

# СРАВНИТЕЛЬНОЕ ИЗУЧЕНИЕ НАЛОГОВОГО И ПРАВОВОГО ОКРУЖЕНИЯ В ЕВРОПЕ

Октябрь 2008



Характеристики налогового и правового окружения,  
благоприятного для развития прямого и венчурного  
инвестирования и предпринимательства в Европе





# **Benchmarking European Tax and Legal Environments**

Indicators of Tax and Legal Environments Favouring  
the Development of Private Equity and Venture Capital,  
and Entrepreneurship in Europe



European  
Private Equity & Venture Capital  
Association  
2008

**Европейская Ассоциация  
Прямого и Венчурного Инвестирования (EVCA)**

Октябрь 2008

**СРАВНИТЕЛЬНОЕ ИЗУЧЕНИЕ  
НАЛОГОВОГО И ПРАВОВОГО ОКРУЖЕНИЯ  
В ЕВРОПЕ**

Перевод с английского – СПб.: РАВИ, 2009.

Вниманию читателей предлагается перевод на русский язык нового обзора EVCA, посвященного актуальнейшей теме – влиянию налогового и правового окружения на индустрию прямых инвестиций и венчурного капитала в Европе. Результаты этого масштабного исследования, начатого еще в 2003 году, могут представить интерес для специалистов, работающих в сфере инновационного предпринимательства, инвесторов, аналитиков, а также политиков и сотрудников регуляторных органов. Заинтересованным читателям предоставляется потенциальная возможность ознакомиться с окружением, существующим в европейских странах, и, возможно, наметить дальнейшие пути улучшения условий, существующих в России.

Отпечатано в ООО «Феникс»

194156, Россия, Санкт-Петербург, пр. Энгельса 27

Заказ № 000. Тираж 000 экз.

Copyright ©

Перевод на русский язык: © Российская Ассоциация  
Прямого и Венчурного Инвестирования, 2009



Европейская Ассоциация  
Прямого и Венчурного  
Инвестирования  
2008

## **Сравнительное изучение налогового и правового окружения в Европе**

Характеристики налогового и правового окружения,  
благоприятного для развития прямого и венчурного  
инвестирования и предпринимательства в Европе



Российская Ассоциация  
Прямого и Венчурного  
Инвестирования

2009

## EVCA

Европейская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (EVCA) была создана в 1983 году, ее штаб-квартира находится в Брюсселе. EVCA представляет интересы европейского сектора индустрии прямого инвестирования и поддерживает этот класс активов в Европе и во всем мире.

В состав EVCA входят более 1300 членов из 53 стран. Роль этой организации заключается в представлении интересов индустрии перед регулирующими органами и разработчиками стандартов, выработке профессиональных стандартов и проведении отраслевых научных исследований, обеспечении профессионального развития и организации форумов, помощи во взаимодействии между своими членами и основными участниками индустрии, включая институциональных инвесторов, предпринимателей, политиков и представителей академической науки. В круг деятельности EVCA входят все виды прямых инвестиций: венчурный капитал (от стадий посевной и «стартап» до капитала развития) и разного рода выкупы.

## Отказ от ответственности

Содержащаяся в данном отчете информация была получена с использованием данных международной аудиторской компании KPMG, документов Комитета по налоговой и правовой политике EVCA, частных интервью и других источников. EVCA предприняла надлежащие меры для обеспечения надежности представляемой информации, однако она не может гарантировать исходную точность собранных данных. Поэтому ни EVCA, ни KPMG, ни отдельные члены Комитета по налоговой и правовой политике EVCA не могут брать на себя ответственность ни за какие решения или практические действия, сделанные на основе содержащейся в данном отчете информации.

## Предисловие РАВИ

Малое предпринимательство в России приобретает особое значение, как один из наиболее эффективно работающих секторов, в котором заняты миллионы российских граждан. Малое инновационное высокотехнологическое предпринимательство, являющееся объектом венчурных и прямых инвестиций, должно входить в сферу особого внимания государства, поскольку мировой опыт показывает исключительную эффективность данного сегмента малого бизнеса. Правовое и налоговое окружение, существующее в отношении как малого предпринимательства, так и индустрии прямых и венчурных инвестиций, в значительной степени определяет возможности развития этой сферы.

Российским правительством уже принят ряд мер в области законотворчества (поправки к закону об инвестфондах, подготовка закона об акционерных соглашениях и др.), направленных на создание правового поля, адекватного сущности процесса венчурного и прямого инвестирования. Одной из основных задач экономической политики правительства РФ является стимулирование роста инвестиционной активности. Федеральным законом №195-ФЗ, принятым 19 июля 2007 года, внесены изменения в законодательство в целях создания благоприятного налогового окружения для осуществления финансирования инновационной деятельности. С 1 января 2008 года вступили в действие поправки во вторую часть Налогового кодекса РФ, стимулирующие развитие этой сферы.

Внесенные в законодательство изменения направлены на формирование благоприятного налогового климата

для инвестиционных компаний, которые готовы инвестировать средства в развитие современных наукоемких продуктов и производств, а также внедрять на российском рынке современные технологии, созданные за рубежом. Однако данный закон вызвал много споров относительно того, насколько эффективными оказались принятые поправки и что еще должно измениться в этой сфере.

Президент России Дмитрий Медведев 2 августа 2009 года подписал закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации по вопросам создания бюджетными научными и образовательными учреждениями хозяйственных обществ в целях практического применения (внедрения) результатов интеллектуальной деятельности».

Документ открывает возможность для создания малых инновационных предприятий при бюджетных учреждениях науки и образования. Коммерческие предприятия при вузах и НИИ будут реализовывать результаты интеллектуальной деятельности, исключительные права на которые принадлежат им. Согласно предварительным подсчетам, новые изменения в законодательстве смогут обеспечить рабочие места для тридцати тысяч выпускников.

Для осуществления инновационной деятельности предприятиям необходимы свободные финансовые ресурсы, которые смогут появиться в случае снижения уровня налоговой нагрузки. Для нашей страны наиболее актуальны налоговые льготы, которые могут не только стимулировать развитие исследовательских программ, расширение воспроизводств и модернизацию, но в значительной степени поощрять начало инновационной деятельности. Уменьшение налогооблагаемой базы в виде определен-



ного процента от прироста расходов на НИОКР может быть дополнительной льготой. Значительного эффекта в решении этих задач можно добиться также за счет системы инвестиционных льгот по налогу на прибыль.

В настоящее время необходима целевая программа реформирования правовой и налоговой системы, направленная на укрепление и поддержку малых предприятий, с одной стороны, и инвестиционных компаний, с другой. Она должна учитывать как зарубежный, так и собственный, российский, исторический опыт.

Как считает глава Минэкономразвития РФ Эльвира Набиуллина, в нелегких условиях сегодняшнего дня, в стремлении к выходу из экономического кризиса налоговая система страны потребует серьезных преобразований. России придется конкурировать с другими странами за инвестиции на рынках капитала. По мнению специалистов, России не стоит увеличивать налоговое бремя, а необходимо предоставлять налоговые льготы предприятиям, занятым в приоритетных отраслях.

В нынешних условиях, по мнению Эльвиры Набиуллиной, важно «...принимать оперативные меры налоговой политики, направленные на поддержку модернизации и инноваций, на расширение участия частных денег в социальных программах, повышать качество и прозрачность налогового контроля».

Необходимы дополнительные, гибкие и массовые финансовые инструменты, предоставляющие «финансовый рычаг» и снижающих риски частных (не институциональных) инвесторов на ранних стадиях развития и коммерческих финансовых источников (в том числе, программы со-финансирования, гарантирования кредитов, долго-

срочных ссуд или ссуд на обслуживание в первые месяцы кредитов коммерческих банков и др.).

Для расширения возможностей получения венчурных инвестиций для компаний, находящихся на начальных стадиях развития бизнеса, необходимо также решать вопрос источников капитала. За рубежом для финансирования проектов активно используются средства пенсионных и страховых компаний, которые по сути являются основными поставщиками капитала для венчурных фондов, как в США, так и Западной Европе.

В России же пенсионные фонды и страховые компании пока могут вкладывать свои свободные средства только в государственные ценные бумаги. Вопрос о возможности им участвовать в долгосрочных высокорисковых проектах венчурных фирм требует решения на законодательном уровне.

Вниманию читателей предлагается сокращенный перевод на русский язык нового обзора, любезно предоставленного Европейской Ассоциацией Прямого и Венчурного Инвестирования (EVCA), посвященного актуальнейшей теме – влиянию налогового и правового окружения на индустрию прямых инвестиций и венчурного капитала в Европе.

Интересно и оригинально проведенное исследование предоставляет потенциальную возможность заинтересованным читателям сравнить окружение, существующее в европейских странах, с российскими условиями и, возможно, наметить дальнейшие пути улучшения последних.

Исполнительная дирекция РАВИ

## Содержание

EVCA .....	4
Отказ от ответственности.....	5
Предисловие РАВИ .....	6
Предисловие EVCA.....	12
Введение .....	14
Характеристики налогового и правового окружения индустрии прямого и венчурного инвестирования .....	16
1. Налоговое и правовое окружение партнеров с ограниченной ответственностью и управляющих компаний .....	17
2. Налоговое и правовое окружение портфельных компаний .....	18
3. Налоговые и правовые условия для привлечения талантливых специалистов в портфельные и управляющие компании .....	19
Методология.....	21
1. Налоговое и правовое окружение партнеров с ограниченной ответственностью и управляющих компаний .....	23
2. Налоговое и правовое окружение портфельных компаний .....	31
3. Налоговые и правовые условия для привлечения талантливых специалистов в портфельные и управляющие компании .....	37
Общеввропейское окружение индустрии прямого и венчурного инвестирования .....	42
1. Развитие по странам .....	42

2. Обзор текущей ситуации в Европе .....	49
Приложение .....	52
Глоссарий .....	68
Источники информации .....	70
Послесловие РАВИ .....	75

## Предисловие EVCA

Как Председатель EVCA, я рад представить вашему вниманию последний выпуск «Сравнительного изучения налогового и правового окружения в Европе». Данный выпуск является не просто продолжением инициативы, начатой Ассоциацией пять лет назад, – он вышел в свет в критическое для индустрии время. Рост осведомленности общества о прямых и венчурных инвестициях содействовал углублению политического диалога как внутри, так и за пределами Евросоюза. Современное состояние международных финансовых рынков и их влияние на экономическое окружение в целом также является предметом дискуссий, в ходе которых поднимаются вопросы прозрачности и равного распределения информации между всеми финансовыми игроками.

Прямые и венчурные инвестиции играют существенную роль в укреплении европейской экономики – даже во времена экономических потрясений или спадов. Именно на этих этапах экономического развития подвергается испытанию готовность правительств поддерживать экономику и бизнес. В то же время в таких условиях инвесторам предоставляется уникальная возможность поддерживать и «выращивать» европейские предприятия вопреки общему уменьшению доступности капитала.

Налоговая и правовая среда в Европе, благоприятная для развития прямого и венчурного инвестирования, позволяет действующим в этой индустрии фондам увеличивать эффективность своего вклада в экономику и привлекать капитал, необходимый для европейских предприятий. Но всегда ли и везде ли в Европе это происходит именно таким образом?

Были достигнуты определенные успехи в отношении инвесторов индустрии – они получили бóльшую возможность доступа к фондам венчурных и прямых инвестиций. Директива Евросоюза 2003 года, касающаяся учреждений пенсионного обеспечения (IORP), и ее последовательная транс-

формация в национальные законы, а также создание соответствующих фондовых структур во многих юрисдикциях Евросоюза явились важными событиями. Однако в Европе все еще имеется ряд преград, мешающих процессам мобилизации и инвестирования капитала, как на национальном, так и международном уровне. Таким образом, европейское окружение инноваций, предпринимательства и развития бизнеса оставляет простор для дальнейших улучшений, например, в создании условий для привлечения талантливых специалистов и «удерживания» их в Европе.

В этом, четвертом, издании «Сравнительного изучения» EVCA продолжает поддерживать открытый диалог между индустрией, европейскими и национальными политиками, сотрудниками регуляторных органов и другими заинтересованными сторонами. В данной работе дается обзор предпринятых позитивных мер и тех сфер, где возможны дальнейшие улучшения, и это позволяет EVCA развивать достижения последних лет, что особенно важно в свете предстоящих изменений европейских правовых институтов и возможных последствий для индустрии от появления новых политических установок.

От имени EVCA мне особенно хотелось бы поблагодарить специалистов международной аудиторской компании KPMG и ее представительств, находящихся в разных местах Европы, оказавших ценнейшую помощь в сборе информации по различным национальным юрисдикциям. Еще я хотел бы поблагодарить членов Комитета EVCA по налогам и праву, опыт которых был очень полезен при написании этой публикации, а также коллег – практикующих профессионалов и специалистов по отдельным вопросам, без помощи которых было бы невозможно осуществить эту работу.

Jonathan Russell

Председатель EVCA, 2008–2009

## Введение

ЕVСА впервые приступила к «Сравнительному изучению» в 2003 году с намерениями создать для национальных и европейских политиков справочник, пользуясь которым можно сравнивать параметры налогового и правового окружения индустрии прямого и венчурного инвестирования на территории всей Европы. Целью исследования было выявление лучших примеров и стимулирование стран к обмену опытом, особенно в отношении применения новых политических мер.

Хотя этот замысел в целом сохранялся, в «Сравнительном изучении» всегда отражались перемены, происходившие как на европейском политическом ландшафте, так и в окружении индустрии прямых инвестиций. По мере того как Европейский Союз расширялся, в него постепенно добавлялись новые члены<sup>1</sup>; с появлением новых сфер интересов в отношении индустрии и ее развития начинали рассматриваться новые проблемы. Впервые в этом году были включены такие вопросы, как возможность для портфельных компаний вычитать из своей налогооблагаемой базы расходы на выплату процентов, что явилось отражением развития этой ситуации в Евросоюзе.

Наше сотрудничество с КРМГ, начавшееся в 2006 году, явилось поворотным моментом в деле сбора информации, которая является предметом оценок и анализа в данном отчете. Расширение сети контактов ЕVСА со специалистами в об-

---

<sup>1</sup> В «Сравнительном изучении» 2008 года охвачены следующие страны: Австрия, Бельгия, Кипр, Чешская Республика, Дания, Эстония, Финляндия, Франция, Германия, Греция, Венгрия, Ирландия, Италия, Латвия, Литва, Люксембург, Нидерланды, Норвегия, Польша, Португалия, Румыния, Словакия, Словения, Испания, Швеция, Швейцария и Соединенное Королевство.

ластях политики и индустрии позволило вывести это исследование на новый уровень.

В этом отчете не преследуется цель охватить все области, которые могут оказывать воздействие на функционирование индустрии прямого и венчурного инвестирования, – в центре внимания находятся только те из них, которые наиболее сильно влияют на экосистему прямых инвестиций и венчурного капитала: пенсионные фонды и другие институциональные и достаточно опытные инвесторы, компании, предприниматели и управляющие прямыми инвестициями. В основе индустрии лежит весь цикл – от мобилизации капитала, его инвестирования и до выхода из инвестиций. Бизнес-модель прямых и венчурных инвестиций помогает компаниям развиваться и улучшать свою конкурентоспособность. В ней также предусматривается создание дохода для инвесторов, что позволяет им осуществлять профессиональные инвестиции в не зарегистрированные на фондовых биржах, но тем не менее составляющие важную часть европейской экономики компании, внося тем самым вклад в укрепление Европы. Препятствия, мешающие работе индустрии и уменьшающие ее эффективность, не только ограничивают возможности инвестировать капитал и «выращивать» получившие инвестиции компании до следующих стадий их развития, но также мешают обратному потоку инвестированного капитала и доходов от него к пенсионным фондам и остальным инвесторам.

EVCA убеждена, что эта новая публикация станет такой же полезной, как и предыдущие, для политиков, практиков и ученых и сделает ценный вклад в выработку политических решений на европейском и национальных уровнях.

Javier Echarri  
Генеральный секретарь EVCA



## **Характеристики налогового и правового окружения индустрии прямого и венчурного инвестирования**

В следующих параграфах перечисляются элементы, сильнее всего влияющие на европейскую экосистему прямых и венчурных инвестиций и ее основных действующих лиц – инвесторов, управляющих фондами и предпринимателей. Важно отметить, что ни один из этих факторов в отдельности не может обеспечить наличие окружения, полностью благоприятного для прямых и венчурных инвестиций, и решающее значение для индустрии имеет их вклад в целом.

Хотя при подготовке «Сравнительного изучения» 2008 года и придерживались в основных чертах подхода, применявшегося в изданиях 2003, 2004 и 2006 годов, и большинство переменных величин являются теми же, что и в предыдущих публикациях, читателям следует воздержаться от прямых сравнений между результатами данного и предыдущих изданий, поскольку был добавлен ряд переменных, а несколько других были, напротив, убраны, изменены или усовершенствованы.

Ниже будет представлен обзор характеристик, присущих налоговому и правовому окружению, благоприятному для партнеров с ограниченной ответственностью (limited partners, LPs), управляющих фондами и портфельных компаний и способствующему развитию индустрии прямого и венчурного инвестирования в различных европейских юрисдикциях.

## 1. Налоговое и правовое окружение партнеров с ограниченной ответственностью и управляющих компаний

Поскольку институциональные инвесторы, такие как пенсионные фонды и страховые компании, являются основными вкладчиками капитала в прямые и венчурные инвестиции, они могут претендовать на лучшие из возможных налоговые и правовые условия. Это связано не только с тем, что так можно повысить эффективность текущих инвестиционных потоков, но также и с тем, что долгосрочная инвестиционная перспектива этих инвесторов находится в полном согласии с долгосрочной бизнес-моделью индустрии прямого и венчурного инвестирования. Государственная система фондируемых пенсий и стимулирование дополнительных пенсионных накоплений также важны для обеспечения капитала, необходимого для индустрии прямых инвестиций. Более того, этим пенсионным фондам следует дать право инвестировать в данный класс активов в рамках инвестиционных стандартов «prudent man rule» (правило здравомыслящего человека) и в соответствии с профилем риска их клиентов, как указывается в Директиве Евросоюза по учреждениям пенсионного обеспечения, и при инвестировании в этот класс активов в пределах Европы они не должны подвергаться географическим ограничениям. Кроме того, следует разрешить страховым компаниям помещать свой капитал в прямые и венчурные инвестиции по всей Европе в соответствии с европейскими правилами.

По причине особенностей бизнес-модели прямых и венчурных инвестиций, которая в основном работает в частных компаниях на основе долгосрочных финансовых обязательств, инвестиционными фондами следует управлять гибко в соответствии с различными фазами инвестиционного цикла. Структуры инвестиционных фондов должны от-

вечать потребностям как отечественных, так и зарубежных инвесторов. Необходимо учитывать, что отсутствие эффективной национальной фондовой структуры может привести к использованию иностранных структур (что потребует существенных организационных и операционных расходов) или к недостаточной заинтересованности отечественных инвесторов в размещении капиталов в такой стране. Правовая структура фонда должна позволять управляющим свободно распределять капитал в самые перспективные предприятия, и тогда получающие инвестиции компании смогут полностью использовать объединенный рынок для расширения своего бизнеса, особенно на ранних стадиях развития.

Чтобы достигнуть оптимальных условий для работы национальных фондовых структур, основное внимание следует направлять на следующие области: налоговую прозрачность для отечественных и иностранных инвесторов; возможность для международных инвесторов избегать создания постоянного представительства в другой стране, приводящего к двойному налогообложению; обязательства управляющих компаний по уплате НДС на вознаграждение управляющих и свободу от неправомерно налагаемых на фонд ограничений (это очень важно для оптимального распределения капитала фонда и получения более высоких доходов).

Наконец, должны существовать налоговые стимулы для поощрения вкладывания капитала в прямые и венчурные инвестиции.

## 2. Налоговое и правовое окружение портфельных компаний

Создание и развитие предприятия в значительной степени зависит от того, насколько благоприятно для него су-

ществое в стране налоговое окружение. В особенности критична поддержка для молодых компаний в первые годы их развития, когда прибыль еще не заработана или ее совсем мало. Это еще более верно для компаний, зависящих от интенсивного инвестирования в исследования и разработки (R&D). Чтобы окупить вложения и начать создавать прибыль, им часто требуется несколько лет. Специальная налоговая ставка или налоговые стимулы для молодых и инновационных предприятий обеспечивают решающую поддержку таким компаниям. Инновационность играет даже бóльшую роль, чем технические аспекты, и требует к себе особого отношения в виде создания для бизнеса более благоприятных условий.

Сюда могут входить такие меры, как соответствующие налоговые ставки и налоговые средства поощрения R&D, включая заключение договоров с исследователями, и поддержка технологического трансфера. Важным добавлением к данному «Сравнительному изучению» явилась возможность для портфельных компаний вычитать проценты и связанные с выплатой процентов расходы из налогооблагаемой базы, что помогает им финансировать развитие важных проектов и улучшать свои конкурентные позиции. Слишком строгие ограничения на вычеты процентных выплат поднимают стоимость капитала для компаний и ограничивают их возможность вкладывать капитал в будущий рост.

### 3. Налоговые и правовые условия для привлечения талантливых специалистов в портфельные и управляющие компании

Привлечение талантов в Европу – вот основная сфера забот компаний и экономики в целом на ближайшие годы. Демографические изменения и международное соперниче-

ство за таланты могут привести к дефициту ведущих фигур, включая не только способных предпринимателей, но также исследователей, высококвалифицированных управляющих компаниями и менеджеров инвестиционных фондов, умеющих отбирать самые перспективные проекты.

Их необходимо привлекать, поддерживать и удерживать при помощи адекватных налоговых мер и правильно подобранных связанных с эффективностью деятельности средств поощрения. Эти средства, такие как опционы на покупку акций и удерживаемое вознаграждение, очень важны для предпринимателей и менеджеров фондов в качестве компенсации за риск, который они на себя принимают.

Необходимы также адекватные налоговые стимулы, чтобы поощрять принятие рисков и предпринимательское мышление, благоприятствовать экономическому росту и инновациям в Европе.

## Методология

Для проведения исследования, лежащего в основе данной публикации, применялась стандартная процедура, основанная на детальном изучении отдельных переменных величин. Эта процедура будет описана ниже.

Задачей исследования было продолжить дискуссию о неоднородности политической обстановки, существующей в настоящее время в странах Европы, а также осветить те области, где усовершенствования налоговой и правовой ситуации могли бы положительно повлиять на развитие индустрии прямых и венчурных инвестиций и предпринимательства.

Поскольку полученные результаты предоставляют поистине мощный и полезный инструмент для анализа налогового и правового окружения в Европе, интерпретировать их следует с особым вниманием и осторожностью.

Данный документ не претендует на то, чтобы быть исчерпывающим. Несомненно, существует большее число факторов, определяющих благоприятное окружение прямых и венчурных инвестиций, чем было отобрано для анализа в этом исследовании. Здесь была сделана попытка отобрать те аспекты, которые наиболее тесно связаны с успешным функционированием индустрии. В то же время при анализе отдельных переменных величин следовало принять ряд ограничительных допущений, поскольку в целях сравнения было необходимо создать похожие ситуации в условиях различных юрисдикций.

Ни эффективность какой-нибудь инициативы, ни легкость ее использования не были отражены в этой публикации, поскольку было бы очень трудно дать им нейтральную оценку.

Для создания возможности производить сравнения между различными национальными окружениями была собрана информация по семи критериям (ниже будут пронумерованы римскими цифрами I–VII) на основе 30 переменных величин в 27 европейских странах (см. Приложение). В этом году впервые в «Сравнительное изучение» вошли данные по Кипру и Литве.

Данное исследование придерживается основных подходов предыдущих обзоров, и большинство переменных величин одно и то же в каждой публикации, однако читателям не следует напрямую сравнивать результаты данного издания с результатами предыдущих (2006, 2004 и 2003 годов), ввиду того что были добавлены некоторые переменные величины и некоторые страны, а другие переменные были изъяты, изменены или усовершенствованы.

Кроме того, поскольку поднимавшиеся вопросы в течение этого времени продолжали прорабатываться, некоторые из полученных ответов становились более продуманными. Такое развитие событий оказалось возможным в результате постоянно возрастающего участия юристов и специалистов по национальным налоговым вопросам, а также благодаря тому, что сотрудники регуляторных органов разных стран дали более детальные ответы на нерешенные вопросы, что позволило лучшим образом оценить текущую ситуацию. Это привело к изменениям в оценках, что и объясняет ряд поправок в ранжировании стран.

Сбор информации был закончен 1 июля 2008 года. По всем странам для оценки каждой из изучавшихся переменных были назначены следующие баллы: «1» – лучший балл, указывающий на благоприятное окружение, баллы «2» и «3» присуждались в случае менее благоприятных условий, которые можно улучшать. Затем вычислялся средний балл для каждого критерия на основе баллов, набранных по выделенным переменным. Наконец, выводился сводный балл

(composite score) для каждой страны путем вычисления среднего значения от всех средних баллов по всем критериям. Сводные баллы для каждой страны позволяли оценить текущую ситуацию по всем проанализированным странам и создать общее ранжирование, чтобы сравнить положение в нем каждой страны с общей средней величиной по Европе. Важно подчеркнуть, что при вычислении сводного балла для отдельных стран каждому из семи критериев была придана одинаковая весомость, чтобы ни у одного из них не было преимуществ при определении его относительного вклада в окружение в целом.

## 1. Налоговое и правовое окружение партнеров с ограниченной ответственностью и управляющих компаний

### I. Пенсионные фонды

Окружение пенсионных фондов исследовалось на основании четырех переменных величин:

1. Какой тип государственной обязательной пенсионной системы (Pillar one) имеется в вашей стране?
  - Лучший балл «1» был присужден тем странам, где существует фундированная государственная система пенсионного обеспечения – одна или в комбинации с системой выплат пенсий из текущих доходов.
  - Худший балл «3» был присвоен тем странам, где государственная пенсионная система организована в виде системы выплат пенсий из текущих доходов.
2. Существуют ли в вашей стране налоговые или иные стимулы для добавочного пенсионного обеспечения (Pillar two), такого как система пенсионного обеспечения, организуемая на предприятии для своих сотрудников?



- Лучший балл «1» был присужден тем странам, где существуют налоговые или иные стимулы добавочного пенсионного обеспечения.
- Худший балл «3» был присужден тем странам, где не существует таких стимулов.

*Принимая во внимание, что последним днем ввода в законодательство Европейской Директивы по пенсионным фондам<sup>2</sup> было 23 сентября 2005 года и что эта Директива была принята к исполнению всеми странами-членами Евросоюза, информация об ее исполнении всего лишь принималась к сведению и не учитывалась при начислении баллов.*

**3. Имеются ли какие-либо качественные и/или количественные ограничения, затрудняющие или лимитирующие участие капитала пенсионных фондов в прямых или венчурных инвестициях?**

- Лучший балл «1» был присужден тем странам, где в национальном законодательстве не оговариваются дополнительные качественные и/или количественные ограничения, затрудняющие или лимитирующие участие пенсионных фондов в прямых или венчурных инвестициях, кроме тех, которые указаны в Европейской Директиве по пенсионным фондам. Это означает, что в этих странах пенсионные фонды могут инвестировать не более 30% от своих активов, покрывающих финансовые обязательства по страховым выплатам, в акции, другие ценные бумаги, рассматриваемые как акции, и долговые ценные бумаги, которые не допущены к торгам на регулируемом рынке.

---

<sup>2</sup> Директива 2003/41/ЕС Европейского Парламента и Совета от 3 июня 2003 года о деятельности по обеспечению трудовыми пенсиями и контроле над организациями, осуществляющими эту деятельность.

- Балл «2» был присвоен тем странам, где в национальном законодательстве оговариваются количественные или качественные инвестиционные ограничения, дополнительные к тем, которые указаны в Европейской Директиве по пенсионным фондам. Если говорить отдельно о количественных ограничениях, то, с учетом того, что среднее стратегическое распределение средств в прямые инвестиции среди европейских пенсионных фондов достигло 4,6% в 2007 году и, по прогнозам, достигнет 5,5% к 2009 году<sup>3</sup>, балл «2» был присужден тем странам, где на возможность пенсионных фондов помещать свои активы в прямые венчурные инвестиции имеются дополнительные ограничения в пределах от 5% до 30%.
  - Худший балл «3» был присвоен тем странам, в которых пенсионные фонды могут помещать в прямые и венчурные инвестиции не более 5% своих активов, или где национальное законодательство запрещает или сурово преследует подобные инвестиции пенсионных фондов.
4. Имеются ли в вашей стране какие-нибудь географические ограничения по использованию капитала пенсионных фондов для осуществления прямых и венчурных инвестиций в другие европейские страны?
- Лучший балл «1» присваивался, если пенсионным фондам позволяется осуществлять прямые и венчурные инвестиции в пределах всей Европы.
  - Балл «2» присваивался тем странам, в которых пенсионные фонды могут испытывать определенные ограничения географического характера.

---

<sup>3</sup> Источник: Alternative Investment Survey. Russel Investment Group (2007–2008).

- Худший балл «3» был присужден тем странам, где пенсионные фонды подвергаются географическим ограничениям, при которых запрещены инвестиции в этот класс активов в другие европейские страны, или пенсионным фондам практически невозможно помещать свой капитал в заграничные прямые и венчурные инвестиции в пределах Европы.

## II. Страховые компании

Окружение страховых компаний исследовалось на основании трех переменных величин.

1. Могут ли страховые компании в вашей стране помещать капитал в прямые и венчурные инвестиции?
  - Лучший балл «1» был присужден тем странам, где страховым компаниям позволено помещать капитал в прямые и венчурные инвестиции.
  - Худший балл «3» был присужден тем странам, в которых страховым компаниям не разрешается помещать капитал (часть их технических резервов) в прямые и венчурные инвестиции.
2. Имеются ли какие-либо качественные и/или количественные ограничения, затрудняющие или лимитирующие участие капитала страховых компаний в прямых или венчурных инвестициях?
  - Лучший балл «1» был присужден тем странам, в которых ограничения по инвестициям для страховых компаний не опускаются ниже уровня 10% (для технических резервов), установленного в соответствующих директивах ЕС<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Директива 2002/83/ЕС Европейского Парламента и Совета от 5 ноября 2002 года, касающаяся страхования жизни, и Директива 92/49/ЕЕС Третья Директива Совета, вносящая поправку в 73/239/ЕЕС и 88/357/ЕЕС для компаний, не занимающихся страхованием жизни.

- Балл «2» присваивался в том случае, если страховым компаниям, для того чтобы поместить свой капитал в прямые и венчурные инвестиции, необходимо получить разрешение от государственных властей.
  - Худший балл «3» был присужден тем странам, где страховым компаниям не разрешается помещать капитал в прямые и венчурные инвестиции или имеются дополнительные национальные ограничения на уровне ниже 10%-го порога (для технических резервов), налагаемые директивами Евросоюза.
3. Имеются ли у вас какие-нибудь географические ограничения по использованию капитала страховых компаний для заграничных прямых и венчурных инвестиций в другие европейские страны?
- Лучший балл «1» присваивался, если никаких препятствий для заграничных инвестиций в пределах Европы не существует.
  - Худший балл «3» присваивался странам, где существуют серьезные ограничения или запреты на участие капитала страховых компаний в прямых и венчурных инвестициях в другие европейские страны.

### III. Фондовые структуры прямого и венчурного инвестирования

Условия для деятельности фондовых структур оценивались по шести переменным величинам.

Следует заметить, что анализ фондовых структур относится к специально предназначенным или подходящим отечественным структурам<sup>5</sup> и не рассматривает возможности использования иностранных фондовых структур для прямого

---

<sup>5</sup> Если имеется несколько таких структур, то наиболее часто встречающаяся структура (структуры) была взята для анализа.

и венчурного инвестирования в данную страну. Имеются аргументы в пользу того, что использование иностранных фондовых структур не является оптимальным из-за высоких стоимостей сделок, совершаемых с их помощью. Поскольку Кипр и Румыния не имеют специальных или подходящих отечественных структур для осуществления прямых и венчурных инвестиций, обе страны были исключены из анализа фондовых структур, и им был присужден балл «3» по всему критерию в целом.

1. Имеется ли в вашей стране специально предназначенная или подходящая отечественная фондовая структура или инвестиционный посредник для осуществления прямых и венчурных инвестиций?
  - Лучший балл «1» присваивался тем странам, где имеется специально предназначенная или подходящая для осуществления прямых и венчурных инвестиций отечественная фондовая структура или инвестиционный посредник.
  - Худший балл «3» был присужден тем странам, в которых такая фондовая структура или посредник отсутствует.
2. Обладает ли эта фондовая структура налоговой прозрачностью для отечественных партнеров с ограниченной ответственностью?
  - Лучший балл «1» присваивался, если фондовая структура обладает налоговой прозрачностью для отечественных партнеров с ограниченной ответственностью.
  - Балл «2» присваивался в том случае, если налоговая прозрачность фондовой структуры для отечественных партнеров с ограниченной ответственностью зависит от того, как она устроена.

- Худший балл «3» был присужден тем странам, где фондовая структура не обладает налоговой прозрачностью для отечественных партнеров с ограниченной ответственностью.
3. Обладает ли эта фондовая структура налоговой прозрачностью для иностранных партнеров с ограниченной ответственностью?
- Лучший балл «1» присуждался, если фондовая структура обладает налоговой прозрачностью для иностранных партнеров с ограниченной ответственностью.
  - Балл «2» присваивался в том случае, если налоговая прозрачность фондовой структуры для иностранных партнеров с ограниченной ответственностью зависит от того, как она устроена.
  - Худший балл «3» был присужден тем странам, где фондовая структура не обладает налоговой прозрачностью для иностранных партнеров с ограниченной ответственностью.
4. Предлагает ли эта фондовая структура иностранным партнерам с ограниченной ответственностью возможность избежать постоянного представительства в стране?
- Лучший балл «1» присваивался тем странам, где – по закону или по прецеденту – инвестирование посредством фондовой структуры или другого посредника не требует создания постоянного представительства для иностранных партнеров с ограниченной ответственностью.
  - Балл «2» присуждался тем странам, в которых – по действующим правилам – инвестирование посредством фондовой структуры или другого посредника не обязательно требует создания постоянного представительства для иностранных партнеров с ограниченной ответственностью.

- Худший балл «3» был присужден тем странам, где для инвестирования посредством фондовой структуры или другого посредника требуется создание постоянного представительства для иностранных партнеров с ограниченной ответственностью.
5. Взимается ли налог на добавленную стоимость (НДС) с вознаграждения управляющим, и если да, то возмещается ли это?
- Лучший балл «1» присваивался тем странам, где вознаграждение управляющим не подлежит НДС.
  - Балл «2» присуждался тем странам, в которых НДС взимается с вознаграждения управляющим, но это подлежит возмещению.
  - Худший балл «3» был присужден тем странам, где НДС взимается с вознаграждения управляющим и не возмещается.
6. Свободна ли фондовая структура от неправомерных ограничений на инвестиции?
- Лучший балл «1» присваивался тем странам, где не зафиксировано случаев ограничений, сильно повлиявших или помешавших принятию инвестиционных решений менеджерами, использовавшими данную фондовую структуру или посредника<sup>6</sup>.
  - Худший балл «3» был присужден тем странам, в которых правила или постановления, регулирующие принятие инвестиционных решений фондовыми менеджерами, не оставляют им свободы выбора разме-

---

<sup>6</sup> Примерами таких ограничений могут являться требование инвестировать определенную долю в своей стране, или в определенную отрасль, или запрещение долевого участия в котируемых на биржах компаниях.

щать капитал в те инвестиции, которые сулят больше выгоды.

#### IV. Налоговые стимулы прямых и венчурных инвестиций

Анализ налоговых стимулов прямых и венчурных инвестиций производился на основании одной переменной величины (ответа на один вопрос):

1. Обеспечивает ли ваша страна какую-либо форму налогового стимулирования инвесторов, включая частных лиц, а также управляющих компаний или фондов, для поощрения их к прямому и венчурному инвестированию?
  - Лучший балл «1» присуждался всем странам, обеспечивающим налоговое стимулирование прямых и венчурных инвестиций.
  - Балл «2» присваивался тем странам, в которых осуществляется налоговое стимулирование только иностранных инвесторов.
  - Худший балл «3» был присужден тем странам, где подобное стимулирование отсутствует.

*Необходимо отметить, что учитывались только те стимулы, которые являлись специфичными для прямых и венчурных инвестиций. Стимулирование, используемое для других инвестиционных структур, не учитывалось.*

## 2. Налоговое и правовое окружение портфельных компаний

#### V. Меры поощрения компаний

Окружение портфельных компаний анализировалось на основании четырех переменных величин.



## 1. Налоговые стимулы для молодых и инновационных компаний

Применяются ли в вашей стране схемы налогового стимулирования для поддержки молодых и инновационных компаний на ранней стадии их развития?

- Лучший балл «1» присваивался тем странам, где применяются схемы налогового стимулирования для поддержки молодых и инновационных компаний на ранней стадии развития.
- Худший балл «3» был присужден тем странам, в которых такие схемы не применяются.

*Следует отметить, что только те схемы налогового стимулирования, которые связаны с возрастом и/или размером компании (в терминах оборота средств и/или числа работающих) и ее инновационностью (в терминах затрат на R&D, штата R&D или эквивалентных единиц измерения), принимались во внимание. Поддержка, не связанная с налоговыми стимулами, или схемы, предназначенные для молодых неинновационных компаний, в анализ не включались.*

## 2. Ставки налогообложения компаний

Ставки налогообложения компаний, учтенные в этой публикации, состоят из основного налога, местных и/или муниципальных налогов и любых других выплат, взимаемых на той же налоговой базе<sup>7</sup>.

*Обратите внимание, что вклады нанимателя в социальное страхование не включаются в ставку налогообложения компании.*

---

<sup>7</sup> Ставки налогообложения компаний и их точный состав уточняются в данной публикации по отдельным странам.

Для обеспечения корректных сравнений и присвоения баллов была вычислена средняя по Европе ставка налогообложения для компании на основании самых высоких величин налоговых ставок в каждой из 27 представленных в исследовании стран. Затем каждая отдельная страна сравнивалась с этой средней по Европе величиной (24%).

Какова была в вашей стране ставка налогообложения компаний на 1 июля 2008 года?

- Лучший балл «1» присваивался тем странам, в которых ставка налогообложения компаний была ниже или равна среднеевропейской величине.
- Худший балл «3» был присужден тем странам, в которых эта ставка превышала среднюю величину по Европе.

3. Ставки налогообложения предприятий малого и среднего бизнеса (SMEs)

Существуют ли в вашей стране особые ставки налогообложения для SMEs?

- Лучший балл «1» присваивался тем странам, в которых существует особая ставка налогообложения для SMEs или прогрессивная система налогообложения со сниженными налоговыми ставками, применяющимися по отношению к компаниям с доходами или прибылью ниже определенного уровня.
- Худший балл «3» был присужден тем странам, в которых нет ни особой ставки налогообложения для SMEs, ни прогрессивной системы налогообложения.

4. Вычеты затрат на выплату процентов из налогооблагаемой базы

Анализ условий для частной компании, получившей прямое инвестирование, уменьшать свою налогооблагаемую базу путем вычитания из нее суммы чистых затрат на выплату процентов основывался на двух вопросах:

- 1) Может ли в вашей стране портфельная компания уменьшить свою налогооблагаемую базу на сумму своих чистых расходов на выплату процентов по займам от независимой стороны?
  - 2) Может ли в вашей стране портфельная компания уменьшить свою налогооблагаемую базу на сумму своих чистых расходов на выплату процентов по займам от аффилированной стороны?
- Лучший балл «1» присуждался всем странам, в которых выплаты процентов полностью вычитаются – при условии соблюдения принципа взаимодействия «на чисто коммерческой основе» (arm's length) и выполнения правил трансфертного ценообразования.
  - Балл «2» присваивался тем странам, где для того, чтобы проценты по займам можно было вычитать, заем должен отвечать определенным критериям. Например, в некоторых странах такие займы должны предоставляться только кредитными учреждениями или отечественными/европейскими организациями. В других странах подлежат вычитанию только займы, связанные с ведением бизнеса или созданием прибыли компании, или займы от акционеров, которым принадлежит несущественная часть бизнеса.
  - Худший балл «3» был присужден тем странам, где применяются «правила низкой капитализации» и/или «правила разделения процентов или прибыли», что налагает дополнительное бремя на компанию и значительно увеличивает стоимость ее капитала в отношении создания будущих доходов.

*Обратите внимание на то, что этот метод начисления баллов применялся для обоих вопросов, т.е. для кредита, предоставляемого независимой стороной, и для кредита, предоставляемого аффилированной стороной.*

Эта переменная величина для каждой страны оценивалась путем усреднения баллов, набранных по двум вышеназванным вопросам.

## VI. Налоговые стимулы проведения исследований и разработок (R&D)

Анализ окружающих условий для налогового стимулирования R&D был сосредоточен на шести видах поощрения<sup>8</sup>. Собиралась информация о применении в каждой из исследованных стран следующих стимулов проведения R&D:

1. Налоговые средства поощрения расходов компаний на R&D (например, налоговые скидки или льготы на налог)<sup>9</sup>.
2. Налоговые средства поощрения капитальных затрат на R&D (например, произвольная или ускоренная амортизация).
3. Налоговые стимулы найма на работу исследователей и других специалистов (например, посредством персональных подоходных налогов или налогов на доходы корпораций).

---

<sup>8</sup> Выбор этих стимулов был основан на работе «Corporation tax and innovation: Issues at stake and review of European Union experiences in the nineties» (2002), опубликованной Генеральным Директоратом по предпринимательству и промышленности Европейской Комиссии.

<sup>9</sup> Налоговые скидки относятся к тем налоговым стимулам, которые позволяют фирмам вычитать определенную долю своих расходов на R&D из своих налоговых счетов/обязательств. Льготы на налог предоставляют фирмам возможность вычитать более 100% от своих расходов на R&D из налогооблагаемой базы.

4. Налоговые стимулы трансфера технологий (например, налоговые средства поощрения покупки технологий или налоговое стимулирование передачи своего ноу-хау разработчиком новой технологии)<sup>10</sup>.
5. Налоговые стимулы кооперации между фирмами и исследовательскими институтами/университетами (например, налоговое стимулирование совместных проектов).
6. Налоговые стимулы создания инновационных компаний (например, налоговое стимулирование «ответвлений» (spin-off) или «отделений» (spin-out)).

*Следует отметить, что одно и то же средство поощрения R&D может учитываться несколько раз, если оно «покрывает» сразу несколько из перечисленных вопросов. Например, налоговое средство поощрения расходов компаний на R&D, которое также используется для поощрения найма на работу исследователей, было признано дважды.*

В этом исследовании:

- Лучший балл «1» присуждался каждому из шести видов налоговых стимулов, применявшихся в данной стране.
- Балл «2» присваивался тем налоговым стимулам, которые можно было получить только по запросу или по особому разрешению налоговых органов.
- Худший балл «3» присуждался каждому из тех налоговых стимулов, которые в данной стране не применялись.

---

<sup>10</sup> Например, освобождение от уплаты налогов на роялти, полученную за использование патентов.

Оценки каждой страны по этому критерию осуществлялись путем усреднения баллов, набранных по всем шести переменным величинам.

### 3. Налоговые и правовые условия для привлечения талантливых специалистов в портфельные и управляющие компании

Окружающие условия для привлечения талантливых специалистов изучались по двум направлениям – в портфельных компаниях и управляющих компаниях. В целом было проанализировано шесть переменных величин.

#### VII (а) Привлечение талантливых специалистов в портфельные компании

##### 1. Ставка налога на прирост капитала для частных лиц

Чтобы оценить обложение налогом на доход от прироста капитала частных лиц, была вычислена средняя по Европе (для 27 стран) величина налоговой ставки, которая затем сравнивалась с налоговыми ставками в отдельных странах. Средняя по Европе ставка налога на прирост капитала составила 15,2%.

- Лучший балл «1» присваивался тем странам, где ставка налога на прирост капитала была ниже или равна среднеевропейской величине.
- Худший балл «3» был присужден тем странам, в которых эта ставка превышала среднюю величину по Европе.

Ставки налога на прирост капитала, представленные для каждой из стран, основаны на следующих допущениях:

- В ставку налога включаются местные и/или муниципальные налоги, а также другие выплаты, если они применяются.
- Период владения акциями достаточно продолжителен, и инвестиция не носит спекулятивного характера (краткосрочная инвестиция).
- Находящиеся во владении акции представляют менее чем «существенный интерес», согласно его определению в отдельной стране.
- Если имеется разброс налоговых величин, для сравнения выбирается наивысшая ставка налога.

При такой оценке налогообложения не принимаются во внимание налоговые скидки и/или льготы на налог, которые могли бы дополнительно благоприятствовать приобретению акций<sup>11</sup>.

## 2. Ставка подоходного налога для частных лиц

Ставки подоходного налога, приводимые в этой публикации, состоят из основного налога, местных и/или муниципальных налогов и любых других выплат, взимаемых на той же налоговой базе (например, исключительные социальные выплаты)<sup>12</sup>.

*Обратите внимание на то, что вклады работника в социальное страхование не включаются в ставку подоходного налога.*

Чтобы оценить обложение подоходным налогом для частных лиц, была вычислена средняя по Европе (для 27 стран) величина налоговой ставки, которая затем сравнивалась с

---

<sup>11</sup> Ставки налога на прирост капитала и их точная структура указываются в разделах по отдельным странам.

<sup>12</sup> Ставки обложения компаний подоходным налогом и их точный состав уточняются в данной публикации по отдельным странам.

налоговыми ставками в отдельных странах. Средняя по Европе ставка подоходного налога составила 39,6%.

- Лучший балл «1» присваивался тем странам, в которых ставка подоходного налога была ниже или равна среднеевропейской величине.
- Худший балл «3» был присужден тем странам, в которых эта ставка превышала среднюю величину по Европе.

### 3. Временные параметры налогообложения опционов на покупку акций

Взимание налогов на опционы на покупку акций портфельной компании ее управляющими и служащими может иметь место «на момент предоставления», «на момент вступления в права», «на момент выполнения» или «на момент продажи участвующих в сделке акций». В первых трех вариантах опционы на покупку акций приводят к взиманию налогов, когда деньги от возможной прибыли еще не получены. По идее, если налогообложение имеет место, налоги не должны взиматься с нереализованных доходов. Поэтому четвертым, наиболее рекомендуемым, вариантом является налогообложение «при выходе» и «на момент продажи». В соответствии с этим:

- Лучший балл «1» присуждался тем странам, в которых налоги на опционы на покупку акций взимаются сразу после продажи участвующих в сделке акций.
- Балл «2» присваивался странам, где момент обложения налогом может различаться в зависимости от типа схемы опциона на покупку акций.
- Худший балл «3» присуждался странам, в которых опционы на покупку акций подвергались обложению налогом «на момент предоставления», «на момент вступления в права» или «на момент применения», или в которых налог начислялся два раза и чаще.



*Обратите внимание на то, что в странах, имеющих несколько схем опционов на покупку акций, для анализа выбиралась наиболее часто используемая в случае прямых и венчурных инвестиций схема.*

#### 4. Методы налогообложения опционов на покупку акций

Каким способом облагается налогами вышеупомянутая схема опционов на покупку акций?

- Лучший балл «1» присваивался тем странам, в которых налог на опционы на покупку акций взимается как налог на прирост капитала.
- Балл «2» присваивался тем странам, где метод обложения налогом может различаться в зависимости от типа схемы опциона на покупку акций.
- Худший балл «3» присуждался тем странам, в которых налог на опционы на покупку акций взимается как налог на профессиональные доходы.

### VII (b) Привлечение талантливых специалистов в управляющие компании

#### 5. Применение поощрений за эффективную работу для менеджеров фондов прямых и венчурных инвестиций

Существует ли возможность применения поощрений за эффективную работу менеджеров фондов прямых и венчурных инвестиций (таких, например, как удерживаемое вознаграждение или привилегированные акции)?

- Лучший балл «1» присваивался тем странам, в которых существует возможность для применения поощрений менеджеров фондов прямых и венчурных инвестиций за эффективную работу.
- Худший балл «3» был присужден тем странам, в которых подобные поощрения не применяются.

## 6. Налог на удерживаемое вознаграждение

Каково налогообложение на удерживаемое вознаграждение в вашей стране?

Баллы начислялись с учетом того, что удерживаемое вознаграждение является наградой за риск, принимаемый фондовыми менеджерами, когда они инвестируют свои персональные средства вместе с капиталом фонда, и что такая структура очень важна с точки зрения согласования интересов управляющих и инвесторов.

- Лучший балл «1» присуждался тем странам, в которых налог на удерживаемое вознаграждение взимается по самым низким ставкам налога на прирост капитала или по налоговым ставкам компании.
- Балл «2» присваивался тем странам, где метод налогообложения удерживаемого вознаграждения является комбинацией налога на прирост капитала и подоходного налога, или где налогообложение зависит от правовой организации удерживаемого вознаграждения и, таким образом, его необходимо определять каждый раз отдельно.
- Худший балл «3» присваивался тем странам, в которых налог на удерживаемое вознаграждение взимается как налог на профессиональные доходы.

*Обратите внимание на то, что те страны, в которых невозможно формально учитывать применение поощрений менеджеров фондов прямых и венчурных инвестиций за эффективную работу, были исключены из этого раздела (в Табл. 3 обозначены как «н.д.» – нет данных) и им был присужден балл «3».*

## Общеввропейское окружение индустрии прямого и венчурного инвестирования

### 1. Развитие по странам<sup>13</sup>

В Табл. 1 приводится оценка по всем изученным странам общего налогового и правового окружения индустрии прямых и венчурных инвестиций (1 – наиболее благоприятное, 3 – наименее благоприятное окружение). Ситуация в каждой стране на 1 июля 2008 года отражена при помощи сводных баллов, представленных в левом столбце таблицы. Результаты предыдущих «Сравнительных исследований» 2003, 2004 и 2006 годов представлены в той же таблице.

В Приложении представлена статистическая информация, на основании которой вычислялся сводный балл для каждой отдельной страны.

Обратите, пожалуйста, внимание на то, что невозможно непосредственно сравнивать результаты по разным годам, поскольку

<sup>13</sup> Подробная информация по странам содержится в английском оригинале данной публикации, доступном на веб-сайте EVCA: [www.evca.eu](http://www.evca.eu) (раздел Public&Regulatory, параграф Special Papers: Related Research Papers). Для каждой страны вначале приводится описание развития страны с 2003 года, когда EVCA запустила данный проект. За описанием эволюции страны следует рассмотрение текущей ситуации в той же стране и дается информация о состоянии в целом по семи критериям, оценивающим налоговое и правовое окружение индустрии прямых и венчурных инвестиций. Дается краткий обзор по наиболее и наименее благоприятным областям (с перечислением положительных мер, которые были приняты, и областей, в которых желательны дальнейшие улучшения). Эта часть подразделяется на три пункта (см. главу «Характеристики налогового и правового окружения индустрии прямого и венчурного инвестирования»), в каждый из которых включен детальный обзор соответствующих отдельных переменных величин. Далее представлены все методы, использовавшиеся для каждого пункта и каждой переменной величины. И в конце для каждой страны делается прогноз развития связанных с индустрией событий на вторую половину 2008 года и на 2009 год.

ку за эти годы вносились изменения как в сами изучаемые величины, так и в состав охваченных исследованием стран.

Данные этой таблицы не отражают уровень предпринимательской культуры в отдельной стране, они не направлены на то, чтобы оказывать влияние на принятие инвестиционных решений, а также не могут служить показателями конкурентоспособности индустрии прямых и венчурных инвестиций по странам.

«Сравнительное изучение» 2008 года показало, что:

- Франция, Ирландия, Бельгия и Соединенное Королевство являются странами с наиболее благоприятным окружением для развития индустрии прямых и венчурных инвестиций, со сводными баллами 1,23, 1,32, 1,33 и 1,45 соответственно.
- Греция (1,46), Испания (1,58), Нидерланды (1,63), Португалия (1,63) и Люксембург (1,65) составили следующую группу.
- Литва, Швейцария, Дания и Венгрия со сводными баллами от 1,75 до 1,84 показали результаты, несколько превосходящие общеевропейский средний уровень со сводным баллом 1,85.
- Австрия, Латвия, Финляндия и Польша со сводными баллами от 1,87 до 1,95 несколько отстают от общей средней оценки по Европе (1,85).
- Еще ниже в этом ранжировании находится Италия со сводным баллом 1,96, за ней следуют Швеция (2,02), Норвегия (2,03), Эстония (2,06) и Германия (2,18).
- Кипр, Румыния, Словения, Словакия и Чешская Республика занимают последние места, с существующим в них наименее благоприятным налоговым и правовым окружением индустрии прямого и венчурного инвестирования, оцениваемым сводными баллами от 2,24 до 2,40.

**Таблица 1: Обзор результатов  
2008, 2006, 2004 и 2003 годов**

<b>2008</b>	<b>2006*</b>	<b>2004**</b>	<b>2003***</b>
Страна Сводный балл	Страна Сводный балл	Страна Сводный балл	Страна Сводный балл
Франция 1,23	Ирландия 1,27	Соединенное Королевство 1,26	Соединенное Королевство 1,20
Ирландия 1,32	Франция 1,36	Люксембург 1,49	Ирландия 1,58
Бельгия 1,33	Соединенное Королевство 1,46	Ирландия 1,53	Люксембург 1,67
Соединенное Королевство 1,45	Бельгия 1,51	Греция 1,75	Нидерланды 1,79
Греция 1,46	Испания 1,52	Нидерланды 1,76	Италия 1,96
Испания 1,58	Греция 1,55	Португалия 1,81	Греция 1,96
Нидерланды 1,63	Нидерланды 1,60	Бельгия 1,82	Общеввропейская средняя 2,03
Португалия 1,63	Люксембург 1,62	Венгрия 1,86	Бельгия 2,08
Люксембург 1,65	Португалия 1,71	Италия 1,86	Франция 2,09
Литва 1,75	Италия 1,72	Франция 1,89	Швеция 2,09
Швейцария 1,76	Австрия 1,74	Швейцария 1,95	Испания 2,17
Дания 1,77	Дания 1,75	Испания 1,96	Финляндия 2,25
Венгрия 1,84	Венгрия 1,83	Общеввропейская средняя 1,97	Португалия 2,32
Общеввропейская средняя 1,85	Швейцария 1,83	Норвегия 2,04	Дания 2,36

Австрия 1,87	Общеввропейская средняя 1,84	Швеция 2,05	Германия 2,41
Латвия 1,88	Финляндия 1,91	Чешская Республика 2,12	Австрия 2,53
Финляндия 1,92	Эстония 2,08	Польша 2,13	
Польша 1,95	Норвегия 2,08	Финляндия 2,30	
Италия 1,96	Швеция 2,12	Германия 2,37	
Швеция 2,02	Латвия 2,12	Австрия 2,42	
Норвегия 2,03	Германия 2,15	Дания 2,46	
Эстония 2,06	Польша 2,16	Словакия 2,49	
Германия 2,18	Словакия 2,17		
Кипр 2,24	Чешская Республика 2,21		
Румыния 2,27	Словения 2,26		
Словения 2,30	Румыния 2,35		
Словакия 2,33			
Чешская Республика 2,40			

Источник: EVCA

#### Примечания:

- \* При осуществлении ранжирования в 2006 году сводные баллы Словении и Швейцарии рассчитывались только по шести из семи критериев из-за отсутствия соответствующих национальных фондовых структур в этих странах. Более подробная информация находится в Методологии, использованной в «Сравнительном изучении» за 2006 год.

- \*\* При ранжировании в 2004 году некоторые страны оценивались по менее чем 13 переменным величинам по причине недостаточного количества пригодных или из-за невозможности использовать имеющуюся информацию для оценки при помощи присуждения баллов. Более подробная информация находится в Методологии, использованной в «Сравнительном изучении» за 2004 год.
- \*\*\* При ранжировании в 2003 году Дания оценивалась только по девяти из десяти переменных из-за отсутствия стандартных структур фондов прямых и венчурных инвестиций в стране. Более подробная информация находится в «Сравнительном изучении» за 2003 год.

#### Основные выводы:

- Общая средняя оценка по Европе в 2008 году (1,85) почти не изменилась по сравнению с 2006 годом (1,84), что свидетельствует о незначительных изменениях в налоговом и правовом окружении индустрии прямых и венчурных инвестиций в целом по Европе за этот период.
- Сводный балл страны с наивысшими оценками улучшился до величины 1,23 (по сравнению с 1,27 в 2006 году), в то время как показатель страны с самыми плохими оценками еще немного ухудшился (от 2,35 в 2006 году до 2,40 в 2008 году).
- В то время как некоторые из стран-лидеров и дальше успешно занимались улучшением условий для венчурных и прямых инвестиций, в отстающих странах заметных изменений не наблюдалось.

Окружение прямого и венчурного инвестирования в Европе нагляднее всего может быть представлено по группам стран.

### 1.1. Лидирующие страны

Франция, Ирландия, Бельгия и Соединенное Королевство – все эти четыре страны уже перечислялись в качестве лидеров в предыдущем издании «Сравнительного изучения» в 2006 году. В этом году возглавляет группу лидеров Франция, главным образом благодаря улучшению оценки по критерию «поощрительные стимулы для компаний». На втором месте находится Ирландия; Бельгия, обойдя Соединенное Королевство, занимает третью позицию благодаря созданию лучших условий для пенсионных фондов и обеспечению налоговых стимулов для проведения R&D.

### 1.2. Успешные реформаторы

Греция, Испания и Португалия в последние годы постоянно занимаются совершенствованием окружения прямых и венчурных инвестиций, удерживая тем самым позиции в верхней части европейской классификации сразу после стран-лидеров. Поскольку в этих трех странах история венчурного инвестирования коротка и вследствие этого рынок недостаточно зрелый, их правительства прилагают значительные усилия для создания благоприятной среды для инвестирования.

### 1.3. Следующие за ними прогрессивные страны

Нидерланды и Люксембург удерживают свои позиции на уровне, превышающем среднеевропейский, наравне с «успешным реформатором» Португалией. Несмотря на благоприятное окружение в целом, в этих странах все еще довольно трудно привлекать в портфельные и управляющие компании талантливых специалистов и создавать поощрительные стимулы для компаний. В результате Нидерланды и Люксембург остались позади ряда других государств и рискуют отстать еще больше от тех европейских стран, которые более расположены к проведению реформ.



Литва, впервые включенная в «Сравнительное изучение», завершает верхнюю половину ранжирования по Европе вместе со Швейцарией, Данией и Венгрией, которые сохранили свое положение на уровне, превышающем средневропейский, почти не изменив его по сравнению с 2006 годом.

#### 1.4. Страны, уступившие свои позиции

Австрия и Италия опустились ниже средневропейского уровня, уступив свои прежние позиции в ранжировании по Европе. Финляндия сохраняет относительно устойчивое положение чуть ниже европейского среднего уровня.

#### 1.5. Страны, расположенные к проведению реформ

Латвия и Польша также немного отстают от средней величины, но они поднялись выше по сравнению со своим прежним положением в нижней части ранжирования, при этом они подчеркивают свое стремление к проведению реформ и желание уничтожить разрыв, существующий между ними и остальной Европой. Однако в этом направлении еще предстоит много работы.

#### 1.6. Отстающие страны

Эстония и Германия отстали еще больше, в то время как Швеция и Норвегия сохранили стабильность своего положения в нижней половине ранжирования по Европе, опережая при этом Германию.

#### 1.7. Страны Центральной и Восточной Европы

Большинство стран Центральной и Восточной Европы остались в нижней части европейской классификации, за исключением Польши и Венгрии, которые поднялись по шкале ранжирования. В самую нижнюю группу классификации входит Кипр, впервые включенный в данное исследование в этом году, за ним идут Румыния, Словения, Словакия и Чешская Республика. Поскольку эти страны обладают менее зрелыми

рынками прямых и венчурных инвестиций, у них имеются перспективы для улучшений по мере упрочения рынков.

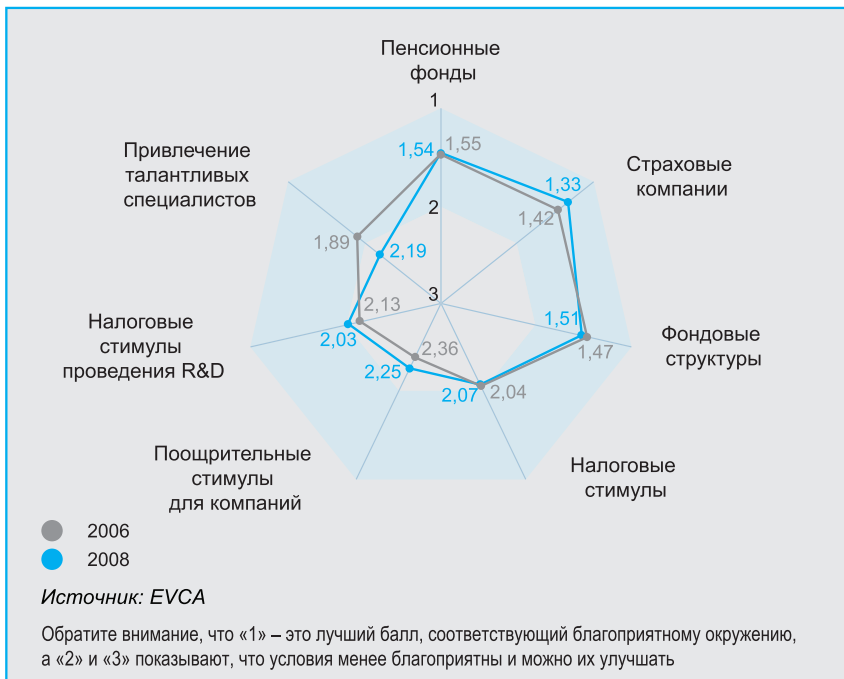
Следует иметь в виду, что проведенный анализ имел целью только оценить существующее законодательство в стране в отношении налогового и правового окружения индустрии прямого и венчурного инвестирования. Эта информация не пригодна ни для оценок деловых и инвестиционных возможностей по странам, ни для суждений о потенциале осуществления выхода и получения прибыли. Она предназначена только для характеристики созданного правительствами разных стран окружения, в котором осуществляется деятельность игроков индустрии.

## 2. Обзор текущей ситуации в Европе

- Окружение, в котором пенсионные фонды и страховые компании вкладывают средства в прямые и венчурные инвестиции, после 2006 года продолжало улучшаться, со средними оценками по Европе в 2008 году 1,54 и 1,33 балла соответственно. Обе цифры лучше общеввропейского среднего уровня (1,85), что указывает на то, что в большинстве стран институциональным инвесторам обеспечен доступ к этому классу активов и что преодолены многие из ранее существовавших препятствий.
- Все еще сохраняя свое преимущество над общей средней оценкой по Европе 1,85, средняя оценка по Европе для фондов прямых и венчурных инвестиций ухудшилась – от 1,47 в 2006 году до 1,51 в 2008. Хотя во многих странах созданы отечественные фондовые структуры для привлечения капитала национальных и интернациональных инвесторов (LPs), такие структуры часто оказываются субоптимальными и им не хватает важных элементов, необходимых для нормального функционирования индустрии.

- Поскольку появление соответствующих отечественных фондовых структур в каждой стране явилось бы значительным усовершенствованием, принятие всеми остальными государствами-членами подобных национальных структур могло бы усилить привлекательность Европы для осуществления мобилизации капитала и инвестирования, как на территории Европы, так и за ее пределами, создавая возможности для международной кооперации и правоприменения.
- Условия в Европе в отношении поощрительного стимулирования компаний несколько улучшились – средний балл по этому критерию снизился от 2,36 в 2006 году до 2,25 в 2008 году – но все еще далеко отстают от общего сводного балла по Европе (1,85), предоставляя широкое поле деятельности по улучшению ситуации.
- Хотя средняя оценка по Европе налоговых стимулов проведения R&D все еще остается хуже общеевропейского среднего уровня (1,85), в этой области отмечаются некоторые улучшения, вероятнее всего – в результате растущего понимания большой важности инвестиций в R&D для будущего развития и повышения конкурентоспособности страны. Говоря конкретнее, средний балл по Европе по этому критерию в 2008 году улучшился, снизившись до 2,03 по сравнению с 2,13 в 2006 году. Однако для дальнейшего укрепления инновационного потенциала Европы необходимо сделать еще многое.
- Отмечалось некоторое ухудшение в способности европейских фондов прямых и венчурных инвестиций и их портфельных компаний привлекать талантливых сотрудников, при этом средняя оценка по Европе изменилась от 1,89 в 2006 году до 2,19 в 2008 году. Несмотря на то, что в некоторых странах для привлечения талантов принимается ряд мер, их применение оста-

ется не вполне прозрачным, что приводит к некоторой неопределенности и может повлиять на ту степень, в которой компания и управляющие инвестиционного фонда согласны подвергать риску свои собственные инвестиции и свое участие.



## Приложение

Таблица 2. Текущая ситуация по каждому критерию

	Сводный балл	Налоговое и правовое окружение партнеров с ограниченной ответственностью и управляющих компаний (УК)						Налоговое и правовое окружение портфельных компаний (ПК)			Налоговые и правовые условия для привлечения талантов в ПК и УК	
		Пенсионные фонды	Страховые компании	Фондовые структуры	Налоговые стимулы	Суммарная средняя оценка	Меры поощрения компаний	Налоговые стимулы проведения R&D	Суммарная средняя оценка	Суммарная средняя оценка	Суммарная средняя оценка	Суммарная средняя оценка
Австрия	<b>1,87</b>	1,75	1,67	2,00	1,00	1,60	2,50	1,67	2,08	2,50	2,17	
Бельгия	<b>1,33</b>	1,50	1,00	1,00	1,00	1,13	1,63	1,00	1,31	1,60	2,50	
Венгрия	<b>1,84</b>	1,50	1,67	1,00	3,00	1,79	1,88	1,33	1,60	2,83	2,50	
Германия	<b>2,18</b>	1,75	1,00	1,33	3,00	1,77	3,00	2,67	2,83	2,08	1,50	
Греция	<b>1,46</b>	1,25	1,00	1,33	1,00	1,15	2,50	1,67	2,00	2,00	2,00	
Дания	<b>1,77</b>	1,25	1,00	1,17	3,00	1,60	3,00	1,00	2,00	2,00	2,19	
Европа	<b>1,85</b>	1,54	1,33	1,51	2,07	1,61	2,25	2,03	1,63	1,00	1,63	
Ирландия	<b>1,32</b>	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	2,25	1,00	1,00	1,00	2,00	

Испания	<b>1,58</b>	1,00	1,00	2,00	1,00	1,25	2,25	1,33	1,79	2,50
Италия	<b>1,96</b>	1,25	1,67	1,67	2,00	1,65	3,00	2,00	2,50	2,17
Кипр	<b>2,24</b>	1,75	1,00	3,00	3,00	2,19	2,25	2,33	2,29	2,33
Латвия	<b>1,88</b>	1,25	3,00	1,00	1,00	1,56	2,25	2,33	2,29	2,33
Литва	<b>1,75</b>	1,75	1,00	1,00	3,00	1,69	1,50	2,67	2,08	1,33
Люксембург	<b>1,65</b>	1,50	1,67	1,33	1,00	1,38	2,25	2,00	2,13	1,83
Нидерланды	<b>1,63</b>	1,50	1,00	1,33	1,00	1,21	2,25	2,00	2,13	2,33
Норвегия	<b>2,03</b>	1,25	1,67	1,17	3,00	1,77	2,63	2,00	2,31	2,50
Польша	<b>1,95</b>	1,75	1,00	1,67	3,00	1,85	2,25	2,00	2,13	2,00
Португалия	<b>1,63</b>	1,25	1,00	1,00	1,00	1,06	2,13	2,67	2,40	2,33
Румыния	<b>2,27</b>	2,50	1,00	3,00	3,00	2,38	1,75	2,67	2,21	2,00
Словакия	<b>2,33</b>	2,50	1,67	1,83	3,00	2,25	2,00	3,00	2,50	2,33
Словения	<b>2,30</b>	2,00	1,67	2,17	3,00	2,21	2,25	2,00	2,13	3,00
Соединенное Королевство	<b>1,45</b>	1,50	1,00	1,00	1,00	1,13	2,00	1,33	1,67	2,33
Финляндия	<b>1,92</b>	1,25	1,00	1,00	3,00	1,56	2,50	2,33	2,42	2,33
Франция	<b>1,23</b>	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,63	1,33	1,48	1,67
Чехия	<b>2,40</b>	2,50	3,00	1,67	3,00	2,54	2,50	2,33	2,42	1,83
Швейцария	<b>1,76</b>	1,75	1,33	1,17	1,00	1,31	2,25	2,50	2,38	2,33
Швеция	<b>2,02</b>	1,00	1,00	1,67	3,00	1,67	2,50	2,67	2,58	2,33
Эстония	<b>2,06</b>	1,25	1,00	2,17	3,00	1,85	2,00	3,00	2,50	2,00

Таблица 3. Текущая ситуация по странам\*

1. Налоговое и правовое окружение партнеров с ограниченной ответственностью и управляющих компаний

## I. Пенсионные фонды

	Тип государственного обязательного пенсионного обеспечения (Pillar one)	Наличие стимулов к организации дополнительных пенсионных схем «на рабочем месте» (Pillar two)	Количественные или качественные ограничения на использование средств пенсионных фондов для прямых и венчурных инвестиций	Географические ограничения на использование средств пенсионных фондов для прямых и венчурных инвестиций в другие европейские страны	Средняя оценка по стране
Австрия	3	1	2	1	1,75
Бельгия	3	1	1	1	1,50
Венгрия	1	1	1	3	1,50
Германия	3	1	2	1	1,75
Греция	1	1	2	1	1,25
Дания	1	1	2	1	1,25
Ирландия	1	1	1	1	1,00
Испания	1	1	1	1	1,00
Италия	1	1	2	1	1,25
Кипр	3	1	2	1	1,75
Латвия	1	1	2	1	1,25
Литва	3	1	2	1	1,75

Люксембург	3	1	1	1	1	1	1,50
Нидерланды	3	1	1	1	1	1	1,50
Норвегия	1	1	1	2	1	1	1,25
Польша	1	1	1	2	3	3	1,75
Португалия	1	1	1	2	1	1	1,25
Румыния	3	1	1	3	3	3	2,50
Словакия	3	1	1	3	3	3	2,50
Словения	3	1	1	3	1	1	2,00
Соединенное Королевство	3	1	1	1	1	1	1,50
Финляндия	1	1	1	2	1	1	1,25
Франция	1	1	1	1	1	1	1,00
Чехия	3	1	1	3	3	3	2,50
Швейцария	3	1	1	1	2	2	1,75
Швеция	1	1	1	1	1	1	1,00
Эстония	1	1	1	2	1	1	1,25

\* Источник: EVCA



Таблица 3 (продолжение)

## II. Страховые компании

	Возможность вкладывать средства в прямые и венчурные инвестиции	Количественные и/или качественные ограничения на использование капитала страховых компаний для прямых и венчурных инвестиций	Географические ограничения на использование капитала страховых компаний для прямых и венчурных инвестиций в другие европейские страны	Средняя оценка по стране
Австрия	1	3	1	1,67
Бельгия	1	1	1	1,00
Венгрия	1	3	1	1,67
Германия	1	1	1	1,00
Греция	1	1	1	1,00
Дания	1	1	1	1,00
Ирландия	1	1	1	1,00
Испания	1	1	1	1,00
Италия	1	3	1	1,67
Кипр	1	1	1	1,00
Латвия	3	3	3	3,00
Литва	1	1	1	1,00
Люксембург	1	3	1	1,67
Нидерланды	1	1	1	1,00
Норвегия	1	3	1	1,67
Польша	1	1	1	1,00

Португалия	1	1	1	1	1,00
Румыния	1	1	1	1	1,00
Словакия	1	3	3	1	1,67
Словения	1	3	3	1	1,67
Соединенное Королевство	1	1	1	1	1,00
Финляндия	1	1	1	1	1,00
Франция	1	1	1	1	1,00
Чехия	3	3	3	3	3,00
Швейцария	1	2	2	1	1,33
Швеция	1	1	1	1	1,00
Эстония	1	1	1	1	1,00

Таблица 3 (продолжение)

## III. Фондовые структуры прямого и венчурного инвестирования

	Специ- альные или подходящие отечественные фондовые структуры или инвестицион- ные посредники	Перечисленные ниже вопросы относятся к фондовым структурам*					Средняя оценка по стране
		Налоговая про- зрачность для отечественных LPs	Налоговая про- зрачность для зарубежных LPs	Возможность для зарубежных LPs избежать создания по- стоянного пред- ставительства в стране	Подлежат ли УК нечислению НДС на воз- награждение управляющим, и возможность возмещения	Независи- мость от неправомерных ограничений на инвестиции	
Австрия	1	3	3	1	1	3	2,00
Бельгия	1	1	1	1	1	1	1,00
Венгрия	1	1	1	1	1	1	1,00
Германия	1	1	1	1	3	1	1,33
Греция	1	1	1	1	1	3	1,33
Дания	1	1	1	2	1	1	1,17
Ирландия	1	1	1	1	1	1	1,00
Испания	1	3	3	1	1	3	2,00
Италия	1	3	3	1	1	1	1,67
Кипр	3	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	3,00
Латвия	1	1	1	1	1	1	1,00
Литва	1	1	1	1	1	1	1,00
Люксембург	1	2	2	1	1	1	1,33
Нидерланды	1	1	1	3	1	1	1,33
Норвегия	1	1	1	2	1	1	1,17

Польша	1	3	3	1	1	1	1	1	1,67
Португалия	1	1	1	1	1	1	1	1	1,00
Румыния	3	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	3,00
Словакия	1	3	3	1	1	2	1	1	1,83
Словения	1	3	3	3	2	2	1	1	2,17
Соединенное Королевство	1	1	1	1	1	1	1	1	1,00
Финляндия	1	1	1	1	1	1	1	1	1,00
Франция	1	1	1	1	1	1	1	1	1,00
Чехия	1	3	3	1	1	1	1	1	1,67
Швейцария	1	1	1	2	1	1	1	1	1,17
Швеция	1	1	1	3	3	3	1	1	1,67
Эстония	1	3	3	1	1	2	3	3	2,17

\* Австрия - Mittelstands-finanzierungs-gesellschaft (MiFiG); Бельгия - Private PRISAF; Венгрия - Private Equity Fund; Германия - Limited Partnership (GmbH&Co KG); Греция - AKES; Дания - Limited Partnership (K/S); Ирландия - Limited Partnership; Испания - Sociedad de Capital de Riesgo (SCR) and Fondo de Capital de Riesgo (FCR); Италия - Fondo Chuiso (Closed-end fund); Кипр - н.д.; Латвия - Latvian Limited Partnership (Komanditsabiedriba); Литва - Investment Fund; Люксембург - Societe d'investissement en Capital a Risque (SICAR); Нидерланды - Commanditaire Vennootschap (CV); Норвегия - Limited Partnership (KS) and Limited Liability Company (AS); Польша - Closed-End Investment Fund for Non-Public Assets (CEIF); Португалия - Fundo De Capital de Risco (FCR); Румыния - н.д.; Словакия - Limited Liability Company; Словения - Venture Capital Company (VCC); Соединенное Королевство - UK Limited Partnership; Финляндия - Limited Partnership (Ку); Франция - Fonds Commun de Placement a Risques (FCPR); Чешская Республика - Qualified Investor Fund; Швейцария - Fund under the KAG; Швеция - Swedish Limited Partnership; Эстония - Limited Liability Company. (н.д. - нет данных).

Таблица 3 (продолжение)

## IV. Налоговые стимулы прямых и венчурных инвестиций

	Любые формы налогового стимулирования прямых и венчурных инвестиций	Средняя оценка по стране
Австрия	1	1,00
Бельгия	1	1,00
Венгрия	3	3,00
Германия	3	3,00
Греция	1	1,00
Дания	3	3,00
Ирландия	1	1,00
Испания	1	1,00
Италия	2	2,00
Кипр	3	3,00
Латвия	1	1,00
Литва	3	3,00
Люксембург	1	1,00
Нидерланды	1	1,00
Норвегия	3	3,00
Польша	3	3,00

Португалия	1		1,00
Румыния	3		3,00
Словакия	3		3,00
Словения	3		3,00
Соединенное Королевство	1		1,00
Финляндия	3		3,00
Франция	1		1,00
Чехия	3		3,00
Швейцария	1		1,00
Швеция	3		3,00
Эстония	3		3,00

Таблица 3 (продолжение)

## 2. Налоговое и правовое окружение портфельных компаний

## V. Меры поощрения компаний

	Схема налогового стимулирования для поддержки молодых и инновационных компаний в ранней фазе их развития	Ставки налогообложения компаний	Особые ставки налогообложения для SMEs	Вычеты затрат на выплату процентов из налогооблагаемой базы	Средняя оценка по стране
Австрия	3	3	3	1	2,50
Бельгия	1	3	1	1,5	1,63
Венгрия	3	1	1	2,5	1,88
Германия	3	3	3	3	3,00
Греция	3	3	3	1	2,50
Дания	3	3	3	3	3,00
Ирландия	3	1	3	2	2,25
Испания	3	3	1	2	2,25
Италия	3	3	3	3	3,00
Кипр	3	1	3	2	2,25
Латвия	3	1	3	2	2,25
Литва	3	1	1	1	1,50
Люксембург	3	3	1	2	2,25
Нидерланды	3	3	1	2	2,25

Норвегия	3	3	3	3	1,5	2,63
Польша	3	1	3	3	2	2,25
Португалия	3	3	1	1	1,5	2,13
Румыния	3	1	1	1	2	1,75
Словакия	3	1	3	3	1	2,00
Словения	3	1	3	3	2	2,25
Соединенное Королевство	3	3	1	1	1	2,00
Финляндия	3	3	3	3	1	2,50
Франция	1	3	1	1	1,5	1,63
Чехия	3	1	3	3	3	2,50
Швейцария	3	1	3	3	2	2,25
Швеция	3	3	3	3	1	2,50
Эстония	3	1	3	3	1	2,00



Таблица 3 (продолжение)

## VI. Налоговые стимулы проведения исследований и разработок (R&amp;D)

	Налоговые средства поощрения расходов компаний на R&D	Налоговые средства поощрения капзатрат на R&D	Налоговые стимулы найма на работу исследователей	Налоговые стимулы трансфера технологий	Налоговые стимулы кооперации между фирмами и исследовательскими институтами/университетам	Налоговые стимулы создания инновационных компаний	Средняя оценка по стране
Австрия	1	3	1	1	1	3	1,67
Бельгия	1	1	1	1	1	1	1,00
Венгрия	1	1	1	1	1	3	1,33
Германия	1	3	3	3	3	3	2,67
Греция	1	1	1	1	3	3	1,67
Дания	1	1	1	1	1	1	1,00
Ирландия	1	1	1	1	1	1	1,00
Испания	1	1	1	1	1	3	1,33
Италия	1	3	1	3	1	3	2,00
Кипр	1	1	3	3	3	3	2,33
Латвия	3	1	3	1	3	3	2,33
Литва	1	3	3	3	3	3	2,67
Люксембург	1	1	3	1	3	3	2,00
Нидерланды	1	1	1	3	3	3	2,00



Таблица 3 (продолжение)

3. Налоговые и правовые условия для привлечения талантливых специалистов в портфельные и управляющие компании

### VII. Привлечение талантливых специалистов

	В портфельные компании					В управляющие компании		Средняя оценка по стране
	Ставка налога на прирост капитала для частных лиц	Ставка подоходного налога для частных лиц	Временные параметры налогообложения опционов на покупку акций	Методы налогообложения опционов на покупку акций	Применение поощрений за эффективную работу для менеджеров фондов прямых и венчурных инвестиций	Налог на удерживаемое вознаграждение		
Австрия	3	3	3	3	3	1	2	2,50
Бельгия	1	3	3	3	3	1	2	2,17
Венгрия	3	3	3	3	3	1	2	2,50
Германия	3	3	3	3	3	1	2	2,50
Греция	1	3	1	1	1	1	2	1,50
Дания	3	3	2	2	2	1	1	2,00
Ирландия	3	3	2	2	2	1	1	2,00
Испания	3	3	3	3	3	1	2	2,50
Италия	1	3	3	3	3	1	2	2,17
Кипр	1	1	3	3	3	3	н.д.	2,33

Латвия	1	1	3	3	3	3	3	н.д.	2,33
Литва	1	1	1	1	1	1	1	3	1,33
Люксембург	1	1	3	3	3	3	1	2	1,83
Нидерланды	1	3	3	3	3	3	1	3	2,33
Норвегия	3	3	3	3	3	3	1	2	2,50
Польша	3	3	1	1	2	2	1	2	2,00
Португалия	1	3	3	3	3	3	1	3	2,33
Румыния	3	1	1	1	1	1	3	н.д.	2,00
Словакия	3	1	3	3	3	3	1	3	2,33
Словения	3	3	3	3	3	3	3	н.д.	3,00
Соединенное Королевство	3	3	3	3	3	3	1	1	2,33
Финляндия	3	3	3	3	3	3	1	1	2,33
Франция	3	3	1	1	1	1	1	1	1,67
Чехия	1	1	3	3	3	3	1	2	1,83
Швейцария	1	3	3	3	3	3	1	3	2,33
Швеция	3	3	3	3	3	3	1	1	2,33
Эстония	3	1	3	3	3	3	1	1	2,00

## Глоссарий

### Государственная система пенсионного обеспечения / Pillar one

Обязательная составляющая пенсии, выплачиваемая государством. Может быть фондируемой или формироваться из текущих доходов.

### Добавочное пенсионное обеспечение / Pillar two

Пенсионная схема «на рабочем месте» – организуется работодателем для своих рабочих и служащих. Относится к накопительной части пенсии.

### Постоянное представительство / Permanent establishment

Согласно определению ОЭСР, под постоянным представительством понимается фиксированное место деятельности, через которое предприятие полностью или частично ведет свою деятельность. Создание постоянного представительства в другой стране связано с возможностью рассматривать партнера с ограниченной ответственностью – либо владельца, либо акционера фонда прямых или венчурных инвестиций – в качестве резидента этой страны и, таким образом, как подлежащего налогообложению в данной стране.

### Правила низкой капитализации / Thin-capitalisation rules

Ограничение возможности вычитать выплаты процентов из налогооблагаемой базы для компаний, имеющих уровень задолженности по показателю коэффициента акционерного капитала выше установленной пороговой величины.

### Правила разделения процентов или прибыли / Interest/earnings stripping

Ограничение возможности компании вычитать выплаты процентов из налогооблагаемой базы, когда вычесть можно только часть затрат на выплату процентов (выражается обычно в процентах от EBIT или EBITDA).

### Система выплат пенсий из текущих доходов / Pay-as-you-go (PAYG) system

Государственная система пенсионного обеспечения (Pillar one), по которой выплаты работающими взносов социального страхования напрямую используются для выплат пенсий пенсионерам.

### Система фондируемых пенсий / Funded pension system

Государственная система пенсионного обеспечения (Pillar one), по которой пенсия выплачивается за счет инвестиционного дохода от средств, накопленных за весь период занятости человека; такой способ финансирования пенсий защищает работников от банкротства предприятия или неплатежеспособности государства.

### Технические резервы / Technical reserves

Капитал, отложенный страховой компанией для покрытия финансовых обязательств по страховым выплатам.

## Источники информации

Международная аудиторская компания KPMG

Европейская комиссия

European Commission, Directorate-General for Employment, Social Affairs and Equal Opportunities “Synthesis report on adequate and sustainable pensions” (SEC(2006)304. 27/02/2006)

[http://ec.europa.eu/employment\\_social/spsi/docs/social\\_protection/2006/rapport\\_penslons\\_final\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/employment_social/spsi/docs/social_protection/2006/rapport_penslons_final_en.pdf)

Directive 2003/41/EC of the European Parliament and of the Council of 3 June 2003 on the activities and supervision of Institutions for occupational retirement provision

[http://eur-lex.europa.eu/smartapi/cgi/sga\\_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg= EN&numdoc=32003L0041&mod el=guicheti](http://eur-lex.europa.eu/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg= EN&numdoc=32003L0041&mod el=guicheti)

“Corporation Tax and Innovation: Issues at Stake and Review of European Union Experiences In the Nineties”, Innovation Paper No. 19 (2002), European Commission Directorate-General for Enterprise and industry [ftp://ftp.cordis.europa.eu/pub/Innovation-policy/studies/studies\\_corporatlon\\_tax\\_innovation\\_en.pdf](ftp://ftp.cordis.europa.eu/pub/Innovation-policy/studies/studies_corporatlon_tax_innovation_en.pdf)

Directive 2002/83/EC of the European Parliament and of the Council of 5 November 2002 concerning life assurance <http://eur-lex.europa.eu/LexUrlServ/LexUrlSeiv.do?uri=OJ:L2002:345:0001:0051:EN:PDF>

“Company Taxation In the Internal Market”, Commission Staff Working Paper, October 2001 [http://ec.europa.eu/taxatlon\\_customs/resourcee/documents/company\\_tax\\_study\\_en.pdt](http://ec.europa.eu/taxatlon_customs/resourcee/documents/company_tax_study_en.pdt)

Council Directive 92/49/EEC of 18 June 1992 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to direct Insurance other than life assurance and amending Directives 73/239/EEC and 88/357/EEC (third non-life Insurance Directive) <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31992L0049:EN:HTML>

Transposition of Financial Services Action Plan Directives

[http://ec.europa.eu/Internal\\_market/finances/docs/actionplan/index/transposition\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/Internal_market/finances/docs/actionplan/index/transposition_en.pdf)

### Европейская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (EVCA)

“Restricting Interest Deductions in Corporate Tax Systems: its impact on Investment Decisions and Capital Markets”. May 2003

<http://www.evca.eu/knowledgecenter/PublicationDetail.aspx?id=PBRID>

“Benchmarking European Tax and Legal Environments: Indicators of Tax & Legal Environments Favouring the Development of Private Equity and Venture Capital and Entrepreneurship in Europe”. December 2006 [http://www.evca.eu/uploadedFiles/a1\\_benchmark06.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/a1_benchmark06.pdf)

“Private Equity Fund Structures In Europe”. January 2006 [http://www.evca.eu/uploadedFiles/fund\\_structures.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/fund_structures.pdf)

“Benchmarking European Tax and Legal Environments: Indicators of Tax & Legal Environments Favouring the Development of Private Equity and Venture Capital and Entrepreneurship In Europe», May 2004 <http://www.evca.eu/uploadedFiles/benchmark04.pdf>

“Private Equity and Venture Capital Incentives In Europe”, April 2003



«Benchmarking European Tax and Legal Environments: Indicators of Tax & Legal Environments Favouring the Development of Private Equity and Venture Capital In European Union Member States». 2003 <http://www.evca.eu/uploadedFiles/benchmark03.pdf>

### Организация Экономического Сотрудничества и Развития (ОЭСР)

“Tax Incentives for Research and Development: Trends and Issues”, OECD, 2003 <http://www.oecd.org/dataoecd/12/27/2498389.pdf>

“Articles of the model convention with respect to taxes on Income and on capital”, OECD, January 2003 <http://www.oecd.org/dataoecd/52/34/1914467.pdf>

«Industry Issues – Taxation, SMEs and Entrepreneurship», OECD Directorate for Science, Technology and Industry, Working Paper No. 2002/9. August 2002 <http://miranda.sourceoecd.org/vl=1868037/cl=32/nw=1/rpsv/cgi-bin/wppdf?file=5lgsjhvj7lmr.pdf>

OECD Insurance and Pensions - Information by Country

[http://www.oecd.org/Infobycountry/0,3380,en\\_2649\\_34757\\_1\\_1\\_1\\_1\\_37411,00.html](http://www.oecd.org/Infobycountry/0,3380,en_2649_34757_1_1_1_1_37411,00.html)

The International Organisation of Pension Supervisors (ICPS) - Country Research [http://www.oecd.org/pages/.3417,en\\_35030657\\_38606785\\_1\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/pages/.3417,en_35030657_38606785_1_1_1_1_1,00.html)

### Члены Комитета ЕВСА по налоговым и правовым вопросам

Dorda Brugger Jordis Rechtsanwalte GmbH - Austria

Tiberghien - Belgium

ACCURA Advokataktieselskab - Denmark

Attorneys at law Borenus & Kemppinen Ltd - Finland

Proskauer Rose - France

Chifford Chance - Germany

A&L Goodbody - Ireland

Di Tanno e Associati - Italy

Loyens & Loeff - the Netherlands

CMS Cameron McKenna - Poland and Romania

Abreu Advogados - Portugal

Baker & McKenzie - Spain

Andulf Advokat AB - Sweden

Lenz & Staehelin - Switzerland

SJ Berwin LLP - the United Kingdom

Proskauer Rose LLP - US

#### Национальные Ассоциации прямого и венчурного инвестирования

Czech Venture Capital Association (CVCA) - the Czech Republic

Hellenic Venture Capital Association (HVCA) - Greece

Hungarian Venture Capital Association (HVCA) - Hungary

Irish Venture Capital Association (JVCA) - Ireland

Luxembourg Committee – Luxembourg

Norwegian Venture Capital & Private Equity Association (NVCA) – Norway

Polish Private Equity Association (PPEA) – Poland

Associao Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvemento (APCRI) – Portugal

Slovak Venture Capital and Private Equity Association (SLOVCA) - Slovakia

### Юридические фирмы

White & Case - the Czech Republic Liepa. Skopina / Borenius  
- Latvia

Attorneys at law Foigt & partners / Reglfa Borenius -  
Lithuania

Arendt & Medernach, Avocats a la Cour - Luxembourg

ATOZ Tax Advisers - Luxembourg

Advokatfirma DLA Piper Norway DA - Norway

Cabinet de Avocat Irina Anghel - Romania

White & Case - Slovakia

### Прочие источники

Federal Public Service Economy, SMEs, independent  
Professions and Energy - Belgium

PMV IParticipatieMaatschappij Vlaanderen) - Belgium

Ministry of Finance – Cyprus

Ministry of Economic Affairs and Communications - Estonia

Ministry of Finance - Estonia

Insurance Supervisory Authority (ISA) - Finland

Ministry of Employment and the Economy - Finland

New Economy Development Fund - Greece

MFB Invest Ltd. - Hungary

Latvian Guarantee Agency - Latvia

Deloitte SA - Luxembourg

Mangrove Capital Partners - Luxembourg

MENON Business Economics (for the Norwegian NVCA) -  
Norway

Norden, Nordisk InnovatlonsCenter - Norway

Enterprise Investors - Poland

Prvi Kapltal - Slovenia

The Observatoire Social Europeen

## Послесловие РАВИ

На фоне изменений мирового экономического ландшафта и глубоких трансформаций, происходящих в экономиках стран, развитие малого предпринимательства, прежде всего высокотехнологичного сектора, приобретает особое значение.

Несмотря на тяжелые времена, российский сектор технологических инноваций по-прежнему обладает одним из самых мощных потенциалов в мире. Это мнение разделяют и российские специалисты и признанные международные эксперты. В стране действует более 4000 научно-исследовательских институтов и около 40000 частных независимых инновационных компаний, ведущих разработки по широкому спектру технологических направлений, наиболее востребованных на мировом рынке.

Очевидно, что важное место в комплексе мер по достижению роста инновационного развития и конкурентоспособности занимает индустрия прямых и венчурных инвестиций, стимулирующая малый бизнес путем активного инвестирования и поддержки бизнеса с высоким потенциалом роста. Это побуждает правительство разрабатывать и реализовывать программы, направленные на развитие индустрии венчурного инвестирования.

Позитивное воздействие на экономику, которое получает общество от реализации программ развития венчурной индустрии, не ограничивается только прибылью, которую в конечном счете извлекают частные лица, – проекты, направленные на поддержку малых компаний, способствуют созданию новых рабочих мест и продвижению новых технологий, имеющих важное стратегическое значение для долгосрочного роста экономики.

Правовое и налоговое окружение, регулирующее сферу малого предпринимательства и инвестиционный бизнес, в значительной степени определяет возможности развития инноваций.

Однако центральной проблемой регулирования инвестиционной деятельности является эффективное сочетание целей государства, связанных с сохранением научного и технического потенциала и развитием новых технологий и наукоемких производств, с целями самих предпринимателей, главным стимулом которых является эффективность инвестирования. Для этого необходимы юридические нормы и экономические условия, способные обеспечить предпринимателям должную степень компенсации рисков, связанных с этим видом инвестирования.

Деятельность венчурных и прямых инвесторов, являясь одним из видов предпринимательства, не нуждается в каком-либо специальном регулировании. Как и любая другая деятельность, не затрагивающая вопросов государственной безопасности, здоровья граждан, экологии и т.п., она регулируется **общим корпоративным законодательством**.

Венчурное инвестирование можно рассматривать в качестве гибридной формы финансирования инновационных компаний, использующей наиболее эффективные элементы деятельности, как банков, так и рынков капитала. С одной стороны, доход венчурных инвесторов формируется за счет участия в собственности финансируемых инновационных компаний. С другой стороны, как и банки, венчурные фонды обладают системой неформального мониторинга и контроля заемщиков и портфельных компаний.

В большинстве развитых стран законодательные акты, так или иначе касающиеся формы и способов венчурного финансирования, принимаются с целью стимулирования дан-

ного вида деятельности через предоставление разного рода налоговых льгот, отсрочек и послаблений инвесторам и инвестируемым компаниям, преимущественно занятым в сфере высоких технологий.

Венчурные фонды являются уникальным механизмом предоставления капитала на основе построения жесткой схемы мониторинга и контроля деятельности получателя капитала.

Венчурные капиталисты – профессиональные инвесторы, которые увеличивают свои денежные фонды за счет принятия финансовых обязательств перед третьими лицами с целью последующего инвестирования во вновь создаваемые или молодые компании. Обычно венчурный капитал размещается в виде хозяйственного товарищества или общества, или акционерной компании, долю в собственности которого, имеет как венчурный инвестор, так и финансируемая группа предпринимателей.

Как известно, в подавляющем большинстве стран с развитыми рыночными отношениями отдельного «Закона о венчурной деятельности» нет.

Этому явлению есть несколько объяснений:

- Во-первых, как правило, венчурное инвестирование представляет собой один из существующих способов финансирования бизнеса через прямые инвестиции в акции (доли участия). Данное правовое поле уже регулируется соответствующими законами (ГК, законы об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью и т.д.)
- Во-вторых, участники венчурной индустрии представляют собой субъектов, чей правовой статус уже опре-

делен соответствующими законами, как, например, банки и страховые компании.

- В-третьих, в отношениях между субъектами отсутствует какая-либо специфика, которая бы требовала урегулирования специальным законом.

Введение специального закона приведет к обратному результату: заниматься этой деятельностью станет сложнее, продолжится и усилится тенденция последних лет – уход венчурных компаний в иностранные юрисдикции.

Несмотря на ряд принятых в России мер в области законотворчества, все еще не решена задача формирования правового поля, адекватного сущности процесса венчурного и прямого инвестирования.

Действующее российское налоговое законодательство также не способствует успешному развитию венчурной индустрии, поскольку не содержит положений, которые обеспечивали бы адекватный налоговый режим, а юридические нормы, которые определяют, в частности, правовое положение хозяйственных обществ, не могут быть использованы для создания и деятельности венчурных фондов в России по общепринятым моделям.

Исполнительная дирекция РАВИ выражает надежду, что материал, представленный в настоящей публикации, будет не только интересным для специалистов, вовлеченных в инвестиционный процесс, но и поможет избежать ошибок при осуществлении практических шагов по созданию окружения, необходимого для развития и устойчивого функционирования национальной индустрии прямых и венчурных инвестиций.

# Российская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (РАВИ)

## Миссия

Содействие становлению и развитию рынка прямых и венчурных инвестиций в России

## Задачи

- Формирование в России благоприятного политического и предпринимательского климата для инвестиционной деятельности.
- Представление интересов профессионалов рынка в органах исполнительной и законодательной власти, в средствах массовой информации, в финансовых и промышленных кругах внутри страны и за рубежом.
- Информационное обеспечение и создание коммуникативных площадок для участников российского рынка прямых и венчурных инвестиций.
- Развитие системы подготовки современных управленческих кадров для венчурного предпринимательства.





Руководитель проекта	Альбина Никконен
Эксперт	Иван Родионов
Консультант	Валентин Левицкий
Перевод и редактирование	Наталья Жуковская
Компьютерный дизайн	Павел Ломакин

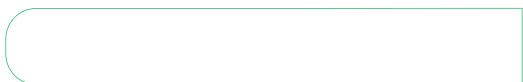


EUROPEAN  
PRIVATE EQUITY &  
VENTURE CAPITAL  
ASSOCIATION

Адрес: Bastion Tower, Place du Champ de Mars 5,  
B-1050 Brussels Belgium

Тел.: +32 2 715 00 20; Факс: +32 2 725 07 04;

e-mail: [info@evca.eu](mailto:info@evca.eu) website: [www.evca.eu](http://www.evca.eu)



РОССИЙСКАЯ  
АССОЦИАЦИЯ  
ПРЯМОГО И ВЕНЧУРНОГО  
ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Адрес: Россия, 194156, Санкт-Петербург,  
пр. Энгельса, д. 27, корп. 12В, офис 208

Тел.: +7 (812) 326 61 80; Факс: +7 (812) 326 61 91

e-mail: [rvca@rvca.ru](mailto:rvca@rvca.ru) website: [www.rvca.ru](http://www.rvca.ru)