформы, идентификации ее участников, раскрытию и предоставлению информации, взаимодействию с другими операторами.

Дополнительными мерами по развитию инвестирования с помощью инвестиционных платформ могут стать:

- установление требований к лицам, привлекающим инвестиции, по базовой технической, юридической и финансовой экспертизе проектов, привлекающих инвестиции;
- установление требований к операторам инвестиционных платформ по проверке достоверности информации, представленной лицом, привлекающим инвестиции, включая юридическую проверку предоставленных документов, проверку лиц, привлекающих инвестиции;
- установление требований к лицам, привлекающим инвестиции, по сопровождению эскроу-агентами инвестиционных проектов на инвестиционных платформах;

<sup>8</sup> Расчеты Банка России на основе добровольного предоставления данных участниками рынка.

<sup>9</sup> На основании данных об объеме мирового рынка краудфандинга за 2019 год из Global Crowdfunding Market 2020. Absolute Reports.

– установление требований к операторам инвестиционных платформ по более широкому раскрытию информации о лицах, привлекающих инвестиции, и инвестиционных проектах, о статистике по неисполнению обязательств;

– рассмотрение целесообразности обязательного участия операторов инвестиционных платформ в саморегулируемых организациях (по аналогии с лучшим международным опытом)<sup>10</sup>;

– рассмотрение вопроса упрощенной идентификации иностранных физических лиц для целей инвестирования посредством инвестиционных платформ.

Установление инвестиционными площадками более высоких требований к экспертизе инвестиционных проектов и к лицам, привлекающим инвестиции, а также привлечение крупных акселераторов и венчурных фондов в качестве «якорных» инвесторов и центров экспертизы позволит улучшить качество инвестиционных проектов, размещаемых на инвестиционных платформах, снизить риски инвестирования и повысить их привлекательность для розничных инвесторов.

#### **Вопросы для обсуждения:**

*1. Согласны ли вы с предложенными мероприятиями по развитию краудфандинга в России? Являются ли они достаточными?*

*2. Какие иные меры будут способствовать повышению доверия и интереса различных категорий инвесторов и лиц, привлекающих инвестиции, к использованию инвестиционных платформ?*

*3. Целесообразно ли введение требования обязательного членства в саморегулируемых организациях операторов инвестиционных платформ? Поясните вашу позицию.*

<sup>10</sup> Например, UK Crowdfunding Association (UKCFA).

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Широкое распространение альтернативных механизмов инвестирования в развитых странах и в ряде стран с формирующимися рынками (Китай, Индия и пр.) оказало положительное влияние на динамику их экономической активности.

Россия с учетом существенного отставания от этих стран по уровню развитости альтернативных механизмов инвестирования в настоящее время имеет значительный потенциал роста.

На данном этапе развития российского финансового рынка основными причинами низкой заинтересованности инвесторов в альтернативных инвестициях являются низкий уровень доверия и информационной прозрачности рынка альтернативного инвестирования, высокие риски правоприменения.

Предлагаемые в настоящем докладе мероприятия направлены на снижение влияния указанных факторов и повышение популярности альтернативных инвестиций.

Развитие альтернативных механизмов инвестирования в свою очередь будет способствовать:

- притоку дополнительного капитала на рынок прямых инвестиций, увеличению количества ее участников и объема прямых инвестиций, повышению их доступности;
- повышению предложения долгосрочных инвестиций для финансирования развития компаний;
- развитию инновационных секторов экономики;
- повышению уровня корпоративного управления компаний;
- улучшению качества ведения бизнеса;
- повышению инвестиционной привлекательности российских компаний для инвесторов;
- созданию новых рабочих мест;
- развитию финансового рынка и повышению количества IPO;
- снижению рискованности операций, проводимых на инвестиционных платформах.

Создание благоприятной среды на рынке альтернативных инвестиций позволит повысить его привлекательность для более широкого круга инвесторов.

Без повышения прозрачности рынка прямых инвестиций и снижения рисков недобросовестного поведения участников расширение допуска институциональных инвесторов к прямым инвестициям Банк России считает преждевременным.

## ПРИЛОЖЕНИЕ

### БАРЬЕРЫ, ПРЕПЯТСТВУЮЩИЕ РАЗВИТИЮ РЫНКА ПРЯМЫХ И ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В РОССИИ

Раздел	№	Барьеры	Автор инициативы
1. Регулирование ИТ	1.	Неограниченная ответственность товарищей-вкладчиков ИТ по общим налоговым обязательствам	Банк России
	2.	Иные недостатки регулирования ИТ, ограничивающие применение данного инструмента фондами прямых и венчурных инвестиций и препятствующие привлечению средств вкладчиков, включая институциональных инвесторов, посредством ИТ	НПФ, участники рынка прямых и венчурных инвестиций
2. Инвестиционная привлекательность российской юрисдикции (налоговые аспекты)	3.	Пять «корзин» раздельного налогового учета доходов и расходов по инструментам инвестирования (обращающиеся ценные бумаги, необращающиеся ценные бумаги, ФИСС, доли в ООО, прочее)	Участники рынка прямых и венчурных инвестиций
	4.	Отсутствие возможности применения российской льготы по дивидендам и доходам от продажи акций/долей на российских участников ИТ	Участники рынка прямых и венчурных инвестиций
	5.	Двойное обложение прибыли ИТ и товарищей-вкладчиков. Необходимо обеспечить определенность налогообложения доходов иностранных участников ИТ в соответствии с прозрачной природой ИТ (дивиденды и доходы от выхода из инвестиций ИТ должны облагаться, как если бы инвестор получил их напрямую, а не два раза – при получении их ИТ и при выплате из ИТ инвестору)	Участники рынка прямых и венчурных инвестиций
	6.	Жесткие (по сравнению с практикой других стран) условия применения нулевой ставки налога на прибыль на дивиденды и доходы от продажи акций/долей	Участники рынка прямых и венчурных инвестиций
	7.	Отсутствие прозрачного режима налогообложения деятельности фондов прямых и венчурных инвестиций и другие аспекты регулирования деятельности управляющих такими фондами	Участники рынка прямых и венчурных инвестиций
3. Регулирование институциональных инвесторов	8.	Отсутствие согласованных подходов к оценке прямых и венчурных инвестиций	Участники рынка прямых и венчурных инвестиций
	9.	Требования по безубыточности ограничивают возможности вложений	Участники рынка прямых и венчурных инвестиций
	10.	Требования к фидуциарной ответственности за результаты инвестирования в фонды прямых и венчурных инвестиций	НПФ, участники рынка прямых и венчурных инвестиций
	11.	Отсутствие фидуциарной ответственности за результаты инвестирования в фонды прямых и венчурных инвестиций	Банк России
4. Отсутствие информации о рынке прямых и венчурных инвестиций, достаточной для принятия инвестиционных решений	12.	Низкая информированность инвесторов о возможностях прямых и венчурных инвестиций, а также о показателях деятельности различных фондов прямых и венчурных инвестиций из-за неполноты доступных статистических данных, не позволяющая достоверно оценить величину и стоимость риска для данного типа активов	НПФ, участники рынка прямых и венчурных инвестиций
	13.	Недостаточный уровень взаимодействия представителей отрасли прямых и венчурных инвестиций и институциональных инвесторов ввиду ограниченной осведомленности и заинтересованности институциональных инвесторов в деятельности фондов прямых и венчурных инвестиций	НПФ, участники рынка прямых и венчурных инвестиций
	14.	В отрасли прямых и венчурных инвестиций отсутствуют стандарты – «Кодекс поведения», позволяющие оценить степень приверженности управляющих фондов лучшим практикам индустрии	Участники рынка прямых и венчурных инвестиций
	15.	Отсутствует (авторизованный) информационный ресурс	Участники рынка прямых и венчурных инвестиций
5. Отсутствие компетенций по оценке прямых и венчурных инвестиций у институциональных инвесторов и физических лиц	16.	Недостаток кадров внутри организаций (НПФ, страховых компаний, доверительных управляющих), доподлинно понимающих/слеящих за происходящим в индустрии прямых и венчурных инвестиций, умеющих отбирать и взаимодействовать с командами PE&VC фондов	Участники рынка прямых и венчурных инвестиций