

# ЕВРОПЕЙСКИЙ ПОДХОД К ПРЯМЫМ И ВЕНЧУРНЫМ ИНВЕСТИЦИЯМ

Сентябрь 2009



EUROPEAN PRIVATE EQUITY &  
VENTURE CAPITAL ASSOCIATION



РОССИЙСКАЯ АССОЦИАЦИЯ  
ПРЯМОГО И ВЕНЧУРНОГО  
ИНВЕСТИРОВАНИЯ





Европейская Ассоциация  
Прямого и Венчурного  
Инвестирования  
2009

## **Европейский подход к прямым и венчурным инвестициям**

Сентябрь 2009



Российская Ассоциация  
Прямого и Венчурного  
Инвестирования

2010

## 0 публикации

Этот проект был осуществлен по инициативе Комитета по связям с инвесторами (Investor Relations Committee) EVCA.

## EVCA

EVCA выступает выразителем мнений европейской индустрии прямого и венчурного инвестирования. Мы поддерживаем и защищаем интересы около 1300 своих членов, обеспечивая тем самым для них возможность эффективно осуществлять свой бизнес.

EVCA вовлекает в свою работу политиков и старается поддерживать и развивать интерес к индустрии среди ее основных участников, таких как институциональные инвесторы (institutional investors), предприниматели и служащие. EVCA разрабатывает профессиональные стандарты и издает научно-исследовательские отчеты, а также занимается профессиональным обучением и организацией сетевых мероприятий.

EVCA охватывает своей деятельностью весь диапазон прямого инвестирования, от венчурных инвестиций ранних стадий до самых крупных выкупов.

Более подробная информация доступна на веб-сайте [www.evca.eu](http://www.evca.eu).

## Список членов Комитета по связям с инвесторами EVCA

Hanneke Smits - Adams Street Partners (UK)

John Barber - Bridgepoint Capital (UK)

Andrea Bonomi - Investindustrial (Southern Europe)

Duke DeGrassi - Hamilton Lane Advisors (UK)

Mounir Guen - MVision Private Equity Advisers (UK)

Stephen Marquardt - Doughty Hanson & Co (UK)

Antonie Papiernik - Sofinnova Partners (France)

Christina Pamberg - Kohlberg Kravis Roberts & Co.Ltd. (UK)

Emma Whitaker - Mercer (UK)

Javier Echarri - EVCA (Europe)

Georges Noël - EVCA (Europe)

## Отказ от ответственности

Содержащаяся в данном отчете информация предназначена для информирования читателя о ситуации на рынке прямого и венчурного инвестирования. EVCA совместно с авторами данного отчета приложили все усилия к тому, чтобы представленная информация была верной, но не дают гарантий ее достоверности. Поэтому ни EVCA, ни авторы, ни члены Комитета по связям с инвесторами не берут на себя ответственности ни за какие решения или действия, предпринятые на основе этого отчета или содержащейся в нем информации.

## Введение РАВИ

Российский сектор прямых инвестиций сравнительно невелик, но его рост за последние несколько лет впечатляет – формируются новые российские фонды и приходят западные фонды, интерес к инвестициям в России растет.

Прямые инвестиции – один из немногих доступных источников финансирования для российских компаний, которые ранее планировали привлекать средства из иных источников. На данный момент Россия представляет один из самых дешевых рынков в мире, предлагая наиболее выгодный баланс риска и вознаграждения.

Российский рынок не самый простой для инвестирования, но потенциальные выгоды компенсируют приложенные усилия – исторические данные продемонстрировали, что инвестиции, осуществленные во время спада экономической активности или сразу же после него, оказались наиболее продуктивными.

В данной публикации рассматривается широкий круг вопросов: от исторического обзора эволюции рынков и обсуждения благоприятных возможностей для различных сегментов инвестирования до динамики развития прямого инвестирования с акцентом на LPs и практического руководства осуществлением прямых инвестиций.

РАВИ выражает благодарность EVCA за любезно предоставленное разрешение использовать данный материал. Мы надеемся, что результаты этого труда будут содействовать дальнейшему развитию рынка прямого инвестирования в России, в том числе – построению стабильных долгосрочных отношений с инвесторами, увеличению общей прозрачности этого класса активов и, как следствие, повышению доверия к данному инструменту инвестирования.

Исполнительная дирекция РАВИ

## Содержание

Введение РАВИ .....	4
Предисловие.....	6
1. Введение .....	8
2. История прямых инвестиций.....	16
3. Зачем нужно осуществлять прямые инвестиции .....	22
4. Почему стоит осуществлять прямые инвестиции в Европе .....	26
5. Как осуществлять прямые инвестиции на практике .....	35
6. Состав портфеля .....	46
7. Практическое осуществление .....	53
8. Процедура тщательного изучения .....	57
9. Мониторинг портфеля и оценка эффективности.....	65
10. Профессиональные стандарты .....	69
11. Состояние рынка .....	71
Приложение 1. Характеристики прямых инвестиций.....	80
Приложение 2. Глоссарий .....	87

## Предисловие

За последние десять лет внимание к прямым инвестициям в акционерный капитал компаний (private equity) значительно возросло. Это произошло не только по причине увеличения масштабов индустрии прямых инвестиций, но также и благодаря проводившимся в последнее время широким общественным обсуждениям роли прямого инвестирования. К тому же сегодня этот класс активов (asset class) может предложить больше, чем несколько лет назад: команды управляющих успели накопить опыт в разнообразных областях, фонды могут гордиться расширением спектра своих операций, что предоставляет возможности для диверсификации.

Растущая информированность, подтвержденная увеличением объемов капитала, выделяемого для прямых инвестиций европейскими инвесторами – первыми партнерами с ограниченной ответственностью (limited partners, LPs)<sup>1</sup>, привела к повышению интереса к прямым инвестициям как к классу активов. И хотя множество LPs уже активно инвестируют в фонды прямых и венчурных инвестиций, многие инвесторы не предприняли еще и первых шагов в этом направлении. Данный документ подготовлен EVCA в первую очередь для этой группы инвесторов. EVCA также хотела бы помочь тем из существующих LPs, которые желают диверсифицировать свои инвестиции по различным связанным с прямыми инвестициями активам, а также намеревается ввести в тему прямого инвестирования других заинтересованных читателей, независимо от их подготовки.

Впервые опубликованная в 2001 году и позднее обновленная в 2004 году, эта новая версия исследования «Европейский подход к прямым и венчурным инвестициям» создана с уче-

---

<sup>1</sup> Партнеры с ограниченной ответственностью (LPs) – это инвесторы в фонды прямых инвестиций, большинство из которых структурированы как партнерства с ограниченной ответственностью.

том событий, произошедших в сфере прямых инвестиций и на финансовых рынках за последние годы. Более того, этот отчет сфокусирован в основном на Европе и тех возможностях, которые предоставляются в ней для LPs, участвующих в прямом инвестировании. Основной задачей остается повышение уровня понимания инвесторами этого класса активов и объяснение различных элементов, необходимых для выработки успешной стратегии прямых и венчурных инвестиций.

Комитет по связям с инвесторами EVCA инициировал написание этой публикации и ее предшествующих изданий. Деятельность Комитета является неотъемлемой частью всех услуг, предоставляемых EVCA своим членам, и в основном направлена на повышение осведомленности LPs всего мира о европейской индустрии прямых инвестиций.

Имея это в виду, я уверена, что новый выпуск «Европейского подхода к прямым и венчурным инвестициям» будет не менее полезен для EVCA и ее членов, чем предыдущие издания.

Хэннеке Смитс (Hanneke Smits)  
Председатель Комитета  
по связям с инвесторами



## 1. Введение

Прямые инвестиции в акционерный капитал компаний стали неотъемлемой составляющей всего многообразия альтернативных инвестиций и на глобальном уровне признаны заслуживающим доверия классом активов в составе многих инвестиционных портфелей. Вслед за своими коллегами из США, европейские LPs, а за ними и инвесторы со Среднего Востока и Азии, значительно увеличили вложения капитала в прямые инвестиции (ПИ) за последние 10 лет. Несмотря на постоянно растущий интерес, во всем мире все еще много инвесторов, мало работающих с этим классом активов либо вовсе не имеющих с ним дел. Тем не менее, уже работающие LPs расширяют свою инвестиционную активность, распространяя ее на предлагаемые рынком возможности осуществления прямых инвестиций в компании на разных стадиях развития.

Этот документ создан с целью помочь новым и уже существующим LPs оценить характеристики прямых инвестиций и решить, как лучше подойти к созданию и реализации своей программы прямого инвестирования. В настоящей обновленной версии публикации «Европейский подход к прямым и венчурным инвестициям» не только учитывается углубление и усложнение рынка ПИ, но к тому же уделяется особое внимание европейскому рынку и его возможностям.

Для начала полезно ознакомиться с главными положениями и дать общее представление об индустрии прямого и венчурного инвестирования. Прямые инвестиции подпадают под общее определение «альтернативных инвестиций», наряду с множеством инвестиционных методов, стратегий и классов активов, которые являются дополнительными к более традиционным портфелям акций и облигаций, используемым партнерами с ограниченной ответственностью. Альтернативные инвестиции в целом менее ликвидны, но предлагают более высокую доходность при более высоких рисках, по сравнению с традиционными активами. В табл.1 представлены основные типы различных альтернативных инвестиций.

Таблица 1. Основные типы альтернативных инвестиций

Прямые инвестиции	Хеджевые фонды	Недвижимость	Инфраструктура	Другое
Ранние стадии	Долгосрочные / краткосрочные	Офисы	Транспорт	Предметы потребления
Венчурные инвестиции поздних стадий / расширение	Глобальные крупномасштабные	Розничный рынок	Коммунальные услуги	Природные ресурсы
Капитал роста	Управляемые событиями	По месту жительства	Коммунальные сооружения	Ставки процента
Выкупы	Рыночно-нейтральные			Деньги, валюта
«Спасительное» финансирование	Относительная стоимость			Искусство
Вторичные инвестиции / капитал замещения				
Мезанинное финансирование				
Особые ситуации				
Недвижимость				
Инфраструктура				

Источник: EVCA

## 1.1. Определение прямых инвестиций

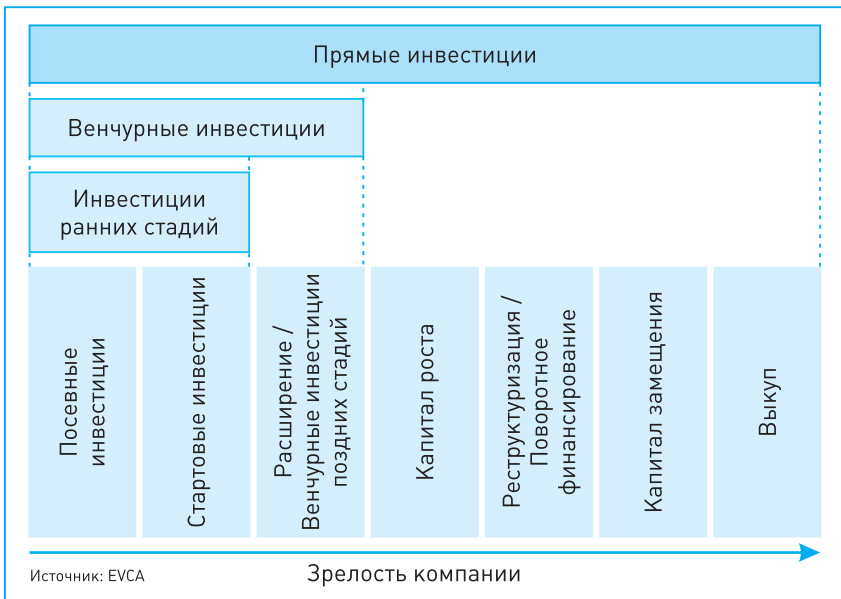
Понятие «прямые инвестиции» имеет отношение к инвестированию акционерного или связанного с акционерным капиталом предприятия, чьи акции не котируются на фондовой бирже. Поставщик акционерного капитала приобретает долю собственности в компании (дающую право контроля над компанией или не дающую, т. е. неконтрольную – minority share) и помогает развитию бизнеса с намерением в долгосрочной перспективе увеличить стоимость этого бизнеса. Таким образом, прямое инвестирование является весьма «предпринимательским» типом финансирования, часто обеспечивая капиталом те компании, которые не желают финансировать банки. Более того, фонды прямых инвестиций часто выполняют функции «активного собственника», помогая как в выработке стратегии, так и в практической деятельности, являясь при этом и критиком, и советчиком (sounding board), на чье мнение может положиться управляющая команда компании. Это особенно важно для молодых предприятий, но также ценно и для более зрелых компаний, перед которыми встают трудные стратегические вопросы.

Прямые инвестиции могут использоваться для развития новой продукции и технологий, для увеличения оборотных средств, для осуществления приобретений (поглощений) или для стабилизации баланса компании. Когда компания молода и капитал расходуется на формирование бизнеса, такое финансирование часто называют «инвестициями ранних стадий» (early stage financing). Когда бизнес уже более зрелый, говорят об инвестициях, или капитале расширения или роста (expansion/growth capital), требуемых для дальнейшего развития компании в плане увеличения ее продуктивности, расширения рынков и географии. С помощью прямых инвестиций можно также решать вопросы собственности и управления, возникающие, в частности, в случае выкупов (buyouts) бизнеса опытными внутренними или внешними управляющими командами (МВІ или МВО соответственно). Например, прямые инвестиции помо-

гут решению вопросов наследования собственности в рамках семейного бизнеса (family business). В случаях МВО или МВИ для финансирования частично могут использоваться заемные средства (senior debt / mezzanine financing), при этом их уровень зависит от экономических и финансовых условий в целом.

В большинстве случаев прямые инвестиции предоставляются на ограниченный период времени, поскольку в заключенном с LPs договоре оговариваются точные сроки возврата капитала. Здесь бизнес, вошедший в следующую стадию своего развития, может быть выкуплен своей управляющей командой, продан заинтересованному внешнему покупателю (такому как стратегический покупатель или другой финансовый инвестор) или может разместить свои акции на торгах на фондовой бирже (IPO). Некоторые фонды ПИ могут держать инвестиции в течение неограниченного времени, и в таких случаях нет необходимости организовывать выход из инвестиции (exit/divestment).

**Рисунок 1. Сегменты и стадии прямого инвестирования**



В зависимости от предназначения капитала и жизненного цикла компании, прямые инвестиции часто подразделяются на несколько различных подкатегорий (табл. 2). В данной публикации термин «прямые инвестиции» объединяет в себе как венчурный капитал, так и капитал выкупов, если эти инвестиции осуществляются через фонды, фонды фондов (fund of funds) или в качестве вторичных инвестиций (secondary investment).

В дополнение к перечисленным выше наиболее часто встречающимся типам прямых инвестиций, выделенным в соответствии с возрастом компаний и целью финансирования, существует ряд позднее появившихся сегментов прямого инвестирования, которые фокусируются на инвестициях в «особых ситуациях». Эти инвестиции иницируются какими-то отдельными ситуациями, в которых может оказаться компания (табл. 3).

Одним из важных событий в индустрии прямых инвестиций, произошедших за последнее десятилетие, является развитие вторичного рынка акций, привлекающего и удерживающего все большее количество покупателей, опыт которых постоянно растет. Оставаясь все еще неликвидным классом активов, прямые инвестиции обеспечивают сегодняшним инвесторам доступ к различным категориям инвестиций не только на первичной основе.

Прямые инвестиции являются важным ресурсом для компаний на различных стадиях их развития, предоставляя не только капитал, но также и управленческий и отраслевой опыт. Это позволяет профинансированной компании укрепить свои конкурентные позиции, продолжить свой рост и приобрести ценность не только для экономики, но и для фонда прямых инвестиций, и для инвесторов (LPs).

В следующей главе будет представлен краткий исторический обзор индустрии прямых инвестиций. В третьей главе рассма-

триваются преимущества прямого инвестирования, в то время как в четвертой дается общее представление об основных стадиях инвестирования и возможностях, предоставляемых каждой из них.

Пятая глава посвящена детальному рассмотрению практических аспектов прямых инвестиций, а главы шестая и седьмая позволяют заглянуть в инвестиционные портфели – их состав и использование.

Восьмая глава посвящена процедуре тщательного изучения (due diligence) фондов прямых инвестиций, а глава девятая – мониторингу инвестиций и отчетности.

Десятая глава просуммирует все имеющиеся профессиональные стандарты, а в главе одиннадцатой будет представлен обзор европейского рынка прямого инвестирования.

Основные характеристики прямых инвестиций объясняются в Приложении 1.

Таблица 2. Стадии финансирования

	Инвестиции ранних стадий		Инвестиции поздних стадий		
Стадии	Посевной капитал	Стартовый капитал	Расширение / Развитие / Капитал роста	Капитал замещения / Вторичная покупка	Выкупы
Возраст компании	До 2 лет	2–3 года	3–5 лет	5 и более лет	5 и более лет
Следующий шаг компании	Разработка и окончательное оформление исходной концепции бизнеса	Запуск бизнеса и начало продаж продукта в промышленных масштабах	Расширение производства и рост компании	Переход компании на следующий уровень развития	Переход компании на следующий уровень развития
Цели использования капитала	Завершение исследовательских работ, разработка бизнес-плана и исходной концепции	Завершение создания продукта, начало первичного маркетинга и продаж	Финансирование роста производства, развитие рынка или продукта, и увеличение оборотного капитала (часто неконтрольный пакет)	Покупка существующих акций и у учредителей и других акционеров	Приобретение (внутреннее/ внешнее) бизнеса или его подразделения (главным образом контролем пакет), на- значение новых управляющих

Источник: EVCA

Таблица 3. Прочие виды прямых инвестиций

Особые ситуации		Долговое финансирование	Альтернативные формы прямых инвестиций	
Проблемные инвестиции	Поворотное финансирование / реструктуризация	Мезанинное финансирование	Прямые инвестиции в недвижимость	Прямые инвестиции в инфраструктуру
Цели использования капитала	<p>Приобретение со скидкой акций или долговых обязательств</p> <p>компания, испытывающей финансовые затруднения</p>	<p>Обеспечение су-бордированного долга (необеспеченного или младшего) для компании одновременно с акционерным капиталом, предоставленным фондом выкупов, и старшим долгом, полученным от кредитного учреждения / банка</p>	<p>Инвестиции в недвижимые активы, коммерческие или частные, при помощи сочетания заемных средств и акционерного капитала</p>	<p>Инвестиции в инфраструктурные активы, такие как транспорт, энергия, коммунальные услуги, социальная инфраструктура или средства связи, при помощи заемных средств и акционерного капитала</p>

Источник: EVCA



## 2. История прямых инвестиций

Термин «прямые инвестиции» (private equity) получил широкое распространение в конце 1980-х годов вслед за ростом общественного интереса к деятельности фондов LBO (выкупы с использованием заемных средств), в особенности в США. В действительности же появление рынка прямых инвестиций произошло значительно раньше и может быть отнесено к периоду формирования таких групп, как Charterhouse Development Capital в 1934 году и «3i» в 1945 году (в Европе), а также American Research and Development Corporation (ARD) в 1946 году (в США).

Инвестиционная группа «3i» (называвшаяся вначале Industrial and Commercial Finance Corporation) была основана клиринговыми банками Соединенного Королевства и Английским Банком с целью удовлетворения потребностей в капитале компаний малого бизнеса, и в основном занималась предоставлением долгосрочного капитала, столь необходимого им для развития. В противоположность ей, ARD намеревалась заняться коммерциализацией некоторых новых технологий, которые были разработаны во время войны, путем мобилизации (fundraising) институционального капитала с использованием котированной на публичном рынке закрытой (closed-end) инвестиционной компании. Оба новых фонда использовали для оценивания компаний свой наработанный в индустрии опыт – что отличало их от традиционного сосредоточения на гарантиях. Однако рынок прямых инвестиций в целом еще некоторое время оставался фрагментированным, на нем преобладали частные индивидуальные венчурные инвестиции в компании, находившиеся на ранних стадиях своего развития (инвестиции бизнес-ангелов), и, в меньшей степени, инвестиции в рамках государственных программ и различных некоммерческих фондов и университетов. В числе наиболее хорошо известных компаний, получивших венчурные инвестиции ранних стадий, можно назвать Digital Equipment Corporation (вышедшую на пу-

бличные торги в 1968 году и оцененную на сумму 37 млн долл., после того как она получила в 1959 году 70 тыс. долл. венчурного капитала), Federal Express и Apple Computer.

Основные толчки к развитию индустрии прямых инвестиций – как в Европе, так и в США – были даны в 1970-х годах: в Соединенном Королевстве введенные в 1971 году меры по контролю над конкуренцией и кредитами дали банкам больше свободы в осуществлении инвестиций; а в США уточнение инвестиционных стандартов, с возможностью использования «правила здравомыслящего человека» (prudent man rule), осуществленное министерством труда США в 1978 году, привело к ослаблению многих ограничений деятельности институциональных пенсионных фондов, позволив им вкладывать свои средства в прямые инвестиции и другие альтернативные активы. Последовавшие за этим по всей Европе структурные и правовые изменения, например, в правилах деятельности пенсионных фондов и страховых компаний, способствовали либерализации выбора инвестиционных возможностей для институциональных организаций. Налоговые реформы в Европе, сделавшие более привлекательным прирост капитала на инвестиции, также явились стимулирующим фактором. Изменение активов от инвестиций с фиксированной доходностью к акционерному капиталу и другим продуктам ускорило в конце 1990 годов, благодаря низкому в то время уровню инфляции. Эта среда породила особую потребность в растущих акциях, и в ней особенное значение приобрело умение успешных менеджеров прямых инвестиций создавать условия для роста портфельных компаний (portfolio company) и получения доходов для инвесторов (LPs).

В начале 1990-х годов индустрия вступила на путь быстрого роста в международном масштабе, достигшего своей кульминации в 2000 году, когда фонды ПИ по всему миру мобилизовали более 200 млрд евро<sup>2</sup>. Более половины (56%) этой суммы было

<sup>2</sup> Thomson Reuters.

инвестировано в сегмент венчурного капитала, находившегося в ожиданиях наступления «новой экономики», где Интернет и создание сетевых бизнесов должны будут преодолеть господство традиционных бизнес-моделей с их ограничениями. Растущее участие частных и общественных LPs в постоянно возрастающем числе международных рынков капитала также способствовало этому развитию. В период «пузыря дот-комов» 2000 года уровень венчурного инвестирования в Европе превзошел уровень выкупов, достигнув объема инвестиций 20 млрд евро (против 15 млрд евро, инвестированных в выкупы)<sup>3</sup>. Венчурные инвестиции – в особенности в компании ранних стадий – приобрели более широкую известность, что повысило в последующие годы уровень осведомленности об этом классе активов. Увеличение рыночного объема и последующий уход с рынка некоторых LPs, после того как «пузырь лопнул», способствовали созданию и затем росту вторичного рынка, на котором доли участия в фондах ПИ торгуются среди партнеров с ограниченной ответственностью.

Вслед за «лопанием технологического пузыря» в 2001 году и под воздействием начавшегося после этого снижения темпов экономического роста на первый план все больше стал выходить сегмент выкупов, снова в 2002 году обогнавший сегмент венчурного капитала<sup>4</sup>. В 2004 году активность прямого инвестирования опять возросла, в основном за счет сектора выкупов, которому на европейском рынке соответствовало 70% инвестиций<sup>5</sup>. На фоне значительного экономического роста, низких процентных ставок и беспрецедентной рыночной ликвидности рынок выкупов переживал период подъема с постоянно укрупняющимися сделками. На высшей точке этого рынка американская инвестиционная компания KKR приобрела компанию Alliance Boots (входящую в состав FTSE 100) за 14,1 млрд евро<sup>6</sup>,

<sup>3</sup> EVCA/Thomson Reuters/PricewaterhouseCoopers.

<sup>4</sup> EVCA/Thomson Reuters/PricewaterhouseCoopers.

<sup>5</sup> EVCA/Thomson Reuters/PricewaterhouseCoopers.

<sup>6</sup> Centre for Management Buy-Out Research (CMBOR).

что до настоящего момента является крупнейшей сделкой в Европе. Начиная со второй половины 2007 года, наступившее вследствие глобального финансового кризиса ухудшение условий на рынке кредитов повлияло на объемы доступных кредитов, необходимых для завершения сделок LBO. В результате инвестиционная активность существенно снизилась.

**Таблица 4. Эволюция рынков**

Индустрия прямых инвестиций	
До 1970	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1907 Создание Bessemer Trust</li> <li>• 1934 Формирование Charterhouse Development Capital</li> <li>• 1945/1946 Создание в Европе Industrial and Commercial Finance Corporation (позднее 3i) и в США American Research and Development Corporation (ARD)</li> </ul>
1970–1979	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1972 Основание Kleiner Perkins, Sequoia Capital, Sofinnova Partners, Adams Street Partners</li> <li>• 1973 Основание US NVCA</li> </ul>
1980–1989	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1983 Основание EVCA</li> <li>• 1985/1987 Создание Blackstone Group и Carlyle</li> </ul>
1990–1999	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1993 EVCA публикует руководство по оценкам компаний</li> <li>• 1996 Публикация первых статистических данных по деятельности европейской индустрии прямых инвестиций</li> </ul>
2000–2009	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2001 В Европе объем мобилизованного венчурного капитала превосходит капитал, мобилизованный для выкупов</li> <li>• 2002 В Европе объем капитала, инвестированного в выкупы, превышает объем венчурных инвестиций</li> <li>• 2006 Рекордный уровень мобилизации капитала в Европе – 112 млрд евро</li> <li>• 2007 Самый крупный в истории Европы выкуп – 14,1 млрд евро (Alliance Boots)</li> </ul>

**События в политической сфере**

До 1970

- 1958 Закон о малом бизнесе (США), позволивший венчурным фондам брать в долг средства по ставкам ниже рыночных
- 1964 Первая сделка LBO, осуществленная сотрудниками Bear Stearns – Kohlberg, Kravis и Roberts

1970–1979

- 1978 Изменения в законе США о пенсионном обеспечении (ERISA, 1974) в соответствии с «правилом здравомыслящего человека»

1980–1989

- 1987 Впервые структура партнерства с ограниченной ответственностью была использована в Соединенном Королевстве для фонда прямых инвестиций
- 1988 Выкуп RJR Nabisco, осуществленный КKR

1990–1999

- 1994 Основание Европейского инвестиционного фонда EIF
- 1998 Запуск Плана действий по рисковому капиталу Евросоюза, в котором говорилось о препятствиях на пути эффективного рынка рискового капитала
- 1998 Введение в Соединенном Королевстве поправки Taper Relief, уменьшающей налог на прирост капитала
- 1999 «Ответвление» (spin-out) RJR Nabisco

2000–2009

- 2000/2001 Запуск «Лиссабонской стратегии» и публикация отчета по институциональной инвестиционной деятельности Myners
  - 2002/2003 Приняты Закон Сарбейнс-Оксли, а также Директива по европейским пенсионным фондам, где признается «правило здравомыслящего человека»
  - 2004/2005 Десять стран СЕЕ присоединяются к Евросоюзу, и в Соединенном Королевстве вступает в силу Закон о свободе информации
  - 2007 Публикация Руководства Walker по раскрытиям и прозрачности
  - 2009 Европейская Комиссия готовит проект Директивы по управляющим компаниям прямых инвестиций (AIFM)
-

**События на рынке**

- |           |   |
|-----------|---|
| 1970–1979 | <ul style="list-style-type: none"><li>• 1971 Основание NASDAQ – первой электронной фондовой биржи</li></ul>   |
| 1980–1989 | <ul style="list-style-type: none"><li>• 1989 Коллапс высокодоходного рынка</li></ul>  |
| 1990–1999 | <ul style="list-style-type: none"><li>• 1990 Основание ILPA</li><li>• 1995 Создание AIM</li><li>• 1997 Финансовый кризис в Азии и создание рыночного сегмента Neuer Markt</li><li>• 1998 Финансовый кризис в России</li></ul>   |
| 2000–2009 | <ul style="list-style-type: none"><li>• 2000 Фондовые биржи Амстердама, Брюсселя и Парижа формируют биржу Euronext</li><li>• 2001 Лопнул пузырь дот-комов</li><li>• 2003 Закрытие Nasdaq Europe</li><li>• 2004 Закрытие Neuer Markt</li><li>• Три года высокой ликвидности и доходов</li><li>• 2007 слияние NYSE и Euronext</li><li>• 2007 Хаос на ипотечном рынке переходит на рынки кредитов и, как следствие, воздействует на индустрию ПИ</li><li>• 2008–2009 Глобальный экономический кризис</li></ul> |

Источник: EVCA

### 3. Зачем нужно осуществлять прямые инвестиции

Главным обоснованием прямых инвестиций является предоставляемая ими возможность улучшать характеристики риска и доходности инвестиционного портфеля. Прямые инвестиции дают партнерам с ограниченной ответственностью потенциальную возможность внести существенный вклад в доходы портфеля.

#### 3.1. Потенциал долгосрочной эффективной работы

Отличительные черты такого класса активов, как прямые инвестиции, затрудняют непосредственное сравнение эффективности деятельности частного и публичного рынков. Важное различие между прямыми инвестициями и покупкой акций, торгуемых на публичном рынке, состоит в том, что в то время как инвестор может вступить в теснейший контакт с фондовой биржей, просто пассивно покупая акции по курсу, для активов прямых инвестиций не существует никаких пассивных альтернатив. Другим различием является более высокий разброс доходов от прямых инвестиций. Если инвестиционные менеджеры на публичных рынках обычно создают доходы, не отклоняющиеся слишком сильно от рыночного индекса, менеджеры прямых инвестиций, у которых нет никакого индекса для сверки, создают портфели, показывающие совершенно различные результаты. Отсюда в ситуации прямого инвестирования навыки активного управления и отбора чрезвычайно важны – умение определить, какие управляющие прямыми инвестициями способны продуцировать доходы выше среднего уровня, лежит в основе эффективности деятельности любого инвестора. Правильно отобранные активы прямых инвестиций обладают потенциалом существенного увеличения доходов портфеля.

Чтобы полностью реализовать потенциал прямых инвестиций, помимо умений необходима также система постепенных поступлений капитала в фонд в течение длительного периода времени (commitment). В прошлом, опытным инвесторам удавалось создавать портфели активов прямых инвестиций, которые показывали большую эффективность, чем публичные рынки и другие классы активов (см. рис. 14). Среди тех инвесторов долгосрочные инвесторы оказались наиболее эффективными в деле реализации всего потенциала этого класса активов.

### 3.2. Диверсификация портфелей

Ценность прямых инвестиций как класса активов заключается в возможности диверсификации портфелей. Хотя это трудно точно измерить, корреляция прямых инвестиций с другими классами активов ограничена. Кроме того, прямые инвестиции являются одним из немногих инвестиционных инструментов, обладающих долгосрочным потенциалом создания стоимости, что делает его чрезвычайно важным для институциональных инвесторов с долгосрочной структурой их обязательств.

Более того, добавление новых подклассов прямых инвестиций, таких как имеющие антициклическую направленность проблемные долговые обязательства (counter-cyclical distressed debt) или поворотное финансирование (turnaround investment), помогает LPs и дальше диверсифицировать свои портфели, теперь уже ориентируясь на экономические и финансовые циклы.

Наконец, развитие глобальных рынков прямого инвестирования в США и Европе – и затем в развивающихся регионах, таких как Азия, Центральная и Восточная Европа или Южная Америка – позволяет LPs диверсифицировать свои прямые инвестиции также и по регионам, позволяя таким образом воспользоваться преимуществами различных экономических циклов и различной зрелости рынков.



### 3.3. Способность извлекать выгоду из смены экономических циклов

Долгосрочные горизонты прямых инвестиций позволяют им извлекать выгоду из возможностей, предоставляемых сменой экономических циклов. Исторические данные по эффективности инвестиций показывают, что инвестиции<sup>7</sup>, осуществленные в период или сразу же после периода спада экономической активности, оказались наиболее продуктивными.

### 3.4. Особенности, которые необходимо учитывать партнерам с ограниченной ответственностью

#### 3.4.1. Долгосрочный инвестиционный горизонт

В целом, продолжительность времени пребывания инвестиции в портфеле фонда (holding period) составляет в среднем от трех и более лет (хотя может быть и короче в условиях особенно «здорового» рынка IPO). Поскольку рассматриваемые здесь активы являются менее ликвидными, обычно фонды прямых инвестиций обладают закрытой (closed-end) структурой, что означает, что возможность для инвестора отозвать инвестицию в течение жизни фонда (обычно 10 лет с возможностью продления еще на два года) ограничена или отсутствует. Хотя инвестор может получать доходы от своих инвестиций в течение жизни фонда, моменты их выплат, как правило, не оговариваются. Риск, связанный с ликвидностью, является основным для данного класса активов. Таким образом, прямые инвестиции должны рассматриваться как долгосрочная инвестиционная стратегия.

---

<sup>7</sup> 2008 Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study, Thomson Reuters/EVCA, 2009.

### 3.4.2. Возросшая потребность в денежных ресурсах

По причине присущего данной индустрии активного стиля инвестирования, а также из-за высокой степени конфиденциальности информации о капиталовложениях, задача оценки относительных достоинств различных управляющих фондами прямых инвестиций является более сложной, чем в случае управляющих фондами, котирующимися на фондовой бирже. Поэтому для инвестиций фондов ПИ требуется больше средств, чем для портфельных инвестиций, котирующихся на бирже. Также требует больше затрат и постинвестиционный мониторинг деятельности фондов. Денежные ресурсы являются ключевым моментом разработки подходящей для инвестора программы прямых инвестиций.

### 3.4.3. Инвестирование по типу «слепой пул» (blind pool)

Когда инвестор (LP) подписывает обязательство о предоставлении средств (commitment) в фонд ПИ, от него, как правило, требуется перевод денег в фонд отдельными «порциями» по запросам со стороны фонда (drawdown). В то время как меморандум о предложении намечает в общих чертах инвестиционную стратегию и ограничения, LPs предоставляют управляющему большую свободу действий в отборе компаний, чьи акции будут приобретать инвесторы. В отличие от некоторых партнерств, занимающихся недвижимостью, обычно при запуске фонда ПИ нет возможности получить предварительное представление о том, каковы будут активы фонда, до того как были взяты обязательства, потому что эти активы еще не идентифицированы. К тому же инвесторам обычно не разрешается воздерживаться от вложений в какую-то отдельную портфельную инвестицию, после того как фонд уже сформирован.

## 4. Почему стоит осуществлять прямые инвестиции в Европе

Европа, объединяя в составе Евросоюза 27 стран, для 17 из которых существует единая валюта – евро, обеспечивает исключительно благоприятные условия для индустрии прямых и венчурных инвестиций. Имея около 20 миллионов активно работающих предприятий в нефинансовом секторе экономики в 2007 году<sup>8</sup> и экспортируя товары<sup>9</sup> на сумму 1240 млрд евро, что составляет 17,5% от общего объема мировой торговли, Европа является самым крупным экспортером в мире и предоставляет уникальный потенциал для прямых и венчурных инвестиций.

### 4.1. Почему стоит осуществлять инвестиции ранних стадий в Европе?

#### Введение

В Европе инвестиции в компании ранних стадий развития (early stage) переживают настоящее возрождение вслед за трудным стартом после «лопая технологического пузыря» в 2001 году. Отставая на 10 лет от рынка США, Европа старается его догнать и обратить свою менее зрелую позицию в конкурентное преимущество.

#### Состояние рынка

Сегодня рынок по праву гордится целым рядом опытных команд инвестирования ранних стадий с солидными послужными списками (track record), демонстрирующими высокую эффективность их деятельности, – команд, которым удалось догнать или даже превзойти по уровню доходов своих коллег в США. В то же время у европейских компаний менее высокие «вход-

---

<sup>8</sup> Key figures on European business, Eurostat, 2009.

<sup>9</sup> External and intra-European trade – Statistical Yearbook, Data 1958-2007, Eurostat, 2009.

ные» оценки, поэтому они достигают более высоких значений мультипликатора выхода, чем американские коллеги, что свидетельствует о более существенном создании стоимости за период инвестиции. Растущее число высокодоходных выходов подтверждает высокий потенциал европейского сегмента инвестиций ранних стадий.

### Благоприятные возможности

В Европе постоянно увеличивается число серийных предпринимателей, которые создают новые «истории успеха», работая рука об руку с опытными командами инвестиций ранних стадий. Эта сфера не только лидирует в плане проводимых в ней исследований и разработок<sup>10</sup>, в ней также имеются значительные достижения в некоторых передовых технологических секторах, таких как медицинские приборы и оборудование, чистые технологии и биофармацевтика.

### Заключение

Инвестируя свой капитал в фонды ранних стадий, инвесторы приобретают возможность получать более высокие доходы, а также делают вклад в передовые компании и технологии завтрашнего дня.

## 4.2. Почему стоит осуществлять венчурные инвестиции поздних стадий в Европе?

### Введение

Венчурные инвестиции поздних стадий (later-stage venture) предназначаются для компаний, уже присутствующих на рынке, и в которых, как правило, имеется управляющая команда. Эти компании уже имели возможность проявить себя и могут сослаться на гарантированные и непосредственные доходы от своей деятельности, что уменьшает риск инвестирования. Фи-

---

<sup>10</sup> OECD Factbook, 2008.

нансирование часто идет на помощь компании в достижении ею критической массы, перед тем как выйти на публичные рынки.

### Состояние рынка

За последние два года<sup>11</sup> в Европе больше всего венчурных инвестиций поздних стадий привлекли сектора информационно-коммуникационных технологий (ICT), наук о жизни, а также энергетики и окружающей среды. Этот рыночный сегмент объединил в себе многие опытные инвестиционные команды с солидными послужными списками.

### Благоприятные возможности

Венчурные инвестиции поздних стадий предоставляют финансирование для малых и средних предприятий (SMEs), которые, возможно, борются за получение банковских займов. В Европе сейчас существует приблизительно 20 миллионов SMEs<sup>12</sup>, в которых работают более 100 миллионов человек. Фонды венчурных инвестиций поздних стадий предоставляют привлекательную для компаний возможность перейти в стадию роста.

### Заключение

Фонды венчурных инвестиций поздних стадий дают инвесторам доступ к компаниям, обладающим высоким потенциалом роста, а также возможность проникновения на рынки технологий.

## 4.3. Почему стоит инвестировать в сегмент капитала роста и средние по размеру выкупы в Европе?

### Введение

Рыночный сегмент компаний среднего размера в течение многих лет являлся основным стержнем европейского рынка прямых инвестиций. В нем было осуществлено большинство

<sup>11</sup> PEREP\_Analytics.

<sup>12</sup> Key figures on European business. Eurostat, 2009.

сделок выкупов в Европе, и у него есть история успехов, свидетельствующая о его высокой эффективности. Многие фонды среднего размера обладают страновой спецификой и имеют доступ к региональным сетевым структурам.

Сегмент капитала роста возник сравнительно недавно, и ожидается, что он продолжит свое развитие, особенно в условиях экономического спада, когда основное внимание переносится на сделки меньшего объема. В сегменте роста активно действуют как фонды выкупов, так и венчурные фонды поздних стадий.

### Состояние рынка

В настоящее время в Европе сегмент инвестирования в компании среднего размера и сегмент капитала роста являются наиболее активными. Фонды, активно действующие в этих сегментах, ранжируются от крупнейших на рынке фондов, осуществляющих панъевропейские сделки, до нишевых игроков, специализирующихся на одной стране или одном секторе. Многие занимающиеся этими инвестициями команды обладают большим опытом, что доказывается их убедительными послужными списками.

### Благоприятные возможности

Большинство европейских компаний являются семейными бизнесами, и многие из них нуждаются в передаче собственности следующим поколениям<sup>13</sup>; прямые инвестиции предоставляют здесь множество благоприятных возможностей. Дополнительные возможности создаются в результате реорганизации традиционных секторов – многим из этих бизнесов необходимы не только финансирование и оптимизация структуры капитала, но также и приобретение достаточного пространства для органичного роста, и применение стратегии «купить и создать» (buy-and-build strategy). Дальнейшая интеграция европейских

<sup>13</sup> The Contribution of Private Equity to the Succession of Family Businesses in Europe. EVCA/CMBOR, 2005.

рынков, особенно Центральной и Восточной Европы, позволила увеличить масштабы бизнеса. Поскольку большинство предприятий являются зрелыми и часто работают в нишевых секторах, рынок инвестирования в компании среднего размера и капитала роста представляется менее рисковым и более устойчивым к рыночным потрясениям.

### Заключение

В Европе инвестирование в сегменты компаний среднего размера и капитала роста позволяет LPs извлекать выгоду из обладающих высоким потенциалом роста европейских SMEs, что иным способом не доступно. Учитывая, что требуется немало времени для анализа всего многообразия фондов, занимающихся инвестициями в компании среднего размера и предоставляющих капитал роста, и что инвестиции часто невелики и предназначаются для отдельных ниш, эти рыночные сегменты полны благоприятных возможностей и интересны для активных LPs.

## 4.4. Почему стоит инвестировать в крупные выкупы в Европе?

### Введение

Под влиянием благоприятного экономического климата и свободного доступа к рынку заемных средств, в период 2004–2007 годов быстро развились многочисленные фонды крупных выкупов. Это открыло на рынке прямых инвестиций подходы к новому «слою» намного более крупных компаний, которые ранее были вне сферы досягаемости фондов ПИ и их партнеров с ограниченной ответственностью.

### Состояние рынка

Вслед за волной очень крупных сделок, ставших возможными благодаря высокой рыночной ликвидности, в настоящее время видна тенденция к уменьшению стоимостей сделок. Данный сегмент не похож на остальные, поскольку он объединя-

ет в себе небольшую группу фондов, предлагающих широкий спектр прямых инвестиций и других инвестиционных продуктов в глобальном масштабе.

### Благоприятные возможности

В качестве источников сделок служат не только крупные семейные бизнесы и продажи неосновных активов многонациональными корпорациями, но также и публичные рынки. Для компаний, чьи акции котируются на фондовых биржах часто по заниженным ценам, и которые пытаются внести существенные изменения в это положение в рамках публичного рынка, переход в частную собственность в результате прямой инвестиции может быть весьма выгоден. Умелое сочетание перемещения прав собственности в частные руки с согласованием интересов всех участвующих сторон может значительно облегчить для компании проведение этих крупномасштабных перемен. Более того, крупные фонды заслужили себе широкое признание и хорошую репутацию тем, что они привлекают не только лучшие компании, но также, что еще важнее, – наиболее талантливых людей.

### Заключение

Хотя фонды крупных выкупов возникли не так давно, они тем не менее уже принесли своим инвесторам немалые доходы. Их широкие возможности в сфере прямого инвестирования представляют особый интерес для LPs, желающих заниматься прямыми инвестициями в глобальном масштабе.

## 4.5. Почему стоит осуществлять вторичные инвестиции в Европе?

### Введение

В Европе постоянно наблюдается рост рынка вторичных инвестиций, и возможности для этого все время возрастают – благодаря тому, что LPs активно управляют своими портфелями и продают авуары фонда или фонды продают свои прямые ин-



вестиции (или доли) в существующих портфельных компаниях. Это привело к значительному увеличению активности вторичного рынка и упрочило возможности оптимизации состава инвестиционных портфелей LPs с включением в них более зрелых активов.

### Состояние рынка

Параллельно с ростом первичного рынка прямых инвестиций масштабы европейского рынка вторичных инвестиций также увеличились. Сегодня появилось много вторичных фондов с надежной кредитной историей, а также стало больше посредников, которые сводят покупателей с продавцами. В особенности под конец срока существования фонда или когда рынки переживают существенные перемены, LPs и фонды стараются приспособить свои портфели к новой ситуации и направляют свои усилия туда, где им видится наибольшая выгода. Вторичные рынки обеспечивают ликвидность, как для инвесторов, так и для генеральных партнеров (general partner, GP) на изначально ликвидном рынке.

### Благоприятные возможности

Благоприятные возможности на вторичном рынке проистекают из двух основных источников. С одной стороны, у нас имеются LPs, продающие доли владения в фондах ПИ, в которых они больше не заинтересованы в силу изменений в секторах или географии, или по причине уменьшения общего числа активных партнерств. Потребность в ликвидности также может вызывать продажи долей в фондах ПИ. В зависимости от заинтересованности рынка в целом и от эффективности рассматриваемого фонда доли могут быть проданы с премией или со скидкой.

Второй поток возможностей поступает от фондов, продающих доли в компаниях или в каком-то пуле компаний. Преимущество для LP в этом случае заключается в том, что инвестиция поступает на поздней стадии развития фонда или компании и

поэтому уже имеется некоторая ясность относительно того, как эта инвестиция работает. К тому же инвестор входит в инвестицию, когда период отрицательного потока наличности в фонд или компанию в основном уже пройден.

### Заключение

Инвестиции на вторичном рынке позволяют LPs оптимизировать состав своих портфелей ПИ, избегая периодов, когда поток наличности негативен, и уменьшая риски инвестиций (в фонд или портфельную компанию), поскольку они уже несколько лет существуют и показали первые результаты.

## 4.6. Почему стоит инвестировать в сегмент «особых ситуаций» и прочие сегменты прямых инвестиций?

### Введение

Растущее число европейских фондов предлагают свои инвестиции в особых ситуациях, таких как поворотное финансирование (turnaround) и инвестиции в сложной финансовой ситуации (distressed investment). Более того, в Европе постоянно растет число фондов ПИ в инфраструктуру и недвижимость, а также появляется значительное количество успешных мезаниннных фондов.

### Состояние рынка

Европейский рынок инвестиций в сегмент «особых ситуаций» пока еще молод, но быстро развивается в соответствии с ростом рынка ПИ в целом. К тому же последний виток экономического цикла привлек недавно большое внимание к сегментам венчурного инвестирования и выкупов. Аналогичная картина в Европе наблюдается и в более молодом сегменте прямых инвестиций в недвижимость и инфраструктуру. Хотя европейские мезаниннные фонды вот уже несколько лет являются частью

ландшафта индустрии прямых инвестиций, они еще только недавно воспринимались как часть рынка долговых обязательств.

### Благоприятные возможности

Европейский рынок инвестиций в «особые ситуации» предоставляет уникальные возможности опытным инвесторам (sophisticated investors) для диверсификации их инвестиционных портфелей. В наиболее затруднительных экономических ситуациях наибольшее число возможностей существует для устоявшихся фондов поворотного финансирования и фондов инвестиций в условиях финансовых затруднений. Фонды ПИ в инфраструктуру и недвижимость здесь тоже выигрывают, благодаря возможностям частно-государственного партнерства, а также стабильности инвестиций и долгосрочному потоку наличности. Сегодняшняя ситуация также должна создавать дополнительные возможности для мезанинных фондов, благодаря возросшей потребности в этом типе долгового финансирования по причине снижения финансовых возможностей основных поставщиков кредитов.

### Заключение

Работать с фондами этого сегмента можно порекомендовать в основном опытным LPs, и их следует рассматривать только лишь как дополнительный фактор в целях диверсификации портфеля.

## 5. Как осуществлять прямые инвестиции на практике

Есть три основных способа осуществления прямых инвестиций в акционерный капитал:

1. Инвестиции непосредственно в фонд ПИ (котирующийся / некотирующийся / вторичный).
2. Инвестиции посредством фонда фондов (котирующегося / некотирующегося / вторичного), советника / финансового консультанта (gatekeeper) или с поддержкой консультанта.
3. Инвестирование непосредственно (direct investing) в частную компанию / соинвестирование с фондом.

Независимо от избранного LP способа инвестирования, для инвестиций любого типа необходимы глубокий анализ, временные затраты и мониторинг, и все это требует наличия ресурсов.

### 5.1. Инвестиции непосредственно в фонд ПИ (котирующийся / некотирующийся / вторичный)

Одним из путей прямого инвестирования является использование в качестве посредника фонда ПИ: инвестор анализирует и отбирает несколько фондов ПИ, соответствующих его инвестиционной стратегии и характеру вложений (allocation) (см. следующую главу). Таким образом, LP входит в контакт с различными фондами ПИ и компаниями – потенциальными реципиентами инвестиций. Число компаний обычно составляет от 10–15 портфельных компаний для фонда выкупов и до 20–30 компаний в случае венчурного фонда. Диверсификация между несколькими различными фондами, и таким образом – инвестициями, помогает сделать так, чтобы риск потери капитала фондом был ниже по сравнению с риском инвестиций, осуществленных непосредственно в некотирующиеся на фондовых биржах компании. Исследования показали, что, в то время как вероятность полной потери прямой инвестиции, осуществ-

вленной непосредственно в компанию, составляет примерно 30%<sup>14</sup>, риск полной потери в случае использования в качестве посредника фонда фондов или фонда ПИ практически отсутствует<sup>15</sup>. Однако для проведения анализа и отбора различных фондов ПИ в целях инвестирования требуется значительный объем денежных средств, поэтому такая процедура рентабельна только в случае LPs, заинтересованных в программе прямого инвестирования большого объема. Некоторые основные моменты, которые следует учитывать инвесторам при отборе фондов, будут обсуждаться в следующем разделе.

Наряду с фондами, чьи акции не котируются на фондовых биржах, в Европе вот уже много лет существует ряд фондов ПИ, зарегистрированных на основных европейских фондовых биржах. Многие из них были учреждены, чтобы воспользоваться налоговыми льготами (например, освобождение от НДС для котирующихся на биржах инвестиционных трастов в Соединенном Королевстве). Позднее произошел относительный всплеск в запуске подобных фондов, иногда называемых «фондами постоянного капитала» (permanent capital vehicle), потому что они обеспечивали непрерывное поступление капитала к своим управляющим компаниям, в отличие от традиционных фондовых структур, которые, как правило, являются самоликвидирующимися.

Преимущество «котирующихся» фондов заключается в том, что находящиеся в фонде акции могут торговаться на бирже и таким образом могут стать более ликвидными, чем в случае инвестиций в не котирующийся на бирже частный фонд ПИ. В этом случае LP может пользоваться выгодами не только от доходов от инвестиций, но также и от биржевого роста цен на акции. Более того, котирующиеся фонды позволяют существовать

---

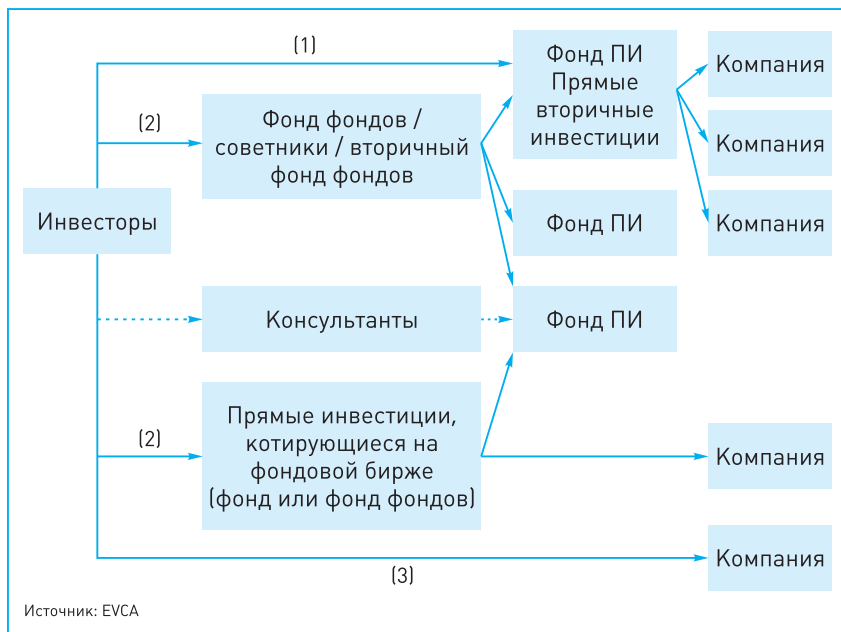
<sup>14</sup> The Risk Profile of Private Equity. Tom Weidig and Pierre-Yves Mathonet, 2004.

<sup>15</sup> J-Curve Exposure: Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds. Pierre-Yves Mathonet and Thomas Meyer, 2007.

щим LPs более точно подобрать целевые компании для своих размещений, а инвесторам, которые не достигли минимального уровня инвестиций, необходимого для вступления в фонд, позволяют принять участие в прямом инвестировании. К тому же некоторые LPs по причинам регуляторного характера могут инвестировать только в зарегистрированные на бирже ценные бумаги, и в особенности для таких инвесторов котирующиеся фонды ПИ могут стать хорошим выбором.

Существует также быстро развивающийся рынок, представляющий интерес для существующих фондов ПИ, – это рынок вторичных инвестиций (secondaries). «Прямые вторичные инвестиции» (direct secondaries), которые являются вторичными предложениями того же портфеля прямых инвестиций в уже работающие компании, похожи на инвестиции в традиционные фонды ПИ.

**Рисунок 2. Методы инвестирования**



## 5.2. Инвестиции посредством фонда фондов (котирующегося / некотирующегося / вторичного), советника / финансового консультанта или с поддержкой консультанта

Фонд фондов объединяет в себе инвестиции в несколько фондов ПИ. При этом методе инвестирования управляющая команда фонда фондов оценивает, отбирает и распределяет капитал среди целого ряда фондов ПИ. Поскольку у многих фондов фондов существуют налаженные взаимоотношения с ведущими управляющими фондами, и поскольку финансовые обязательства (commitments) даются от имени определенного объединения LPs, это может явиться эффективным способом для некоторых LPs получить доступ к фондам при самых минимальных обязательствах или способом войти в фонды с такими условиями подписки, что иным путем в них войти невозможно. Фонд фондов инвестирует согласно строго определенной стратегии, хотя его взаимодействия с тем или иным фондом не гарантированы и не predetermined. Чтобы идентифицировать ведущие фонды в рамках установленной стратегии, LP полагается на послужной список и сетевые связи управляющей команды фонда фондов. Некоторые фонды фондов, наоборот, раскрывают список заранее отобранных фондов, в которые они хотят инвестировать.

Инвесторы (LPs) в фонды фондов должны сопоставить дополнительные расходы в виде вознаграждений управляющим со стоимостью затрат, которые придется понести LPs для управления портфелем фондов ПИ, входящих в сферу деятельности фонда фондов. Преимуществом здесь является уменьшение уровней мониторинга, отчетности и администрирования в сочетании с возможностями диверсификации. Чаще всего либо небольшие LPs, либо новички желают организовать свою первую встречу с прямыми инвестициями, пользуясь посредническими услугами фонда фондов. Сегодня фонды фондов ис-

пользуются инвесторами также для того, чтобы дополнить свои портфели путем получения доступа к определенному подсегменту или географическому региону рынка ПИ. В этом случае LP извлекает выгоду из опыта менеджеров фонда в определенной сфере (географии/сегменте) и из дополнительных источников ресурсов. Другой возможностью является создание счета, индивидуально разработанного для одного LP, чтобы осуществлять прямые инвестиции в соответствии с уникальной и заранее определенной стратегией.

Финансовые консультанты (gatekeepers) часто дают консультации определенным типам LPs по их программе прямого инвестирования и в то же время оказывают такие же услуги фондам фондов или советникам. Это помогает создать определенный целевой портфель, вместо того чтобы просто подписывать финансовые обязательства о внесении средств в фонд параллельно с другими LPs. Консультанты могут также предложить создать отдельные, а не объединенные, счета.

### 5.2.1. Дискреционный и недискреционный мандаты

При инвестировании с использованием фонда фондов или советника следует обращать внимание на очень важное различие – между дискреционным и недискреционным клиентами. Большинство клиентов являются дискреционными (discretionary clients), что означает, что они предоставляют фонду фондов / советнику все полномочия по управлению активами в соответствии с договорной стратегией. С другой стороны, недискреционный клиент сам осуществляет инвестиции, базирываясь на советах и информации, полученных от фонда фондов / советника.

### 5.2.2. Вторичный фонд фондов

Вторичный фонд фондов является портфелем долевых частей в ряде различных фондов ПИ, доли в которых были проданы



партнерами с ограниченной ответственностью. Все большее количество LPs специализируются на покупке этих паев в существующих фондах от их первоначальных LPs.

Что касается больших портфелей вторичных инвестиций, то для них типично, чтобы покупатель мог воспользоваться преимуществами процесса аукциона. Небольшие сделки часто происходят в обстановке секретности, иногда покупателя и продавца сводят вместе менеджер фонда ПИ или какой-то посредник. Одним из необходимых условий успеха вторичной сделки является организация защиты гудвила менеджера соответствующего фонда, поскольку он (или она) часто имеют возможность отказаться от перемещения долей или запретить ее. Кроме того, содействие менеджера часто помогает в оценке участвующих в сделке активов.

По мере увеличения числа и развития институциональных программ прямого инвестирования, LPs будут все больше стремиться к реализации некоторых из существующих финансовых обязательств, чтобы получить деньги для выплат по будущим обязательствам. Кроме того, некоторые фонды могут захотеть избавиться от некоторых инвестиций, что позволит им более активно управлять портфелем. Однако продажа доли на вторичном рынке требует времени, а активы не всегда генерируют прибыль и даже могут быть проданы со скидкой, в зависимости от рыночного цикла. Таким образом, инвесторам не следует слишком рассчитывать на то, что вторичные продажи пройдут при той же ликвидности акций, или что они всегда будут обеспечивать эффективный выход из инвестиции.

### 5.3. Инвестирование непосредственно в частную компанию или соинвестирование с фондом

Иногда основной целью LPs является возможность осуществлять инвестиции непосредственно в компании, а не инвестировать с посредничеством фондов, однако в этом случае, чтобы достичь такой же диверсификации и получить широкий выбор компаний, потребуется намного больше средств. Более того, здесь потребуется другой набор навыков, существенные ресурсы, человеческий капитал и иные оценочные методы. Говоря точнее, инвестору будет необходимо выступать в качестве акционера, давать стратегические советы компании и посещать заседания совета директоров. Несмотря на то что соинвестирование с фондом может облегчить эту ситуацию и доходы могут быть высокими, здесь, тем не менее, существует высокий риск и имеется потенциальная возможность того, что весь инвестированный капитал будет потерян<sup>16</sup>.

Соинвестирование с фондами ПИ за последние несколько лет существенно выросло в объеме. Путем соинвестирования LPs получают доступ к высокоэффективным инвестициям по низкой стоимости (не надо платить вознаграждения управляющим) и оказываются под руководством надежных управляющих фондами. Разделение инвестиций, которые иначе были бы слишком большими, со своими партнерами с ограниченной ответственностью становится для управляющих фондами особенно привлекательной возможностью в связи с увеличением размеров сделок. В целом, однако, прямые инвестиции (без посредника) рекомендуются исключительно для опытных LPs.

---

<sup>16</sup> Исследования показали, что прямой инвестиции (без посредника) при-  
суща 30%-ная вероятность полной потери. Источник: The Risk Profile of  
Private Equity. Tom Weidig and Pierre-Yves Mathonet, 2004.

## 5.4. Структуры фондов прямых инвестиций

### 5.4.1. Правовые и налоговые аспекты

Регуляторные и налоговые условия в Европе, различные в отдельных европейских странах, затрудняют создание единой структуры фонда, которую можно было бы эффективно предлагать инвесторам. Часто бывает необходимо создать два или большее число фондов, имеющих различную структуру или юридический адрес, чтобы позволить LPs из разных стран соинвестировать в составе общего портфеля.

Вот основные моменты, которые необходимо учитывать при любой фондовой структуре:

- Структура не должна причинять ущерб налоговому статусу LPs;
- LPs должны пользоваться преимуществами своей ответственности.

Относительно налогового статуса инвесторов самое важное, чтобы не было никаких дополнительных налоговых начислений на уровне фонда, и чтобы инвестор не был обязанным платить налоги в другой стране в результате деятельности фонда. Таким образом, структура фонда должна быть «прозрачной», и это означает, что с инвесторами обращаются так, как если бы они непосредственно осуществляли прямую инвестицию в портфельную компанию, и что доходы, если они есть, облагаются налогами на уровне инвестора.

Несмотря на тот факт, что структура фонда основывается на принципах прозрачности, эти структуры не всегда могут признаваться прозрачными под другими юрисдикциями, и, таким образом, не удастся избежать создания подлежащего налогообложению постоянного представительства (permanent establishment) на территории другой страны. Обычной структурой, которая используется в Европе, является партнерство с

ограниченной ответственностью (limited partnership), однако в Европе имеется также ряд других фондовых структур, которые удовлетворяют критериям прозрачности и ограниченной ответственности<sup>17</sup>.

#### 5.4.2. Типичные условия работы фонда ПИ

- **Финансовые обязательства LPs**

Как правило, от 500 тысяч до 50 миллионов евро, в зависимости от размера и типа фонда (управляющими фонда могут допускаться и меньшие суммы).

- **Финансовые обязательства управляющих**

Управляющие фонда, как правило, параллельно с капиталом своих LPs инвестируют также и свой собственный капитал, что способствует повышению уровня доверия к фонду и очень важно для согласования интересов управляющих фондом и инвесторов. Инвесторы обычно ожидают, что инвестиция со стороны управляющих составит не менее 1% от размера фонда.

- **Сроки существования партнерства**

Длительность существования инвестиции в большинстве фондов ПИ составляет около 10 лет с возможностью продления еще на два года. В течение этого периода инвестиция, как правило, сохраняет свою ликвидность, но возврат инвесторам доходов от реализованных инвестиций (distribution) происходит только после реализации инвестиции.

---

<sup>17</sup> Private Equity Fund Structures in Europe. EVCA, 2006.

- **Период инвестирования капитала, внесенного инвесторами в фонд**

В среднем, фонды ПИ инвестируют капитал инвесторов в течение четырех-шести лет.

- **Вознаграждение управляющих (management fee)**

В доходы фонда включен ежегодно выплачиваемый гонорар за управленческие услуги, который зависит от размера фонда и от расходов, требуемых на выполнение намеченной стратегии. Вознаграждение управляющих обычно составляет 1–2,5% от капитала, внесенного в фонд в течение инвестиционного периода, и после постепенно сокращается. Вознаграждения обычно начисляются ежеквартально.

- **Поощрительные выплаты / вознаграждения за высокую эффективность**

Примерно 20%-ная доля от общих прибылей распределяется управляющим. Эти выплаты известны под названием «удерживаемое вознаграждение» (carried interest) – компенсация за достигнутые управляющими фонда успехи в работе. В Европе «the carry» распределяется на весь фонд, после того как LPs полностью получили обратно внесенные ими в фонд средства, включая «привилегированный доход» (preferred return), также называемый «пороговой доходностью» (hurdle rate).

- **Привилегированный доход**

Удерживаемое вознаграждение выплачивается в основном при условии, что фонд превысил определенный уровень доходов на инвестированный капитал. Эта так называемая пороговая доходность в основном устанавливается на уровне 8% и представляет собой надбавку на величину ежегодного безрискового (risk-free) дохода за период жизни фонда. У некоторых венчурных фондов пороговая доходность отсутствует.

Таблица 5. Условия работы фондов

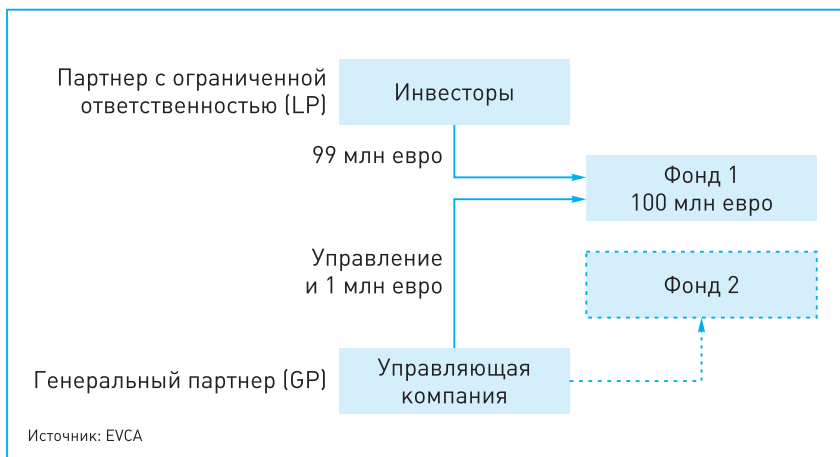
	Венчурный фонд	Фонд выкупов	Фонд вторичных инвестиций	Фонд фондов
Типичное финансовое обязательство (в млн евро)	0,5–5	5–50	5–10	5
Финансовые обязательства управляющего	1–2,5%	1–2,5%	1%	1%
Вознаграждение управляющих	2–2,5%	1,5–2,0%		0,5–1% *
Стимулирующие выплаты / вознаграждения за успешную работу	20–30%	20%	10%	5–8%
Привилегированный доход	0–8%	8%	8%	6–8%

Источник: EVCA, Preqin “Fund terms 2007”

Примечание: только для иллюстрации, а не в качестве правила

\* [уменьшается с увеличением размера обязательств]

Рисунок 3. Пример упрощенной структуры фонда



## 6. Состав портфеля

Как уже было сказано в третьей главе, состав портфеля должен соответствовать основным целям прямого инвестирования. Эти цели включают в себя достижение высоких долгосрочных доходов и диверсификацию портфеля. Вопросы соотношения важности этих целей будут рассматриваться не только по отношению к другим активам, но также среди различных активов внутри самого портфеля прямых инвестиций. Другим важнейшим фактором в определении подхода к прямым инвестициям, который должен избрать партнер с ограниченной ответственностью (LP), является количество ресурсов, которые он/она хотели бы выделить для конкретной программы прямого инвестирования.

В целом, при составлении портфеля LP должен принять четыре основных решения:

1. Размер капитала, предназначенного для прямых инвестиций (allocation).
2. Возможности диверсификации.
3. Число фондов, в которые планируется вносить капитал.
4. Осуществление согласованной стратегии.

### 6.1. Решение первое. Размер капитала, предназначенного для прямых инвестиций

Инвесторы, занимающиеся прямыми инвестициями, должны быть в состоянии принять неликвидный характер своих инвестиций, и поэтому часто размер капитала, предназначенного для прямых инвестиций, определяется размером ликвидности, которая необходима инвестору. По этой причине для США характерна ситуация, когда инвесторы, которые распределяют

наибольшую долю своих суммарных портфелей в прямые инвестиции, являются теми, кто способен инвестировать в течение длительного периода, не ожидая при этом никаких специфических долговых обязательств. В их число входят семейные офисы (family office), лица, обладающие крупным чистым капиталом (high net worth individuals, HNWI), дарственные фонды, благотворительные организации и некоммерческие фонды<sup>18</sup>. Пенсионные фонды также часто являются крупными инвесторами в этот класс активов. Исследования в США, проведенные среди пенсионных фондов, дарственных фондов и некоммерческих фондов, выявили, что средний показатель их распределений в прямые инвестиции составил 7% в среднем за пять лет. Аналогичная величина для европейских организаций выросла с 4% до 5%. Распределения австралийских инвесторов находятся на том же уровне, что и у их североамериканских коллег, в то время как японские LPs увеличили свои распределения примерно с 2% до 5%<sup>19</sup>.

Также инвестор будет определять часть своего общего портфеля, которую, по его мнению, будет уместно распределить в прямые инвестиции, исходя из потребности в увеличении запланированных доходов.

---

<sup>18</sup> Согласно исследованию “PEI-ILPA Global LP Survey 2008”, охватившему 180 инвесторов, в настоящее время распределения в прямые инвестиции в среднем составляют: у семейных офисов – 27%, а некоммерческих фондов и дарственных фондов – 15,5%.

<sup>19</sup> Russell survey on alternative investing. Russell Investment Group, issue 2005–2006, 2007–2008.



## 6.2. Решение второе.

### Способы достижения диверсификации

#### 6.2.1. Стадии

Не существует четкой корреляции между доходами, поступающими от прямых инвестиций разных стадий. Таким образом, диверсификация по стадиям может снизить степень риска в пределах портфеля прямых инвестиций, и поэтому нужно с вниманием отнестись к этой важной возможности. Как было упомянуто во Введении, венчурный капитал может быть подразделен на различные подкатегории, начиная от венчурных инвестиций ранних стадий (посевная – seed и стартап – start-up) до капитала расширения и инвестиций поздних стадий. Говоря о выкупах, следует проводить различия между фондами, занимающимися сделками малого и среднего размера, и нацеленными на крупные и сверхкрупные сделки объемом в несколько миллиардов евро. Кроме того, у LPs есть альтернатива инвестировать в другие сегменты, такие как вторичные, высокорисковые (distressed) и мезанинные фонды. Подобное смешанное инвестирование позволяет инвестору осуществлять диверсификацию по всему спектру прямых инвестиций.

#### 6.2.2. География

Географическая диверсификация может обеспечиваться либо инвестированием в какой-то общеевропейский фонд, либо в ряд фондов, специализирующихся по разным странам и регионам. Эти региональные фонды могут быть, например, ориентированы на страны, говорящие на немецком языке (DACH), Центральную и Восточную Европу (CEE) или Южную Европу (Италия, Испания, Португалия).

Выйти за пределы Европы возможно, если инвестировать в фонд, специально предназначенный для инвестирования в

определенную страну (например, США, Канаду или Японию), или опять путем инвестиций в региональные фонды, например, нацеленные на Азию или Латинскую Америку. Возможная модель диверсификации, при которой уравнивание по отношению к каждому сегменту не является обязательным, может выглядеть следующим образом:

**Таблица 6. Модель диверсификации**

	Венчурный капитал	Малые выкупы / капитал роста	Крупные LBO	Вторичные сделки	Особые ситуации / мезансное финансирование
Северная Америка					
Европа					
Азия / Тихоокеанский регион					
Остальные части света					
Примечание: только в качестве иллюстрации Источник: EVCA					

### 6.2.3. Год ввода капитала

Временной фактор оказывает заметное влияние на эффективность работы фондов, поскольку возможности для осуществления инвестиций и выходов находятся под воздействием внешних рыночных условий и экономической ситуации. По этой причине стало обычным сравнивать результаты работы одних фондов с результатами других, сформировавшихся и начавших инвестировать в один и тот же год, поскольку таким путем можно выделить различия в производительности разных годов ввода капитала (vintage year). Поскольку «временной анализ

рынка» и предсказание существенных перемен – достаточно сложные задачи, большинство опытных (sophisticated) LPs последовательно инвестируют в каждом году ввода капитала, поддерживая свои инвестиции на постоянном уровне. Исследования<sup>20</sup> показывают, что диверсификация портфеля по разным годам ввода капитала может оказаться даже важнее, чем число фондов в портфеле. Говоря точнее, было показано, что инвестирование в три фонда выкупов ежегодно в течение трех лет ввода капитала или в пять венчурных фондов в год за семь лет ввода приведет к снижению уровня риска инвестированного капитала (показателя iCaR – invested capital at risk).

#### 6.2.4. Отрасли промышленности

В венчурном инвестировании основной упор делается на технологические отрасли промышленности, которые можно подразделить, например, на сектора информационных и телекоммуникационных технологий (ICT), науки о жизни, чистые технологии и др.

Фонды выкупов в меньшей степени фокусируются на технологиях, уделяя больше внимания таким отраслям, как финансовые организации, розничные продажи и потребительский сектор, транспорт, инженерия и химические вещества. Некоторые фонды выкупов имеют специализацию по отдельным секторам.

Однако в последнее время фонды начали развивать «гибридную» концепцию выкупов в технологических областях, пользуясь преимуществами появления большого количества зрелых технологических предприятий.

---

<sup>20</sup> Private Equity – Will You Take the Risk? Christian Diller and Ivan Herger, 2008.

### 6.2.5. Управляющие

Кроме описанных выше способов диверсификации важно, чтобы LP выбирал различные управляющие фондами компании, что уменьшит специфический риск, связанный с разными менеджерами или разными управляющими компаниями. Поэтому инвестору следует отобрать несколько управляющих компаний, оперирующих в отобранных сегментах, географических регионах, по нужным годам ввода и отраслям промышленности.

### 6.3. Решение третье. Число фондов прямых инвестиций, в которые планируется вносить капитал

Избежать концентрации рисков в своем инвестиционном портфеле и контролировать его волатильность – нелегкая задача для LPs. Отсюда возникает необходимость диверсифицировать портфель по входящим в его состав фондам. Набор фондов, в которые следует инвестировать, может варьироваться в зависимости от природы фондов (фонды фондов или простые фонды) и уровня диверсификации самих этих фондов. Согласно результатам исследований<sup>21</sup>, можно достигнуть значительного уровня диверсификации при вхождении в состав портфеля около 20 фондов. Не следует забывать, что каждый фонд в свою очередь инвестирует в 10–30 портфельных компаний. Использование в целях диверсификации слишком большого числа фондов может снизить качество портфеля. Диверсификация действительно защищает инвестора от потерь в трудных экономических ситуациях, но она не обязательно способствует созданию стоимости. Обычно считается, что выгоды от дивер-

---

<sup>21</sup> The Risk Profile of Private Equity. Tom Weiding and Pierre-Ives Mathonet, 2004.

сификации будут уменьшаться, если связать себя финансовыми обязательствами более чем с 20 фондами.

## 6.4. Решение четвертое.

### Как осуществлять выбранную стратегию

С учетом того, что обычно устанавливается минимальный размер инвестиции фондов ПИ, организация диверсифицированного портфеля потребует определенного минимального уровня инвестиционного обязательства со стороны LP.

Более того, потребуется некоторое время, чтобы LP смог осуществить данную стратегию, помня о диверсификации по годам ввода и о важнейшей необходимости найти лучших управляющих в данной области – и с географической точки зрения, и по сегментам индустрии. Вот почему требуются глубокий анализ и серьезные исследования, перед тем как фонд будет отобран и инвестиционные обязательства будут даны.

В результате прямые инвестиции как класс активов до сих пор были доступны только для опытных и институциональных инвесторов, поскольку большинство частных индивидуальных, или розничных, инвесторов (retail investors) не обладают достаточными финансовыми ресурсами (кроме HNWI) для покрытия суммы минимальной инвестиции в фонд ПИ. В следующей главе будут детально рассмотрены практические аспекты прямого инвестирования.

## 7. Практическое осуществление

После того как портфель укомплектован, следует обратить внимание еще на два момента:

1. Планирование волатильности и динамики получения доходов фондом (кривая «J», J-Curve).
2. Распределение внутренних человеческих ресурсов.

### 7.1. Решение первое. Как планировать волатильность потоков наличности – кривая «J»

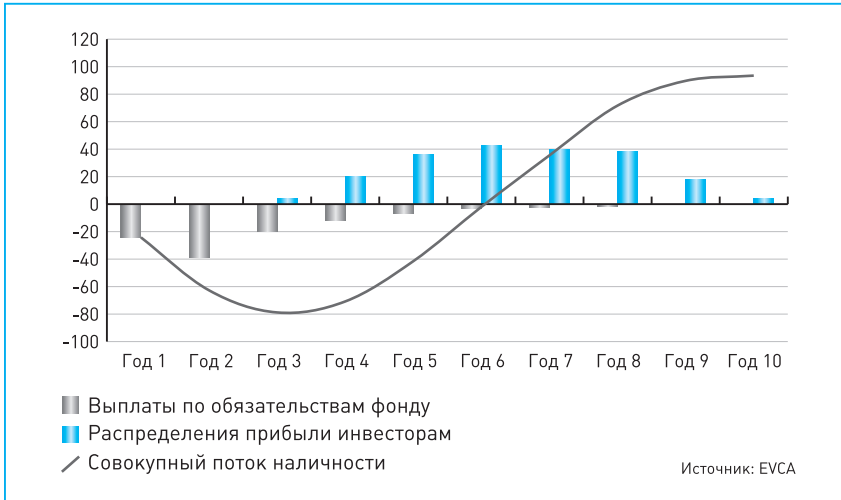
Вначале от LPs ожидается выплата лишь небольшой части капитала, зарезервированного им для внесения в фонд. За этой первоначальной выплатой последует ряд перечислений средств на новые инвестиции, сроки и размеры которых обычно сообщаются инвесторам за две-три недели заранее. Подобные перечисления денег «строго по графику» помогают минимизировать время, в течение которого фонд ПИ удерживает у себя неинвестированные деньги, а иначе это может отрицательно отразиться на эффективности фонда, если ее оценивать по показателю внутренней нормы доходности (IRR). Таким образом, LP должен поддерживать достаточный уровень ликвидности активов, чтобы в любой момент удовлетворить запрос на перечисление средств по своим обязательствам, однако он может улучшить свой доход в целом, сохраняя инвестированный капитал в инструментах денежного рынка. Опоздание с выплатой может повлечь за собой штраф или, в исключительных случаях, утрату доли LP в фонде.

В первые годы существования фонда LPs могут ожидать низких или даже отрицательных доходов, поскольку требуется время, чтобы найти и инвестировать капитал в основные (underlying) портфельные компании, а также время, чтобы «вырастить» биз-

нес, увеличить его стоимость и снова продать. Также в начале жизни фонда происходят обычные организационные затраты, нужно оплачивать гонорары управляющим и текущие расходы. По мере того как портфельные компании «созревают» и проходят через процедуру выхода, фонд начинает распределять (выплачивать) прибыли своим LPs. Обычно проходит несколько лет с момента первой инвестиции, и, как и в случае с выплатами по обязательствам, ни время, ни выплачиваемые суммы невозможно точно определить заранее. Если объединить суммы выплат инвесторами по запросам фонда с суммами распределений фондом прибылей инвесторам, то можно увидеть чистый поток наличности к LPs, который, будучи выраженным в графическом виде как функция от времени, имеет форму латинской буквы «J» (кривая «J», или «хоккейная клюшка») (см. рис.4). Поскольку распределения прибылей обычно начинаются еще до того, как выплачен весь зарезервированный для инвестиций капитал, редко бывает так, чтобы в какой-то момент времени вся сумма обязательств LP фактически находилась бы под управлением управляющей компании. На рис.4 наибольшее значение чистых полученных выплат по обязательствам достигает примерно 80%.

Существует несколько стратегий, которые используют LPs, чтобы смягчить или ускорить эффект «кривой J». Одна состоит в том, чтобы приобрести долю вторичного фонда – когда LP покупает долю в более зрелом фонде ПИ у другого LP, пропуская период отрицательных потоков наличности более ранних лет и таким образом раньше начиная получать распределения прибылей. Другой вариант: LP может инвестировать в мезанинный фонд, где он будет получать регулярные процентные выплаты и, потенциально, долю акций компании. Наконец, LP может также принять решение повысить свои обязательства и увеличить капитал, зарезервированный для фонда, в надежде, что наибольшее значение чистых выплат по обязательствам будет ниже 100%. Всем трем стратегиям будут соответствовать разные характеристики соотношения рисков и доходности.

**Рисунок 4. Типичные среднегодовые потоки наличности к инвесторам отдельного фонда ПИ**



## 7.2. Решение второе. Распределение внутренних человеческих ресурсов

Еще одним важным фактором при составлении портфеля прямых инвестиций является распределение внутренних ресурсов, которые LP предполагает использовать в своей программе. Глобальная программа прямых инвестиций, покрывающая несколько стадий, требует высококвалифицированных и ответственных внутренних ресурсов, в то время как внешний советник, делая большую часть работы, помогает уменьшить объем требуемых ресурсов.

Чтобы укомплектовать и удерживать преданную делу внутреннюю команду, может потребоваться немало средств, и подобное решение должно приниматься с учетом объема программы прямого инвестирования.



Внешний советник – например, так называемый привратник (gatekeeper) – предоставляет доступ к надежной рыночной информации, может представить вас нужным людям и в некоторых случаях выступает в качестве посредника от имени LP. Преимущество внешних советников также состоит в том, что они могут помочь в составлении портфеля, пока LP все еще находится в процессе принятия инвестиционного решения.

Инвесторы небольшого масштаба могут предпочесть передать все работы по инвестированию объединенному фонду фондов, поскольку минимальные объемы средств, требуемых для инвестиции, здесь являются небольшими и фонды фондов обладают своим внутренним опытом и своими возможностями получения доступа к лидирующим фондам. Однако это означает, что LPs теряют контроль над самим инвестиционным решением.

## 8. Процедура тщательного изучения

Главным критерием отбора фонда ПИ обычно является наличие хороших рекомендаций у управляющей команды. Различия в эффективности работы между управляющими, относящимися к верхней и нижней квартилям, на рынке ПИ часто выражены больше, чем это имеет место на публичном рынке акционерного капитала или рынке облигаций. Поэтому нахождение наилучших игроков и инвестирование вместе с ними будет существенно менять дело.

### 8.1. На что следует обращать внимание, планируя инвестировать в фонд

Партнеры с ограниченной ответственностью должны очень внимательно изучать послужные списки и репутацию каждого управляющего. Исследования показали, что послужной список управляющего может являться индикатором (но не гарантией) будущего успеха, поскольку процент новых фондов, которые попадают по своей результативности в верхнюю четверть (top quarter), всегда был наивысшим для тех управляющих, чьи предыдущие фонды тоже достигали высокой результативности.

Ниже будут проанализированы некоторые важнейшие моменты.

#### 8.1.1. Инвестиционная стратегия

Инвестиционная стратегия предполагаемого фонда должна быть ясной и максимально близкой к той, на которой базируется послужной список управляющего. Послужной список должен демонстрировать упорядоченность подходов и способность придерживаться согласованной стратегии. Сумма мобилизуемого капитала должна быть понятно обоснована предполагаемым объемом инвестиций и объемом ресурсов управляющего.

Управляющая компания должна занимать видное положение на рынке и должна быть в состоянии доказать будущий потенциал стратегии – в терминах устойчивого потока сделок (deal flow), создания стоимости и возможностей выхода. Более того, инвестиционная стратегия должна быть привлекательной в контексте широкого экономического и инвестиционного ландшафта, поскольку это будет существенно воздействовать на рыночные возможности. Таким образом, фонд должен выступать в качестве несомненного лидера на фоне остальных фондов.

### 8.1.2. Послужной список

Чтобы оценить послужной список управляющего фондом, потенциальным партнерам с ограниченной ответственностью необходимо изучить внутреннюю норму доходности на инвестиции в сочетании с мультипликаторами первоначальных фактических затрат. Надежными индикаторами являются устойчивые высокие доходы в течение продолжительного периода времени (и при сравнении с равноценной группой), а также достаточное число реализованных инвестиций.

Очень часто доходность оценивается на основе принципов «валового» и «чистого» подходов. Валовой доход представляет собой доход от инвестиций фонда без учета гонораров и расходов фонда или размывающего эффекта удерживания неинвестированных денег. Чистый доход представляет собой доход инвестора, и о нем также говорят как о «заработке на деньгах» (cash-on-cash). Более того, доходы на реализованные инвестиции часто отличаются от доходов на нереализованные инвестиции, при этом последние представляют текущую стоимость остающегося портфеля инвестиций. В целом, LPs должны надеяться, что найдут в портфеле большую долю реализованных инвестиций, что явится доказательством умения фонда выходить из осуществленных им инвестиций. Что касается нереализованных инвестиций, то LPs захотят проверить их текущие

оценки, ознакомиться с предполагаемой стратегией выхода (exit strategy) и применяемой системой оценок. Ситуации с любыми инвестициями, результативность которых ниже ожидаемой, должны быть разъяснены инвестору.

Другой способ проанализировать послужной список – это посмотреть на то, как он формирует стоимость. Например, доходы фонда могут образовываться за счет различных элементов стратегии, включая рост продаж, уменьшение затрат, улучшение мультипликатора P/E (price/earnings) и генерирование наличных / делевередж (уменьшение использования кредитов). Стоит также обратить внимание на то, были ли получены высокие доходы в результате роста валовой выручки (earnings).

Наконец, дисперсионный анализ доходов на инвестицию иллюстрирует волатильность риска и доходов в рамках инвестиционной стратегии. Инвесторам следует стремиться к тому, чтобы уровень волатильности соответствовал данной стратегии. Например, доходы в случае выкупов должны обладать меньшей волатильностью, чем доходы на венчурные инвестиции.

### 8.1.3. Инвестиционная команда

Способность управляющей компании репродуцировать предыдущую высокую эффективность будет зависеть от личных качеств людей в составе управляющей команды, их мотивации и сплоченности. Самым важным аспектом биографии каждого индивидуума должен быть значительный опыт работы в качестве менеджера прямых инвестиций. Также будет полезен соответствующий практический, секторный или научный опыт. Количество людей и их умения должны отражать стратегию фонда и способствовать ее осуществлению на практике.

Важно также, чтобы ключевые участники управляющей команды уже достаточно долго работали вместе, и чтобы в течение продолжительного периода было как можно меньше уходов из

состава команды (хотя некоторая степень реорганизации штатов является здоровой и позволяет нанимать на работу новые таланты). Это позволит более четко «расписать» послужной список инвестиции на счета отдельных участников команды и даст некоторые надежды на то, что ее состав сохранится в будущем. Также бывает очень полезно расспросить своих партнеров по бизнесу, например, руководителей портфельной компании, или менеджеров сравнимого фонда об этих людях, поскольку таким образом можно ближе ознакомиться с динамикой развития команды.

Структура побудительных стимулов может еще больше укрепить уверенность в команде. В общих чертах, все ключевые исполнители должны получить справедливую долю удерживаемого вознаграждения, и в идеале оно должно быть распределено между всеми членами команды. Это создаст уверенность в том, что команда сильна, и послужит стимулом для достижения ею наилучших результатов в интересах инвесторов. В этой структуре должна быть предусмотрена будущая преемственность среди управляющих в составе команды, что гарантирует непрерывность существования фонда. Персональные инвестиционные обязательства фонду со стороны членов управляющей команды, являющиеся значимыми в контексте их суммарного собственного капитала, также являются хорошим индикатором их вовлеченности.

#### 8.1.4. Формирование портфеля

Учитывая важность построения диверсифицированного портфеля, LP должен убедиться в том, что тип фонда и его стратегия вписываются в стратегию его общего портфеля прямых инвестиций без излишнего дублирования. Далее, соотношение риска и доходов этого фонда должно быть согласовано с общей стратегией данного LP.

### 8.1.5. Организация сделок и инвестиционный процесс, мониторинг и выход

Партнеры с ограниченной ответственностью будут, как правило, ожидать наличия координированной стратегии организации сделок (и могут ориентироваться на бренд управляющей компании фонда или на региональную сеть местных инвестиционных управленческих структур) и упорядоченной процедуры оценивания инвестиций. За это может отвечать специально назначенное лицо, но в целом должна быть воспроизводимая по необходимости структура (инвестиционный комитет). Кроме того, фонд должен показать свою способность разработать амбициозный бизнес-план (business plan), обеспечить подходящий способ выхода и достигнуть ожидаемых доходов на инвестицию. Должно быть доказано существование установленной практики принятия решений менеджерами фонда. Сюда включается такой подход к ценообразованию при заключении сделки, на основе которого управляющий сможет продемонстрировать снижение цены сделки. LPs могут искать доказательства готовности к уменьшению расходов в низкоэффективных инвестициях, вместо того чтобы продолжать инвестировать дальше.

Для фондов выкупов умение эффективно использовать рынки долгового капитала является преимуществом. Что же касается мониторинга, то интересовать будет вопрос, как управляющий использует систему оценок или вех (milestones) в бизнес-плане. Наличие альтернативных стратегий выхода является преимуществом при всех видах прямого инвестирования, и способ выхода, планируемый управляющим, является важнейшим фактором.

### 8.1.6. Количество и разнообразие основных инвестиций

Чем больше число основных (underlying) инвестиций, тем больше степень диверсификации рисков. Если слишком много инвестиций сконцентрировано вместе, или они сфокусированы

на какой-то одной географической зоне или сфере деятельности, концентрация риска увеличивается. Однако обычно управляющие прямыми инвестициями бывают в высшей степени заинтересованы в своих инвестициях материально, поэтому число сделок, которые команда может найти, оценить, управлять ими и реализовать, строго ограничено ресурсами, имеющимися у фонда. С другой стороны, также рискованно, если команда слишком экономно распределяет свои силы между многими различными сделками или оперирует в секторах или географических зонах, где у нее недостаточно опыта или связей.

### **8.1.7. Качество обслуживания клиентов, отчетность и управление**

Прозрачность и регулярная отчетность очень важны для того, чтобы дать возможность LPs следить за развитием своих портфелей в фонде. Хорошо развитый «бэк-офис» (back office), так же как и отрегулированные процедуры связей с инвесторами, являются решающими в отношениях между фондом и LPs.

### **8.1.8. Другие области**

Другими областями, которые должны быть подвергнуты тщательному изучению, являются налоговые и правовые аспекты фонда, а также вопросы сроков и условий (terms and conditions) (см. раздел 5.4).

### **8.1.9. Как проводить тщательное изучение**

Если LP не поручил провести процедуру тщательного изучения (due diligence) фонду фондов, советнику или консультанту, то, чтобы тщательно проанализировать намеченный фонд так, как это было описано выше, потребуется огромное количество времени. Анализ часто начинается с чтения меморандума о частном размещении (PPM) предполагаемого фонда, в котором ин-

весторам детально разъясняется суть инвестиционного предложения. В документе содержатся важные сведения о стратегии фонда, управляющей команде, послужном списке, главных условиях, отчетности, а также о правовых аспектах. Кроме РРМ фондом часто предлагается ряд дополнительных и более детализированных документов, входящих в «пакет тщательного изучения», в бумажном либо электронном виде.

Вслед за детальным анализом предоставленной информации (включая подтверждение различных данных) в соответствии с процедурой тщательного изучения требуется по крайней мере одно посещение фонда, а также некоторых его портфельных компаний. Наконец, партнеру с ограниченной ответственностью следует завершить свои оценки, сделав несколько телефонных звонков генеральным директорам портфельных компаний, посредникам (таким как банки, аудиторы и др.), конкурентам или другим LPs.

### 8.1.10. Краткая сводка основных умений

Чтобы успешно осуществлять отбор компаний, структурировать инвестицию, создавать стоимость и выходить из компании, преуспевающие менеджеры прямых инвестиций должны продемонстрировать владение целым рядом важнейших навыков. Некоторые из этих умений приводятся ниже.

#### Перед сделкой: ее создание, тщательное изучение, переговоры и структурирование

Рынки прямых инвестиций стали более эффективными, с увеличением объема финансовых операций на более зрелых рыночных сегментах, таких как крупные выкупы в США или Соединенном Королевстве. Все больше инвестиционных банков назначаются продавцами (обычно корпоративными) в попытках максимизировать прибыли, что обуславливает для фирм



ПИ важность согласования друг с другом своих планов создания стоимости.

### После сделки: мониторинг, приращение стоимости и выход

В любом виде прямого инвестирования способность найти и купить инвестицию – это только одна сторона уравнения. Чтобы управляющий фондом добился успеха, ему необходимо также обладать навыками, которых требует действующий инвестор в предприятие, и он должен уметь извлекать выгоду из возможностей выхода из инвестиции (или создавать их).

#### Рисунок 5. Основные навыки управляющих прямыми инвестициями



## 9. Мониторинг портфеля и оценка эффективности

### 9.1. Мониторинг

Получение инвестором регулярной и исчерпывающей отчетности от управляющего фондом очень важно для эффективного мониторинга портфеля. В состав отчетности должны входить детальные финансовые отчеты фонда, доклад о состоянии счета инвестора и детальные обзоры положения дел по компаниям, включая планы по их реализации. LPs должны ожидать, что в отчетах их портфельных фондов будет графически представлена динамика IRR в виде кривой «J» (см. главу 7).

Регулярный мониторинг и проверка портфеля ПИ требуют от LP больших затрат ресурсов. Таким образом, инвестор, желающий создать близкие взаимоотношения с управляющими того фонда, в который он инвестирует, должен гарантировать, что он в состоянии выделять достаточные денежные ресурсы, время на мониторинг и отчетность по фонду. По этой причине многие LPs ограничивают количество своих взаимоотношений с управляющими фондов ПИ, для инвестиций в которые они зарезервировали капитал.

Крупным партнерам с ограниченной ответственностью также может быть предложено место в консультативном совете фонда, который в основном занимается вопросами, связанными с LPs, и решением конфликтов. В некоторых случаях может быть предложена возможность соинвестировать в компанию вместе с фондом. Достижение близких рабочих взаимоотношений с управляющим фондом является задачей на долгую перспективу и будет способствовать углублению понимания слабых и сильных сторон управляющего.

## 9.2. Оценка эффективности

### 9.2.1. Внутренняя норма доходности (IRR) и мультипликаторы

Эффективность работы фонда за период времени обычно измеряется в показателях внутренней нормы доходности, тогда как абсолютная величина доходов определяется мультипликатором первоначальной стоимости. IRR определяется как ставка дисконта, используемая для уравнивания оттоков наличности, связанных с инвестицией, и каждого из притоков наличности от реализаций, частичных реализаций или переоценок ее активов на основе текущих рыночных цен (mark-to-market), т.е. предполагаемой стоимости инвестиции в конце периода измерений. Вычисление IRR затрагивает только тот период времени, когда капитал действительно инвестирован и возвращен, и рассчитывается как отношение прибыли периода к сумме инвестиции.

И IRRs, и мультипликаторы, вместе взятые, наилучшим образом иллюстрируют природу доходов. Например, высокий мультипликатор в сочетании с низкой IRR будет означать, что доходы получены за длительный срок. Наоборот, высокая IRR за короткое время может базироваться на малой абсолютной величине доходов, т.е. мультипликатора. Существенные объемы реализации, которые были достигнуты на ранних этапах жизни фонда, окажут заметное воздействие на конечную IRR фонда, даже хотя ее совокупный мультипликатор может и не оказаться в той же степени впечатляющим. Таким образом, всегда предпочтительнее смотреть на IRR и мультипликатор совместно.

### 9.2.2. Сравнение по эффективности с равноценной группой

При сравнении эффективности фонда с эффективностью других фондов ПИ очень важно сравнивать подобное с подобным.

Во-первых, следует сравнивать фонды из одного и того же сегмента. Например, лишено всякого смысла сравнение фонда выкупок с фондом венчурных инвестиций. А сравнение двух общеевропейских фондов выкупа среднего размера было бы вполне уместным. Также уместно сравнивать фонды из одного сегмента, начавшие инвестировать в одном и том же году. Во-вторых, нужно сравнивать фонды на одинаковой стадии жизненного цикла. Поскольку фонды в основном инвестируют капитал, полученный от инвесторов, в течение трех-пятилетнего периода и обычно «собирают урожай» с инвестиций на четвертом-десятом году, бессмысленно сравнивать, например, фонд на первом году жизни с фондом-шестилеткой. В-третьих, необходимо сравнивать фонды по одинаковым годам ввода капитала, поскольку фонды могли находиться под воздействием совершенно различных экономических и инвестиционных условий, что делает сравнения между ними нецелесообразными.

Если фонды ПИ не всегда публикуют сведения о своих доходах (за исключением PPM), то фонды фондов и консультанты создадут и опубликуют свои базы данных, содержащие информацию по доходам, и их можно будет сравнивать. Кроме того, имеется открытый доступ к постоянно уточняющимся статистическим данным, иллюстрирующим суммарную ежеквартальную эффективность по разным годам ввода, географическим регионам и секторам.

### 9.2.3. Сравнения между разными классами активов

Метод расчета IRR похож на метод, используемый для вычисления дохода на момент погашения (yield to maturity) от инвестиции с фиксированной доходностью. Он, однако, отличается от способа расчета взвешенной по времени нормы доходности, который является стандартным для взаимных и хеджевых фондов, поскольку изменчивость временных параметров и объемов

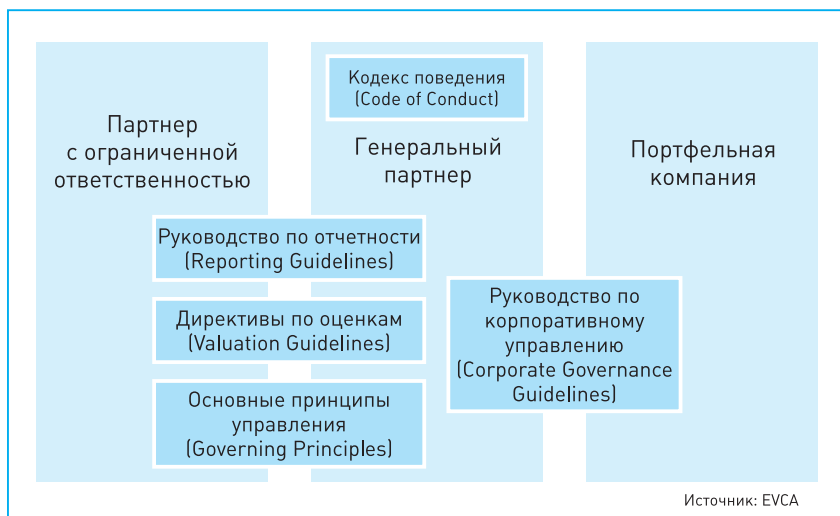
потоков наличности, втекающих в фонды ПИ и вытекающих из них, делает его неподходящим.

Как результат, сравнение показателей между различными активами – не такой уж простой процесс. Один из методов состоит в том, чтобы взять биржевой контрольный индекс публичного акционерного капитала и соотнести это условное капиталовложение с денежными потоками, с которыми имеет дело держатель доли в фонде ПИ. Например, когда фонд расходует деньги на инвестицию, это расценивается как покупка контрольного индекса того же объема. Когда деньги возвращены, они опять рассматриваются как реализация такой же суммы от условного капиталовложения. Если фонд работает более эффективно, чем этот индекс, тогда условное капиталовложение будет уменьшено до нуля, до того как фонд закончит осуществлять инвесторам возврат от реализованных инвестиций. Также возможно производить и сравнения портфеля в целом.

## 10. Профессиональные стандарты

Начиная с 1983 года, EVCA находилась на передовой линии разработок уникального набора профессиональных стандартов, регулирующих поведение в рамках индустрии прямых инвестиций, как в отношении ее деятельности, так и ее отношений с партнерами с ограниченной ответственностью и портфельными компаниями. За время, прошедшее после выпуска EVCA первой серии профессиональных стандартов в 1983 году, было разработано несколько новых стандартов, а уже существовавшие были обновлены, чтобы отразить достижения на рынке. Однако общая цель не изменилась – цель построения стабильных долгосрочных отношений с инвесторами и регуляторами, а также увеличения общей прозрачности этого класса активов и, как следствие, доверия к нему.

Рисунок 6. Стандарты индустрии



- **Кодекс поведения.** От фондов требуется, чтобы они занимались своей деятельностью, исходя из принципов ответственности, высокой этики, справедливости и честности. Должна

соблюдаться конфиденциальность данных и информации, и должны приниматься меры против отмывания денег.

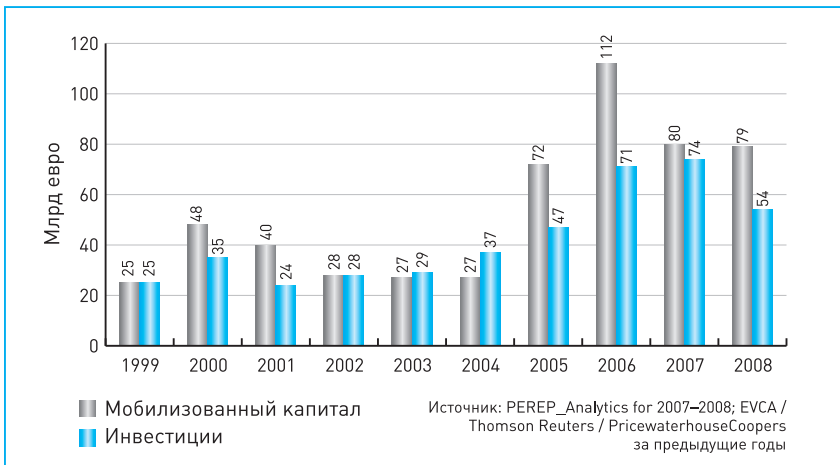
- **Руководство по отчетности.** Стандартизация отчетности со стороны фонда инвесторам, в показателях отчетности по фонду/портфелю, официальных и капитальных счетов, гонораров и удерживаемого вознаграждения, оценок эффективности; приводятся образцы распределений по срокам и отчетности.
- **Директивы по оценкам.** Стандартизированные процедуры оценки инвестиций, позволяющие проводить сравнения между фондами, согласующиеся с Международными стандартами финансовой отчетности IFRS (принцип справедливой стоимости), гибкие, но в то же время последовательные.
- **Основные принципы управления.** Девять принципов, управляющих взаимоотношениями генерального партнера и партнера с ограниченной ответственностью. Касаются юридических соглашений и договорных условий, честного ведения бизнеса и умелого, внимательного и тщательного управления фондом, адекватности финансовых/операционных ресурсов, надлежащего соблюдения интересов LPs, обеспечения прозрачности, справедливого разрешения конфликтов интересов и защиты активов инвестора.
- **Руководство по корпоративному управлению.** Принципы надлежащего управления, которые должны неизменно придерживаться законов и постановлений, честных партнерских отношений с компанией, долгосрочного видения, уважения к акционерам, прозрачности и конфиденциальности информации.

## 11. Состояние рынка

### 11.1. Общие сведения

За последние 10 лет (1999–2008) уровень активности в сфере прямых инвестиций существенно повысился. Мобилизация капитала выросла больше чем в 3 раза, а инвестиционная активность – более чем вдвое. 2006 год являлся выдающимся в плане мобилизации капитала. Увеличение уровня прямого инвестирования в масштабах всей Европы сделало эту индустрию важной частью европейского финансового ландшафта.

**Рисунок 7. Динамика прямого инвестирования в Европе (по странам расположения фирм ПИ)**



### 11.2. Основные источники капитала прямых инвестиций

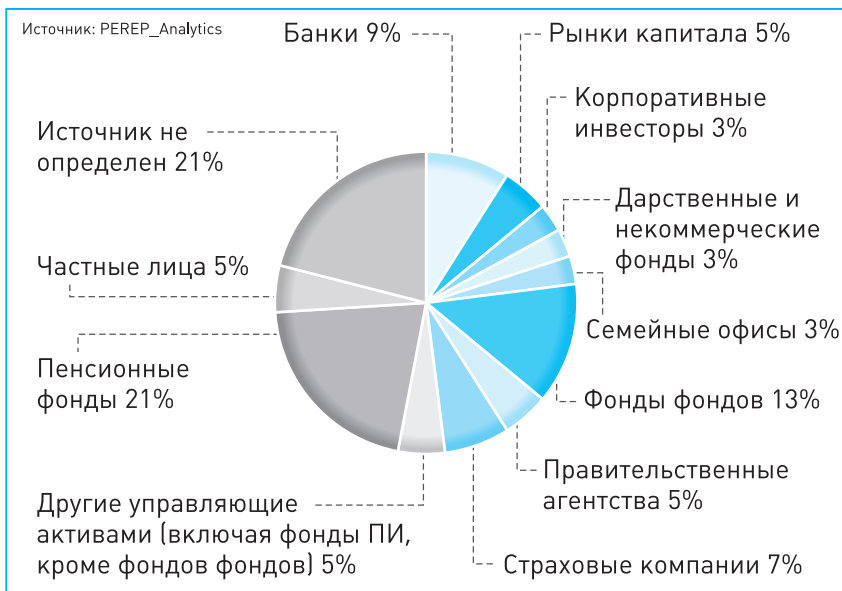
Круг инвесторов в прямые инвестиции быстро расширился и включил в себя много инвесторов различных типов со значи-



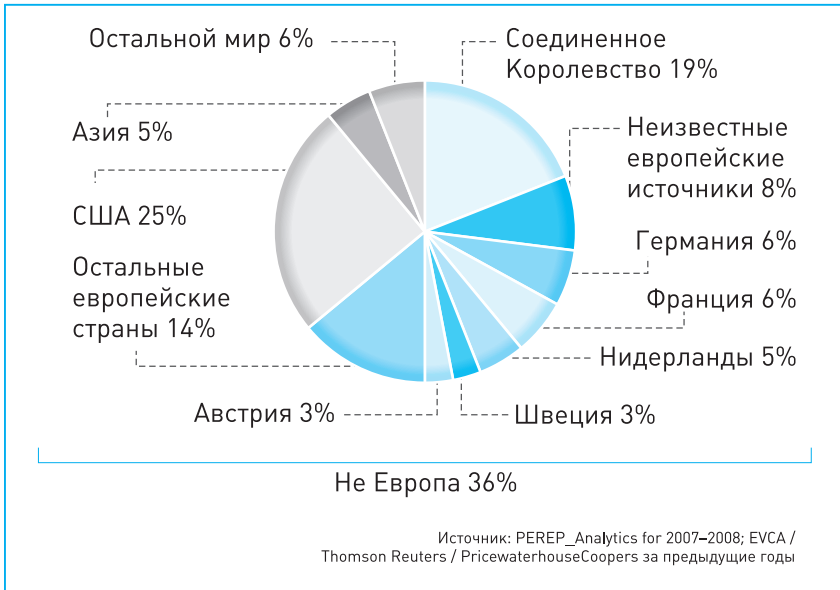
тельными долгосрочными инвестиционными обязательствами по отношению к этому классу активов. Существуют многочисленные и разнообразные организации, инвестирующие в европейские фонды ПИ и направляющие существенные суммы капитала на формирование их портфелей. Все это, в сочетании с быстрым ростом рынка, подтверждает зрелость и устойчивое положение в Европе индустрии прямых инвестиций как класса активов.

Рисунок 8 иллюстрирует распределение источников инвестиций в европейские фонды ПИ за последние два года (2007–2008) по типам инвесторов. Пенсионные фонды традиционно предоставляли наибольшую долю средств для инвестиций, которая составляла 21% от общего объема мобилизованного в 2007 и 2008 годах капитала. Второе место занимали фонды фондов (13%), за ними шли банки (9%).

**Рисунок 8. Европейские источники мобилизации капитала в 2007–2008 годах по типу инвесторов**



**Рисунок 9. Происхождение капитала, мобилизованного в 2004–2008 годах – ведущие страны**



С точки зрения географии, около двух третей капитала, мобилизованного за период 2004–2008 годов, поступило от европейских инвесторов. Тем не менее за эти годы доля неевропейских инвесторов, вкладывающих капитал в европейские фонды ПИ, существенно выросла (с 24% в 2004 году до 46% в 2008).

### 11.3. Прямые инвестиции в Европе

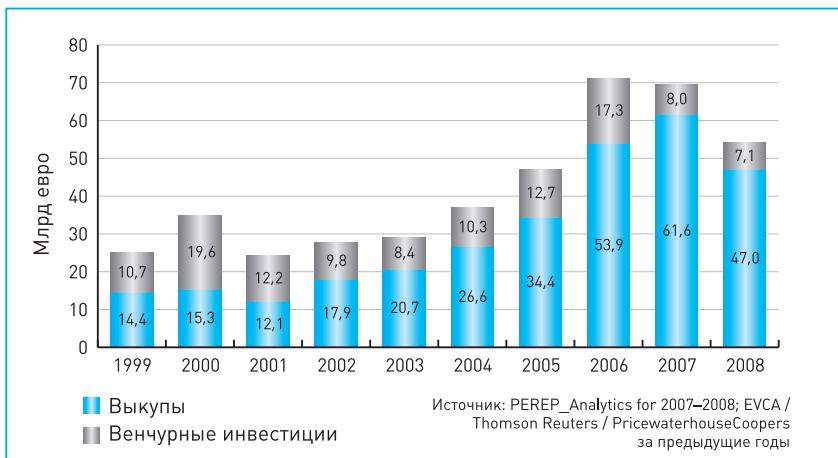
За последние пять лет (2004–2008) среднегодовые объемы прямых инвестиций в Европе более чем удвоились, при этом общая сумма, инвестированная за этот период, превысила 280 млрд евро. Более 80% от этой суммы было инвестировано в выкупы (225 млрд евро)<sup>22</sup>, а остаток был направлен в венчурные

<sup>22</sup> Сюда входят инвестиции в выкупы и капитал замещения и, как и в 2007 году, капитал роста и спасительное/поворотное финансирование.

инвестиции. Уровни инвестирования в обоих этих сегментах за указанный период возрастали примерно равными темпами.

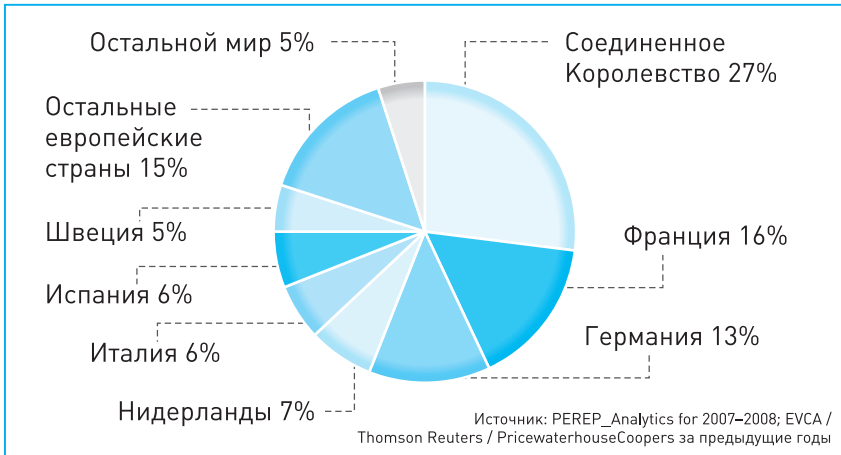
Эффективным катализатором роста инвестиционных возможностей явилась корпоративная тенденция к продаже неосновных бизнесов и активов, с тем чтобы сконцентрироваться на основной деятельности и оптимизировать рост и справедливое возмещение акционерам (shareholder value). Расширение границ Евросоюза и развивающаяся гармонизация финансового и регуляторного режимов также способствовали прямому инвестированию.

**Рисунок 10. Прямые инвестиции в Европе (только капитал фондов ПИ) (по странам расположения фирм ПИ)**



За период 2004–2008 годов портфельные компании, находившиеся в Соединенном Королевстве, получили 27% от всего объема европейских прямых инвестиций, далее следовали Франция (16% инвестированного капитала) и Германия (13%). Нидерланды и Италия были следующими, получив соответственно 7% и 6% европейских инвестиций за указанные пять лет.

**Рисунок 11. Распределение объемов европейских прямых инвестиций в 2004–2008 годах по странам их назначения**



Что касается стадий инвестирования, то за последние пять лет в среднем более 70% капитала прямых инвестиций в Европе было инвестировано в стадию выкупа, около 15% было направлено в венчурные инвестиции поздних стадий и 6% – в сегмент ранних стадий (объединяющий в себе посевное и стартовое финансирование).

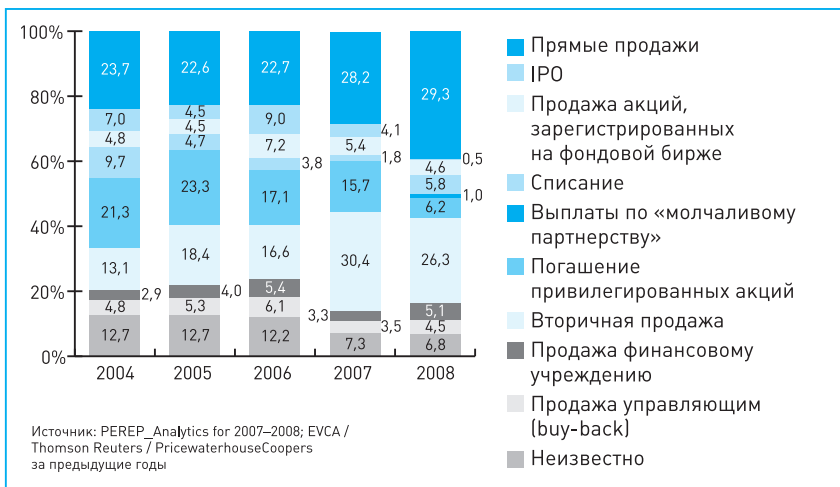
**Рисунок 12. Распределение европейских прямых инвестиций по стадиям инвестирования (% от общей стоимости) (по странам расположения фирм ПИ)**



## 11.4. Выходы из прямых инвестиций в Европе

В течение 2003–2007 годов уровень выходов из инвестиций в Европе имел тенденцию к повышению, что происходило параллельно с ростом рынка прямых инвестиций в целом. В 2008 году «окно выходов» в значительной степени закрылось по причине неопределенного положения с оценками, возникшего вследствие финансового кризиса. Прямые продажи (trade sales) традиционно составляли наибольшую долю выходов, представляя в среднем более 25% от общей стоимости выходов из прямых инвестиций в Европе в течение 2004–2008 годов. Вторичные продажи были на втором месте, заметно увеличив свое значение и представляя более 20% от общей стоимости выходов за тот же период. Важность выплат по акциям/займам снизилась за последние три года, однако в целом стоимость подобных выходов соответствовала примерно 18% от суммарной стоимости выходов в 2004–2008 годах. Хотя и являясь желаемым способом выхода, выходы путем IPO в среднем составили около 6% от суммарной стоимости выходов в Европе после 2004 года.

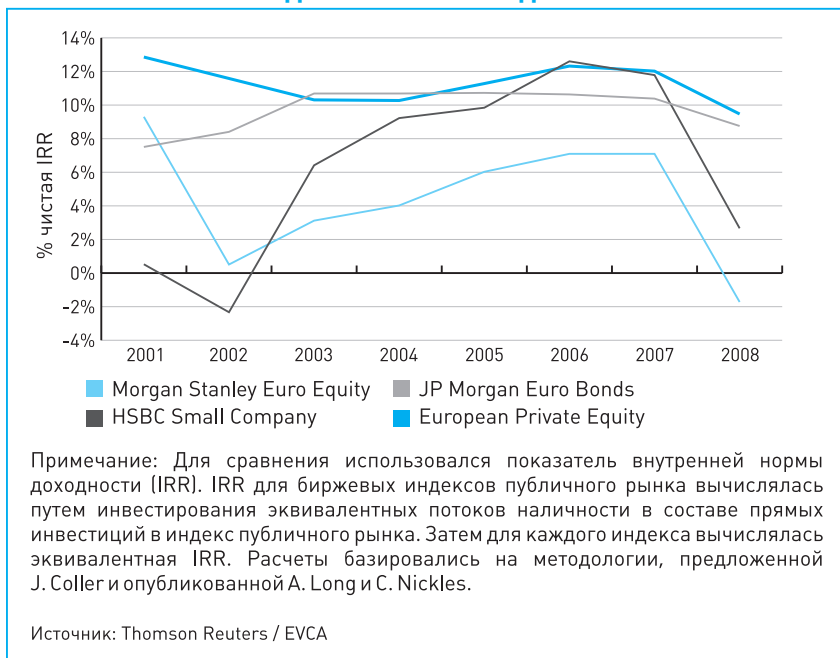
**Рисунок 13. Стоимость различных сделок выхода в Европе (% от общей стоимости) (по странам расположения фирм ПИ)**



### 11.5. Эффективность прямых инвестиций в Европе

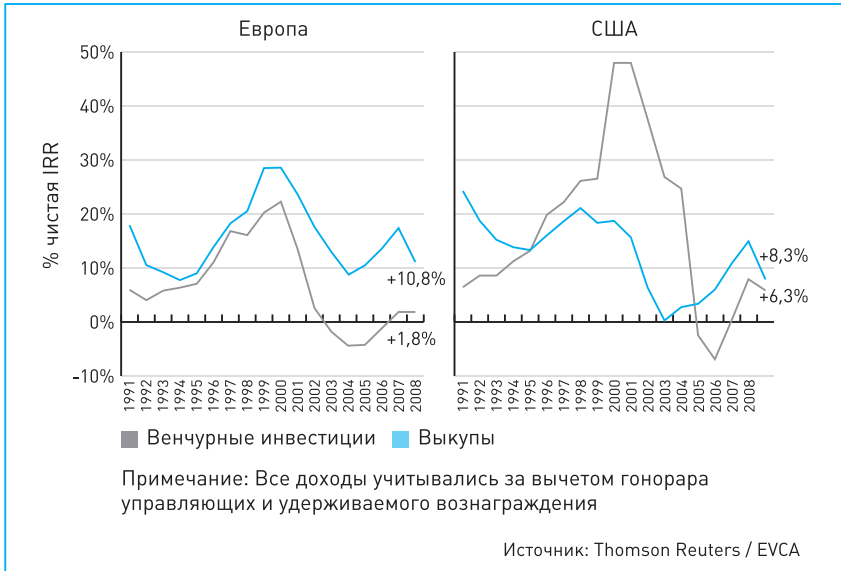
Эффективность прямых инвестиций большую часть времени за последние восемь лет (2001–2008) превосходила, по сравнимым показателям, эффективность публичных рынков.

**Рисунок 14. Сопоставление эффективности прямых инвестиций и публичных рынков по сравнимым показателям – начиная с чистой объединенной IRR (pooled IRR) для 2001–2008 годов**



Что касается географических различий, то в Европе всегда отмечалась более высокая эффективность сделок выкупа, чем в США, тогда как средняя эффективность венчурных инвестиций выше у фондов США.

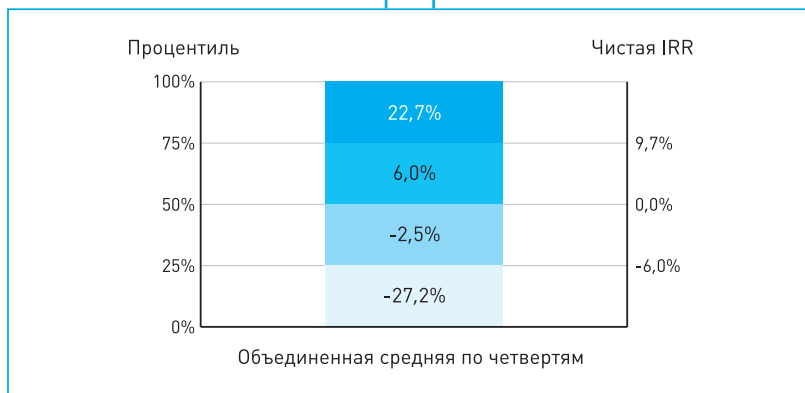
**Рисунок 15. Эффективность работы американских и европейских фондов венчурных инвестиций и фондов выкупов – накопленные IRR за пять лет**



На рисунке 16 можно увидеть большие различия между эффективностью лучших (top-quarter) фондов и средними значениями эффективности. Если чистая объединенная IRR всех вместе фондов прямых инвестиций, начиная с отправной точки (insertion), достигает 9,5%, то чистая объединенная эффективность фондов из верхней четверти более чем в 2 раза выше – 27,2%.

**Рисунок 16. Величины чистой объединенной IRR, начиная с «отправной точки» и до декабря 2008 года, по европейским фондам**

Стадия	Объединенная IRR	Верхняя квартиль	Чистая объединенная IRR верхней четверти
Ранняя стадия	-1,3	1,1	12,6
Развитие	7,4	9,0	18,9
В среднем	3,0	5,7	14,7
Все венчурные инвестиции	3,0	4,8	13,5
Выкупы	13,0	17,6	31,2
Все стадии (generalist)	9,0	9,3	22,0
<b>Все прямые инвестиции</b>	<b>9,5</b>	<b>9,7</b>	<b>22,7</b>



Примечание: Фонды были сформированы в 1980–2008 годах

Источник: Thomson Reuters / EVCA



## Приложение 1. Характеристики прямых инвестиций

### 1. Контроль над инвестицией

Как правило, фонд ПИ принимает на себя определенную степень контроля над своей портфельной компанией, что позволяет ему оказывать влияние на ее стратегию, производить изменения в составе управляющей команды в случае ее неэффективной работы, улучшать производственные процессы, приводить новых заказчиков и прикладывать все усилия к тому, чтобы часто амбициозный бизнес-план, разработанный до инвестиции, был осуществлен. Хотя в некоторых случаях инвестиции являются синдицированными вследствие долевой структуры капитала, фонд весьма заинтересован в том, чтобы принимать своевременные решения, оказывающие максимальное воздействие на стоимость компании. Поэтому бизнес-модель прямых инвестиций предусматривает, что компании будет предоставлено нечто большее, чем просто капитал.

### 2. Согласование интересов

Кроме того, интересы управляющих фондами ПИ в значительной степени согласованы с интересами их партнеров с ограниченной ответственностью, поскольку управляющие инвестируют в каждый фонд существенную долю своего собственного капитала. Потому они заинтересованы в том, чтобы каждая инвестиция была тщательно подготовлена и чтобы создавалась стоимость, реализуемая по прошествии инвестиционного периода. Кроме того, ежеквартально фонды ПИ отчитываются перед своими LPs о состоянии дел с отдельными инвестициями, что позволяет инвесторам с «близкого расстояния» следить за развитием портфеля.

Также существует согласование интересов между управляющими фонда и управляющими портфельных компаний. В боль-

шинстве случаев руководящие менеджеры портфельной компании инвестируют в компанию свой собственный капитал и участвуют таким образом в создании стоимости. Постоянно существующая отчетность о результатах деятельности между портфельной компанией и фондом ПИ, так же как и активное участие в совете директоров (часто в качестве неисполнительных директоров), тоже способствуют укреплению стандартов управления в компаниях, получивших прямые инвестиции.

Это приводит к общему пониманию того, что прямые инвестиции или модели собственности, подобные прямым инвестициям, более успешны, чем модели публичных компаний, в которых многочисленные безымянные акционеры, имеющие разные цели и профили деятельности, не имеют влияния на свои инвестиции. Прямые инвестиции контрастируют с сегодняшней направленностью на краткосрочную и квартальную эффективность, направляя свои усилия на отдаленную перспективу и такую структуру собственности, которая хорошо соответствует периодически принимаемым, основанным на достаточной информации долгосрочным стратегическим решениям. Таким образом, другое важное преимущество прямых инвестиций в акционерный капитал над публичным акционерным капиталом состоит в том, что управление и влияние с близкого расстояния уменьшают риск, присущий прямым инвестициям.

### 3. Отбор компаний с высоким потенциалом

Одним из главных умений успешных менеджеров прямых инвестиций является умение отбирать компании и отрасли с большим потенциалом роста и активно стимулировать условия для роста этих компаний. Поскольку фонды ПИ (по отдельности или в виде синдиката) владеют большими, и часто контрольными, долями в компаниях, эти инвестиции, как правило, принадлежат исключительно одному фонду ПИ или синдикату нескольких таких фондов, при этом LPs в таких фондах получают исключительные преимущества от создаваемой стоимости.

Это подтверждает тот факт, что единственной целью компании является создание стоимости и достижение намеченных вех (milestones) на пути своего развития.

#### 4. Выбор компаний разных размеров, из разных отраслей и разных географических регионов

Большая часть капитала прямых инвестиций в Европе направляется в компании малого и среднего бизнеса (SMEs). За последние пять лет 80% компаний, получивших инвестиции, имели меньше 200 сотрудников. Большинство этих компаний – частные, и без посредничества фондов ПИ инвесторы, вероятнее всего, не смогли бы получить доступ к этим предприятиям. Более того, этот сегмент очень динамично развивается и является главной опорой европейской экономики.

Фонды ПИ инвестируют также в широкий спектр отраслей. Ведущими тремя отраслями по среднегодовым объемам полученных инвестиций явились за последние пять лет: потребительские товары/услуги и розничные товары, промышленные товары, товары для специалистов и телекоммуникации. По числу проинвестированных компаний лидировали следующие сектора: компьютеры и потребительская электроника, науки о жизни, промышленные товары и товары для специалистов.

Наконец, LPs пользуются преимуществами опыта, имеющегося на местах, а также сетями контактов управляющих прямыми инвестициями, что позволяет им диверсифицировать инвестиции по различным регионам. Благодаря этому LPs получают доступ к инвестиционным возможностям из различных географических регионов, к которым они не смогли бы подойти иным путем.

#### 5. Дальнейшие возможности роста

Несмотря на то что объемы капитала, вкладываемые в прямые инвестиции, постоянно растут, объем прямых инвестиций

в Европе все еще составляет менее 1% от европейского ВВП. Поскольку более 90%<sup>23</sup> компаний Европы представляют собой SMEs, в наличии имеется достаточно компаний, из числа которых европейские фонды ПИ могут отобрать предприятия, обладающие высоким потенциалом.

## 6. Вклад в экономику

Прямые инвестиции делают важный вклад в развитие экономики. Рост прямых инвестиций на 0,1% от ВВП увеличивает реальный экономический рост на один процентный пункт, если инвестиции осуществлены на ранней стадии, и на 0,2 процентных пункта – на стадии выкупа<sup>24</sup>. Причина этого кроется в том, что бизнес-модель прямого инвестирования основана на увеличении стоимостей портфельных компаний путем подъема их продуктивности и укрепления конкурентных позиций бизнеса. Такие прибавки эффективности и стоимости очень полезны как для экономики в целом, так и для сотрудников компаний. Это было подчеркнуто в нескольких научных исследованиях, показавших, что прямые и венчурные инвестиции оказывают положительное воздействие на уровень занятости в Европе, особенно в малых и молодых компаниях<sup>25</sup>.

## 7. Улучшение доступа к информации

Управляющие прямыми инвестициями часто уже на ранних этапах получают доступ к всесторонней информации, касающейся компании, что помогает им более точно подходить к оценкам жизнеспособности предложенного бизнес-плана, к проектиро-

---

<sup>23</sup> Eurostat.

<sup>24</sup> Spice for European Economies. Deutsche Bank Research, 2006.

<sup>25</sup> Economic and Social Impact of Private Equity and Venture Capital in Spain. ASCRI, 2008; Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe. EVCA/CEFS, 2005.

ванию постинвестиционной стратегии и оцениванию ожидаемой будущей эффективности. Более высокий уровень доступности информации существенно помогает снизить риск прямых инвестиций и очень важен для того, чтобы фонд мог исполнять свою роль активного акционера и разрабатывать долгосрочные задачи на благо компании и ее управляющих.

## 8. Способность финансировать предпринимателей

Появление в Европе большого числа предпринимателей в качестве важной составляющей экономики было связано с периодом широкомасштабной рационализации компаний. Это явилось отражением событий в США, которые, например, подстегнули быстрый рост в сфере технологических инноваций и принесли в течение 1990-х годов непосредственные выгоды для экономики в целом. В Европе предприниматели также находились в центре событий, формируя стоимость в традиционных и высокотехнологических отраслях. Прямые инвестиции, как класс активов, предлагают большинству предпринимательских секторов экономики возможность получения инвестиций.

## 9. Улучшение эффективности капиталовложений компаний

Чтобы сделать структуру капитала компании более эффективной, управляющие прямыми инвестициями часто пользуются заемными средствами, особенно в случае финансирования компаний на поздних стадиях их развития. Организация финансирования каждой портфельной компании наиболее эффективным способом повышает уровень дисциплины, что дает компании возможность пойти по более амбициозному пути развития, чем тот, что был бы ей доступен в любом другом случае. Хотя прямые инвестиции и увеличивают финансовый риск, тем

не менее эффективно организованное финансирование также увеличивает и доход на акции для компании и ее владельцев.

## 10. Профиль рисков

Были проведены исследования профилей рисков прямых инвестиций европейских фондов выкупов и венчурных фондов (рис. 17).

Как видно из табл.7, инвестициям фондов ПИ присущи определенные риски – например, вероятность невозврата всей инвестированной суммы капитала из фонда выкупа равна 16%, однако полная потеря весьма маловероятна. Тем не менее убытки могут происходить чаще, ввиду современных экономических условий.

В то же время инвестиции в фонды ПИ обеспечивают потенциал получения больших доходов – ожидаемый мультипликатор в верхней децили распределения равен 3,4х для европейских фондов выкупов и 5,4х для европейских венчурных фондов.

**Рисунок 17. Профиль рисков европейских фондов прямых инвестиций**

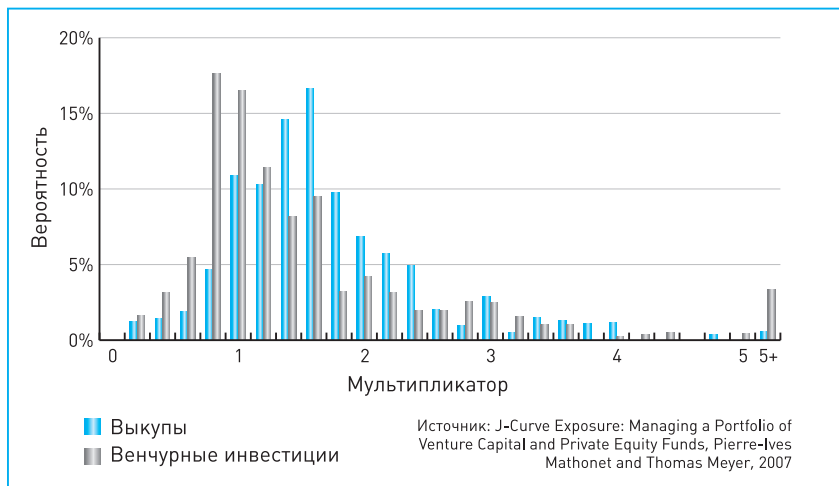


Таблица 7. Профиль рисков европейских фондов выкупов и венчурных фондов

	Выкупы	Венчурные инвестиции
Среднее значение мультипликатора	1,6	1,6
Медианное значение мультипликатора	1,5	1,1
Стандартное отклонение	0,8	1,9
Асимметрия	1,4	6,0
Эксцесс	3,4	50,1
Вероятность убытков	16%	38%
Средний убыток	-31%	-32%
Вероятность полного убытка	0%	0%
Ожидаемый мультипликатор в верхней децили	3,4	5,4
Ожидаемый мультипликатор в нижней децили	0,5	0,4

Источник: «J-Curve Exposure: Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds». Pierre-Yves Mathonet and Thomas Meyer, 2007.

## Приложение 2. Глоссарий

### Allocation

«распределение» – количество ценных бумаг, передаваемых инвестору, брокеру или андеррайтеру в рамках эмиссии.

### Asset Class

«класс активов» – категория инвестиции, определяемая такими параметрами, как степень риска, ликвидность и доходность.

### Back Office

«бэк-офис» или «подсобка» – офис или отдел финансового учреждения или фонда прямых инвестиций, осуществляющий поддерживающие и административные функции для этого учреждения или фонда. В случае фонда прямых инвестиций, бэк-офис наряду с другими видами деятельности занимается ведением бухгалтерских счетов, аудиторскими проверками, налогами, отчетами, заявками на перевод средств в фонд и распределением дохода инвесторам.

### Business Plan

«бизнес-план» – стратегический план создания и развития бизнеса. Это документ, описывающий управление компанией, концепцию ее бизнеса и основные цели. Является важнейшим инструментом при поиске средств для любого типа инвестирования и в то же время основным подспорьем для руководителей и владельцев компании для ясного понимания ее основных позиций и реалий.



## Buy-and-Build Strategy

«стратегия купить и создать» – стратегия венчурного капиталиста, направленная на активный рост портфельной компании путем добавочных приобретений.

## Buyout

«выкуп» – сделка, в которой предприятие, часть предприятия или компания выкупаются (путем приобретения контрольного пакета акций) у держателя ее акций на настоящий момент (продавца), после чего покупатель полностью контролирует использование активов компании и осуществление ею деловых операций.

## Carried Interest

«удерживаемое вознаграждение» – установленная норма вознаграждения, выплачиваемого управляющей компании инвестиционного фонда или отдельным членам управляющей команды фонда. Удерживаемое вознаграждение (обычно около 20% прибылей фонда) выплачивается, как только инвесторы получают возмещение их первоначального инвестирования в фонд плюс оговоренный процент на вложенный капитал.

## Closed-End Fund

«закрытый фонд» – фонд (как правило, зарегистрированный на фондовой бирже) с фиксированным числом акций, которые предлагаются во время периода первичной подписки. В противоположность открытому и взаимному фондам, закрытый фонд не характеризуется готовностью к непрерывному процессу выпуска и выкупа акций. Инвестор, желающий приобрести акции такого фонда вне периода первичной подписки, может сделать это, только выкупив их у другого инвестора, который захочет их продать.

## Commitment

«обязательство» – обязательство партнера с ограниченной ответственностью предоставить определенные средства в венчурный фонд по требованию генерального партнера.

## Deal Flow

«поток сделок» – в венчурном бизнесе это количество инвестиционных возможностей, имеющих в наличии у фонда прямых инвестиций. Накопление информации и выбор объектов, потенциально интересных для инвестиций, происходит на начальном этапе работы с компаниями.

## Direct Investment

«прямая инвестиция» – это капиталовложения в частные компании, т.е. те, которые не котируются на бирже. Часто имеется в виду, что инвестиция была осуществлена прямо в компанию, минуя посредничество фонда прямых инвестиций.

## Disclosure

«раскрытие» – это понятие в целом относится к обмену информацией между двумя различными сторонами. В мире прямого и венчурного инвестирования под раскрытием подразумеваются две разные вещи:

- раскрытие между генеральными партнерами и партнерами с ограниченной ответственностью, условия которого определяются соглашением LPs;
- раскрытие партнерами с ограниченной ответственностью информации о деятельности генеральных партнеров в виде придания ей публичности.

### Discretionary Client

«дискреционный клиент» – клиент, доверяющий управление своим счетом банку и передающий управляющему инвестицией менеджеру все полномочия по управлению своими активами.

### Distressed Securities (or Distressed Debt)

«проблемные долговые обязательства» – ценные (долговые) бумаги компаний, испытывающих финансовые затруднения. Сегмент высокодоходных бумаг, в котором высокорисковые инвесторы зарабатывают большие деньги на упавших облигациях эмитентов с ухудшившимся кредитным качеством.

### Distribution

«распределение» – выплата денежных сумм партнерам с ограниченной ответственностью в фонде прямого инвестирования, иными словами, это возврат инвесторам дохода от реализованных инвестиций.

### Drawdown

«расходование, или использование, денежных средств» – постепенное расходование средств фонда на производство инвестиций. При резервировании инвесторами средств для финансирования венчурного фонда не всегда требуется представить всю сумму сразу. Часть средств будет затребована позднее, и эти средства определяются как авансированный капитал.

### Due Diligence

«тщательное изучение» – предварительная стадия процесса венчурного инвестирования, на которой осуществляется тщательная проверка всех аспектов деятельности претендующей на получение инвестиций компании, в большинстве случаев изложенных в бизнес-плане или в меморандуме о продажах.

Тщательное изучение должно помогать управляющим фонда принимать эффективные решения и оптимизировать сроки проведения сделки.

### Early Stage

«ранняя стадия» – «семенная» и «стартап» стадии развития компании.

### EVCA Professional Standards

«Профессиональные стандарты EVCA» – уникальное собрание принципов поведения, охватывающих взаимоотношения между партнерами с ограниченной ответственностью, генеральными партнерами и портфельными компаниями. В число профессиональных стандартов EVCA входят: Кодекс поведения, Основные принципы управления, Руководства по корпоративному управлению, отчетности и оценкам.

### Exit (or Divestment)

«выход» – заключительная стадия процесса венчурного инвестирования: продажа принадлежащего венчурному инвестору пакета акций и его выход из компании. Существуют разные способы выхода инвестора из компании: прямая продажа; продажа путем публичного предложения (включая IPO); списание; выплата привилегированных акций/займов; продажа другому венчурному капиталисту; продажа финансовой организации.

### Exit Strategy

«стратегия выхода» – план венчурного фонда или частного инвестора по завершению инвестиции, ликвидации своей доли в компании и получения максимального дохода.

## Expansion Capital (or Development Capital)

«капитал расширения» или «капитал развития» – венчурные инвестиции поздних стадий. См. Later Stage Venture

## Family Business

«семейный бизнес» – компания, в которой более 50% «голосующих акций» принадлежат одной семье, связанной кровными или брачными узами (или находятся под ее контролем), либо компания, большая часть бизнеса которой принадлежит более чем одной семье (multi-family business).

## Family Office

«семейный офис» – это офис, предоставляющий услуги одной или нескольким семьям. Возможен широкий спектр услуг, начиная от инвестиционного менеджмента и консалтинга, учетного, налогового и финансового консалтинга, и до учебного планирования или услуг консьержей.

## Fund of Funds

«фонд фондов» – фонд, который вкладывает средства в акционерный капитал других фондов. Фонд, который производит инвестиции преимущественно в новые фонды, называется «первичный фонд фондов». Фонд, специализирующийся на вложении средств в уже существующие фонды, называется «вторичный фонд фондов».

## Fundraising

«мобилизация капитала» – процесс сбора денег венчурными капиталистами с целью создания инвестиционного фонда. Эти средства собираются от частных, корпоративных или институциональных инвесторов и передаются в фонд, из которого будут производиться инвестиции генеральным партнером.

## Gatekeeper

«привратник» – финансовый консультант потенциальных институциональных и корпоративных инвесторов, собирающихся заниматься прямым инвестированием.

## General Partner (GP)

«генеральный партнер» – партнер, имеющий неограниченную персональную ответственность по отношению к долгам и обязательствам партнерства с ограниченной ответственностью и право участвовать в его руководстве. Обычно генеральным партнером является фирма, управляющая средствами фонда прямых и венчурных инвестиций (управляющая компания).

## General Partner's Commitment

«зарезервированный капитал, или финансовые обязательства генерального партнера» – управляющие фондом обычно вкладывают свои личные капиталы вместе с капиталами своих инвесторов, что обычно способствует укреплению доверия к фонду.

## Generalist Fund

«фонд широкого профиля» – фонды, не специализирующиеся целенаправленно на различных стадиях венчурного и прямого инвестирования, или вообще фонды с широкой сферой инвестиционных интересов.

## Growth Capital (or Development Capital)

«капитал роста» или «капитал развития» – акционерный капитал, собранный для обеспечения возможностей роста, расширения или реструктурирования сферы деятельности относительно зрелых малых компаний. Может рассматриваться либо

как первая стадия прямого инвестирования, либо в качестве венчурных инвестиций со стороны фондов выкупов.

### Holding Period

«срок владения» – продолжительность времени пребывания инвестиции в портфеле фонда. Она определяет, следует ли считать прибыль или убыток краткосрочными или долгосрочными. Также может означать минимальный срок владения ценными бумагами с ограничительными условиями до возникновения права их продажи, т.е. период времени, в течение которого инвестиция должна сохраняться с целью выяснения, подлежит ли она налоговым льготам по доходам от прироста капитала.

### Hurdle Rate

«пороговая доходность» – внутренняя норма доходности, которой фонд должен достичь, прежде чем генеральные партнеры или управляющие смогут получить удерживаемое вознаграждение.

### Inception

«начало» – отправная точка, от которой ведутся расчеты внутренней нормы доходности фонда: год, в который венчурный фонд начал делать инвестиции или дата первого расходования средств на производство инвестиций.

### Institutional Investor

«институциональный инвестор» – организация, располагающая средствами, достаточными для вложения их в ценные бумаги, и профессионально вкладывающая существенные активы с целью получения прибыли, например, инвестиционная компания, банк, взаимный фонд, страховая компания, пенсионный фонд, дарственный фонд.

## Investment Committee

«инвестиционный комитет» – созданный в рамках фонда прямых инвестиций, фонда фондов или организации-партнера с ограниченной ответственностью комитет, принимающий окончательное решение по поводу осуществления отдельных инвестиций. Членами комитета могут быть специалисты фонда или, иногда, приглашенные эксперты.

## Internal Rate of Return (IRR)

«внутренняя норма доходности» – показатель возврата на вложенный капитал, рассчитываемый как отношение прибыли периода к сумме инвестиции. Расчет IRR помогает определить среднюю доходность инвестиции в течение всего периода ее работы. В фонде прямых инвестиций это чистый доход, заработанный инвестором в результате деятельности фонда, начиная с первого дня до конкретной даты. IRR вычисляется как усредненная за год эффективная суммарная норма доходности с использованием ежемесячных потоков наличности и ежегодных оценок.

## Initial Public Offering (IPO)

«первоначальное публичное предложение акций» – самая первая публичная продажа или распределение акций компании на фондовом рынке. IPO акций портфельной компании является одним из путей выхода для фонда прямых инвестиций.

## J-Curve

«кривая Джей» – кривая, напоминающая латинскую букву J, которая получается, если чертить диаграмму доходов венчурного фонда относительно времени. Распространенная практика выплаты вознаграждения управляющим и средств на первоначальные расходы из первых поступлений капиталов в фонд



не уравнивается соответствующим ростом балансовой стоимости компании. В результате, в начале работы венчурный фонд покажет отрицательный доход. Когда произойдут первые реализации инвестиций, доходы фонда резко пойдут вверх. Через 3–5 лет промежуточная IRR позволит определить окончательную IRR. Для фондов выкупа этот период обычно бывает короче, чем для фондов ранней стадии или расширения.

### Later-Stage Venture

«венчурные инвестиции поздних стадий» – также называется «капиталом расширения» или «капиталом развития». Финансирование, обеспечивающее рост компании и расширение ее деятельности, помогающее достигнуть безубыточной работы или работать с прибылью. Возможные пути использования капитала: финансирование развития производственных мощностей, развития рынка или продукции, обеспечение дополнительного оборотного капитала. Такое финансирование чаще предоставляется компаниям, уже получившим венчурные инвестиции.

### Limited Partner (LP)

«партнер с ограниченной ответственностью» – инвестор в партнерстве с ограниченной ответственностью, который не принимает участия в управлении им и несет ограниченную ответственность по отношению к его долгам и обязательствам.

### Limited Partnership

«партнерство с ограниченной ответственностью» – узаконенная структура, используемая в большинстве фондов прямых и венчурных инвестиций, участники которой отвечают по обязательствам на сумму, не превышающую их доход. Партнерство обычно организуется в целях осуществления инвестиций, и срок жизни его ограничен. Состоит из генерального партнера (управляющая фирма с неограниченной ответственностью) и

партнеров с ограниченной ответственностью (инвесторы, которые несут ограниченную ответственность и не вовлечены в повседневную деятельность). Генеральный партнер получает вознаграждение и процент от прибыли. Партнеры с ограниченной ответственностью обычно получают прибыль, доход от прироста капитала и налоговые льготы.

### Management Fee

«вознаграждение управляющим» – компенсация, получаемая управляющей фирмой фонда прямых инвестиций. Эта ежегодная оплата услуг менеджмента равняется определенному проценту от первоначальных обязательств инвестора по отношению к фонду.

### Mezzanine Financing

«мезанинное финансирование» – стадия венчурного инвестирования, непосредственно предшествующая публичной продаже акций (на такой стадии развития компании, когда она, пройдя фазу «стартапа», начинает производить продукцию и заниматься маркетингом). Это заемные средства, представляющие собой нечто среднее между акционерным капиталом и обеспеченными (в разной степени) долговыми обязательствами. Как правило, в этой схеме некоторые доходы отсрочиваются в форме накапливаемых процентов при «плате натурой» и/или по типу «вознаграждения ценными бумагами». Фонд, занимающийся мезанинным финансированием, называется мезанинным фондом.

### Milestones

«вехи, этапы» – события, такие как выход на определенный уровень продаж, достижение решающей стадии в процессе разработки продукта и т.п., выступающие в качестве индикато-

ров для принятия венчурным капиталистом очередных решений финансового характера.

### Minority Interest/Share

«неконтрольный пакет акций» – участие в капитале компании, не составляющее контрольного пакета (обычно менее 50% выпущенных акций с правом голоса).

### Permanent Establishment

«постоянное представительство» – согласно определению OECD, 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.

### Pooled IRR

«объединенная IRR» – денежные потоки с момента начала работы и остаточная стоимость по каждому фонду объединяются, как если бы это был один фонд. Это более качественный показатель, чем средняя IRR, который может быть искажен за счет крупных доходов на относительно небольшие инвестиции, или чем IRR, взвешенная по отношению к капиталу, который соотносит каждую IRR с зарезервированным капиталом. Последняя единица измерения будет точной только в том случае, если все инвестиции производятся одновременно в самом начале срока жизни фонда.

### Portfolio at Cost

«портфель по себестоимости» – сумма всех прямых и венчурных инвестиций (удерживаемых по себестоимости), которые были осуществлены до конца периода измерений и которые еще не были изъяты.

### Portfolio Company (or Investee Company)

«портфельная компания» – компания, получившая инвестицию от венчурного фонда / фонда прямых инвестиций и входящая в состав его портфеля.

### Private Equity

«прямое инвестирование в акционерный капитал» – финансирование компании путем покупки ее акций; обеспечивает поступление акционерного капитала в предприятия, минуя фондовый рынок. Прямое инвестирование может быть использовано для развития новых продуктов и технологий, идти на расширение оборотных средств, тратиться на приобретения или поступать на укрепление бухгалтерского баланса компании. Частным случаем прямого инвестирования является венчурный капитал, который относится к прямым инвестициям, осуществляемым на стадиях раннего развития или расширения предприятия.

### Quartile IRR

«квартиль IRR» – используя методы статистики, можно ранжировать доходы каждого фонда с использованием трех квартилей – точек на кривой распределения (верхняя, медианная и нижняя), делящих распределение IRR на четыре равные группы. Значение квартили IRR отстоит на четверть от низа (нижняя точка квартили) или от верха (верхняя точка квартили) таблицы, ранжирующей отдельные фонды в нисходящем порядке.

## Recapitalisation

«рекапитализация» – изменение структуры капитала компании. Для уменьшения налоговых платежей компания может заменить привилегированные акции облигациями и получить налогооблагаемость процентов. Рекапитализация может быть одной из стратегий выхода для венчурного капиталиста и спонсоров выкупа с использованием заемных средств.

## Replacement Capital

«капитал замещения» – форма и способ внесения в компанию инвестиций с целью замещения имеющихся акционеров новыми инвесторами.

## Retail Investor

«розничный инвестор» – индивидуальный инвестор, покупающий, в отличие от институционального инвестора, небольшое количество ценных бумаг в собственных интересах, а не для другой компании или организации.

## Secondary Investment

«вторичное инвестирование» – инвестиция, в которой фонд покупает либо портфель прямых инвестиций существующего фонда прямых инвестиций, либо позиции партнера с ограниченной ответственностью в этом фонде.

## Seed Stage

«посевная стадия проекта» – самая ранняя стадия развития проектов, которые существуют только на бумаге или в виде лабораторных разработок. Предшествует стадии «стартап».

## Senior Debt

«первоочередной, или старший, долг» – долговой инструмент, владелец которого обладает первоочередным правом требования возврата по сравнению с непривилегированными и необеспеченными кредиторами. Обычно используется для долгосрочного финансирования компаний с низким риском или для финансирования компаний на поздних этапах развития.

## Shareholder Value

«справедливое возмещение акционеру» – управленческая и инвестиционная философия, ставящая интересы акционеров на первое место – в терминах доходов и роста активов.

## Sophisticated Investor

«опытный инвестор» – инвестор, который считается настолько опытным и хорошо подготовленным в финансовых вопросах, что способен самостоятельно оценить риски при покупке ценных бумаг, не прибегая к полной защите законов о ценных бумагах.

## Sounding Board

«резонатор» или «просвещенный скептик» – одна из ролей венчурного капиталиста, исполняемая им при активном участии в делах портфельной компании. Подразумевается, что он будет внимательно прислушиваться ко всему происходящему в бизнесе, обсуждать это с управляющей командой, давать ценные советы относительно стратегии и тактики развития компании.

## Start-up

«стартап» – начальная стадия финансирования. Предоставление средств компаниям на развитие продукта и проведение начального маркетинга. Это венчурная инвестиция в компанию,

либо не имеющую сколько-нибудь длительной рыночной истории, либо находящуюся на самом раннем этапе продаж.

### Takedown Schedule

«график внесения капитала» – утвержденный в меморандуме инвестиционного фонда план обеспечения фактического перемещения денежных сумм от партнеров с ограниченной ответственностью под контроль генерального партнера.

### Terms and Conditions

«положения и условия» – финансовые и административные условия, на основе которых структурируются сделки в целом и венчурные партнерства с ограниченной ответственностью, в частности.

### Top Quarter

«верхняя четверть» – содержит в себе фонды с внутренней нормой доходности, значения которой равны или находятся выше точки верхней квартили (quartile). Так, если IRR верхней квартили – это отдельный доход одного фонда, то IRR верхней четверти является объединенным доходом всех фондов, по уровню своей доходности попадающих в верхнюю четверть.

### Track Record

«послужной список» или «кредитная история» – описание опыта и эффективности деятельности компании или фонда прямых/венчурных инвестиций за несколько лет.

### Trade Sale

«прямая продажа» – продажа предприятия или его доли напрямую конкретной заинтересованной корпорации, работающей в

той же отрасли. Является одним из путей выхода венчурного капиталиста из компании.

### Turnaround/Rescue Financing

«поворотное, или спасительное, финансирование» – финансирование, предоставляемое компаниям, которые все еще кажутся обещающими, хотя им приходится переживать некоторые трудности.

### Vintage Year

«год ввода капитала» – год, в который венчурный фонд сформировался и начал делать инвестиции.

### Write-off

«списание» – понижение стоимости портфельной компании до нуля. Стоимость инвестиции аннулируется, и доход инвесторов делается равным нулю или отрицательным.

### Yield to Maturity

«доходность к погашению» – процентная ставка дохода, выплачиваемого по облигации, векселю или иной ценной бумаге с фиксированной процентной ставкой, в том случае, если она покупается и держится до даты погашения.



## 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
Консультант	Валентин Левицкий
Перевод и редактирование	Наталья Жуковская
Корректор	Мария Родина
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 (РАВИ)

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)